



CENTRE POUR LA COOPÉRATION AVEC LES ÉCONOMIES EN TRANSITION

# ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

## BULGARIE

### 1997

#### **THÈMES SPÉCIAUX**

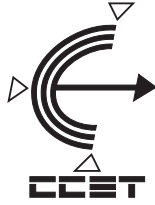
INSTABILITÉ FINANCIÈRE  
SECTEUR BANCAIRE  
RESTRUCTURATION

© OCDE, 1997.

© Logiciel, 1987-1996, Acrobat, marque déposée d'ADOBE.

Tous droits du producteur et du propriétaire de ce produit sont réservés. L'OCDE autorise la reproduction d'un seul exemplaire de ce programme pour usage personnel et non commercial uniquement. Sauf autorisation, la duplication, la location, le prêt, l'utilisation de ce produit pour exécution publique sont interdits. Ce programme, les données y afférant et d'autres éléments doivent donc être traités comme toute autre documentation sur laquelle s'exerce la protection par le droit d'auteur.

Les demandes sont à adresser au : Chef du Service des Publications, Service des Publications de l'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France



CENTRE POUR LA COOPÉRATION AVEC LES ÉCONOMIES EN TRANSITION

# ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

**1996-1997**

**BULGARIE**

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

## ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

En vertu de l'article 1<sup>er</sup> de la Convention signée le 14 décembre 1960, à Paris, et entrée en vigueur le 30 septembre 1961, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a pour objectif de promouvoir des politiques visant :

- à réaliser la plus forte expansion de l'économie et de l'emploi et une progression du niveau de vie dans les pays Membres, tout en maintenant la stabilité financière, et à contribuer ainsi au développement de l'économie mondiale;
- à contribuer à une saine expansion économique dans les pays Membres, ainsi que les pays non membres, en voie de développement économique;
- à contribuer à l'expansion du commerce mondial sur une base multilatérale et non discriminatoire conformément aux obligations internationales.

Les pays Membres originaires de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus Membres par adhésion aux dates indiquées ci-après : le Japon (28 avril 1964), la Finlande (28 janvier 1969), l'Australie (7 juin 1971), la Nouvelle-Zélande (29 mai 1973), le Mexique (18 mai 1994), la République tchèque (21 décembre 1995), la Hongrie (7 mai 1996), la Pologne (22 novembre 1996) et la République de Corée (12 décembre 1996). La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE (article 13 de la Convention de l'OCDE).

Le Centre pour la Coopération avec les Économies Européennes en Transition (CCEET) a été créé en mars 1990 pour être l'axe de la coopération entre l'OCDE et les pays d'Europe centrale et orientale. Les activités du Centre ont été étendues aux nouveaux États indépendants issus de l'ex-Union soviétique en 1991, puis à la Mongolie (1992) et au Viêt-nam (1995). En 1993, l'appellation du CCEET a été modifiée pour tenir compte du fait que les activités du Centre couvrent désormais une aire géographique plus large : le CCEET est devenu le Centre pour la Coopération avec les Économies en Transition (CCEET).

Le Centre met en œuvre un certain nombre de Programmes spéciaux par pays : le Programme «Partenaires pour la transition» – le dernier pays «Partenaire», la République slovaque, négociant actuellement son accession à l'OCDE (les autres précédents pays «Partenaires» – la République tchèque, la Hongrie et la Pologne – sont entrés à l'OCDE); le Programme Fédération de Russie; et les Programmes spécifiques pour la Bulgarie, la Roumanie et la Slovénie.

Published also in English.

© OCDE 1997

Les demandes de reproduction ou de traduction totales ou partielles de cette publication doivent être adressées à :

M. le Chef du Service des Publications, OCDE  
2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16, France.

# Table des matières

<b>Évaluation et recommandations</b>	1
<b>I. L'économie bulgare : vue d'ensemble de la situation macroéconomique</b>	21
Introduction	21
PIB et croissance de la production	23
Échanges extérieurs et balance des opérations courantes	27
Inflation et instabilité financière : les crises de 1994 et de 1996	31
Revenu, emploi et protection sociale	38
<b>II. Politique macroéconomique</b>	46
Croissance de la masse monétaire et du crédit	46
Le cadre de la politique monétaire	49
La politique budgétaire et le budget	57
Les limitations de la politique macroéconomique	66
<b>III. Le secteur bancaire</b>	72
Introduction	72
Les conditions initiales	73
L'état du secteur bancaire en Bulgarie : 1994-95	74
Les relations entre les banques commerciales, la BNB et le gouvernement	82
Banques commerciales et entreprises : la distribution du crédit au secteur non financier	91
Les problèmes d'incitation dans le secteur bancaire bulgare	97
Le Programme d'action de 1996 du gouvernement bulgare et conclusions	110

<b>IV. Restructuration et compétitivité</b>	112
Introduction	112
La gestion des entreprises publiques	115
Contraintes financières et pertes du secteur public	115
La compétitivité de l'industrie bulgare	118
Le secteur privé	123
<b>V. Privatisation et investissement étranger</b>	128
Introduction	128
Privatisation	129
Investissement étranger	142
Conclusions	149
Notes	150
Bibliographie	158
<i>Annexe</i>	
Contrôle des prix et réglementation des exportations agricoles en Bulgarie	163

## **Encadrés**

1. Le système fiscal bulgare	58
2. Dette extérieure de la Bulgarie	65
3. Une caisse d'émission pour la Bulgarie ?	70
4. Législation, réglementation et classification bancaires en Bulgarie avant 1996	76
5. Mineralbank et Banque Stopanska	85
6. Les banques et le Programme d'action de 1996 du gouvernement bulgare	107
7. Privatisation directe : cadre législatif et organisationnel	136
8. Le programme de privatisation de masse en Bulgarie	141

## **Tableaux**

<i>Texte</i>	
1. Vue d'ensemble et prévisions	23

2.	Composantes de la valeur ajoutée brute	24
3.	Croissance du PIB par catégories de dépenses finales	25
4.	Croissance de la production brute par secteur	26
5.	Balance des opérations courantes	27
6.	Partenaires extérieurs : exportations et importations	30
7.	Composition des exportations	30
8.	Inflation des prix à la consommation dans certains pays en transition	32
9.	Rapport entre les revenus des 20 pour cent les plus riches de la population et ceux des 20 pour cent les plus pauvres dans certains pays	41
10.	Encours du crédit intérieur	49
11.	Recettes et dépenses publiques en Bulgarie et dans certains pays	61
12.	Le budget consolidé	62
13.	Structure de la dette publique intérieure	63
14.	Respect de la réglementation bancaire de 1991-93	78
15.	Solvabilité des banques commerciales	78
16.	Indicateurs de bilan, 1994-95	80
17.	Prêts des banques commerciales en fonction de leur classification	81
18.	Ratio : crédits aux secteurs hors administrations publiques/PIB dans un certain nombre de pays d'Europe centrale et orientale	91
19.	Parts des crédits des banques commerciales par catégorie	94
20.	Profils de prêts des secteurs privé et public	95
21.	Structure des échéances des prêts ordinaires	96
22.	Concentration des crédits aux entreprises du secteur privé : décembre 1995	96
23.	Arriérés d'impôts et de paiements d'intérêts des entreprises publiques	115
24.	Comptes financiers agrégés des entreprises publiques bulgares	117
25.	Taux de change nominal rapporté à la parité de pouvoir d'achat pour certains pays en transition	119
26.	Rentabilité de l'industrie et des principales branches exportatrices	121
27.	Le secteur privé en pourcentage de la valeur ajoutée	124
28.	Profits (pertes) globaux notifiés dans le secteur privé	126
29.	Progrès de la restitution des terres	131
30.	État de la restitution des terres par région	133

31. Type, nombre et produit des opérations de privatisation	134
32. Privatisations par type d'acquéreur	138
33. Investissement direct étranger par habitant dans les PECO	144
34. Investissement direct étranger en Bulgarie	145

### *Annexe*

A1. Budget consolidé du secteur public	166
A2. Balance des paiements	167
A3. Monnaie	169
A4. Taux d'intérêt	170

## **Graphiques**

### *Texte*

1. Salaires nominaux en dollars dans certains pays en transition	28
2. L'instabilité macroéconomique	33
3. Dépôts en devises dans les banques bulgares	36
4. Entrées des dépôts bancaires nettes et refinancement par la Banque nationale	37
5. Salaires dans le secteur public	40
6. Chômage	42
7. Chômage de longue durée en pourcentage du chômage total	43
8. Taux de dépendance	44
9. Croissance de la masse monétaire et inflation	47
10. Masse monétaire	48
11. Part des dépôts en devises dans les dépôts bancaires	52
12. Inflation et taux d'intérêt	54
13. Prix de l'électricité pour les ménages	57
14. Refinancement des banques commerciales auprès de la BNB	87
15. Encours des crédits de la BNB et de la Caisse d'épargne nationale aux banques commerciales	88
16. Part des principaux débiteurs dans le total des crédits des banques commerciales au secteur non financier	97
17. Écarts de taux des banques commerciales	104
18. Investissements directs étrangers	146



STATISTIQUES DE BASE DE LA BULGARIE  
1995 sauf contre-indication

<b>LE PAYS</b>	Superficie (en km <sup>2</sup> )	110 994
	Superficie agricole (en pourcentage)	55.5
<b>LA POPULATION</b>	Population (en milliers, fin d'année)	8 385
	Nombre d'habitants par km <sup>2</sup> (fin d'année)	76
	Accroissement annuel de la population (en pourcentage, 1991-1995)	-0.7
	Grandes villes (en milliers, fin 1994)	
	Sofia	1 116
	Plovdiv	346
	Varna	304
	Bourgas	200
	Emploi déclaré (total, en milliers)	3 311
	Chômage mesuré par l'enquête sur le marché du travail (pourcentage de la population active)	14.7
	<b>LE PARLEMENT</b>	Assemblée nationale (chambre unique)
Partis politiques (sièges au 1 <sup>er</sup> janvier 1995) :		
Parti socialiste bulgare		125
Union des Forces démocratiques		69
Union populaire		18
Mouvement pour les Droits et les Libertés		15
Business Bloc bulgare		12
Indépendant		1
<b>LA PRODUCTION</b>	PIB (en milliards de dollars EU)	13.0
	PIB par habitant (en dollars EU)	1 546.9
	Structure deu PIB (en pourcentage) :	
	Agriculture	12.7
	Industrie et construction	31.3
	Services	46.0
	Autres	9.9
Formation brute de capital fixe (en pourcentage du PIB)	15	
<b>FINANCES PUBLIQUES</b>	(en pourcentage du PIB)	
	Recettes, budget consolidé	36.1
	Dépenses, budget consolidé	41.8
	Dettes intérieure	39.7
<b>COMMERCE ET FINANCES EXTÉRIEURES</b>	(en milliards de dollars EU)	
	Exportations de biens et services	6.8
	Importations de biens et services	6.5
	Réserves en devises	1.2
	Dettes extérieure officielle	9.4
<b>LA MONNAIE</b>	Unité monétaire : lev	
	Unité monétaire par dollar EU (fin de période) :	
	Décembre 1995	70.7
Décembre 1996	483.0	

*Le projet de rapport sur lequel cette étude est fondée a été établi, sous la supervision de Silvana Malle, par John Litwack et Stephan Barisitz. Rumen Dobrinsky a aussi participé en tant que consultant. L'assistance technique a été assurée par Laura Garcia et l'assistance de secrétariat par Hazel Rhodes et Valérie Luccioni. L'étude a eu lieu dans le cadre du programme du CCET consacré à la Bulgarie, et a été présentée à une réunion spéciale du Comité d'Examen des Situations Économiques et des Problèmes de Développement le 6 janvier 1997.*

•

*Une évaluation de la situation économique était effectuée en 1992 : cette Étude économique de l'OCDE est la première entièrement consacrée à la Bulgarie.*

•

*Elle est publiée sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE.*

# Évaluation et recommandations

## Évaluation

### *La Bulgarie traverse actuellement une crise économique majeure*

En 1992, lors de la première Évaluation par l'OCDE de la situation économique en Bulgarie, le gouvernement venait de lancer un programme de réforme hardi et ambitieux, qui devait constituer une thérapie de choc et qui prévoyait notamment l'abolition de la planification centrale, la libéralisation de la grande majorité des prix et la suppression de la plupart des obstacles au commerce extérieur. Dans la très difficile situation du pays à ce moment-là, l'Évaluation de 1992 concluait « beaucoup a été fait, dans des conditions extrêmement difficiles, mais les obstacles les plus sérieux sont sans doute encore à franchir »<sup>1</sup>. Quatre années et plusieurs gouvernements plus tard, alors les pays d'Europe centrale et orientale s'habituent dans une certaine mesure à la stabilité macroéconomique et à la croissance, la Bulgarie traverse une crise économique majeure, y compris le quasi-effondrement du système bancaire, une baisse importante du PIB, la dévaluation rapide du lev, une inflation mensuelle à deux chiffres, une crise budgétaire en aggravation et une perte générale de confiance et de crédibilité dans la politique économique. Un objectif central de la présente étude est l'identification des problèmes de l'économie bulgare qui ont empêché la réalisation à la fois de la stabilité macroéconomique et d'une expansion économique robuste à un moment où un grand nombre d'autres pays d'Europe centrale et orientale en transition semblent avoir été plus heureux.

***Les conditions initiales défavorables et les retards dans la réforme structurelle sont les causes sous-jacentes de la crise***

Toutes les économies en transition ont hérité à des degrés divers d'une situation défavorable liée au faible niveau de compétitivité, à l'absence d'institutions financières et budgétaires développées, au manque de confiance dans la politique économique et à l'accumulation de créances douteuses. En Bulgarie, les conditions de départ étaient encore plus mauvaises que la moyenne dans tous ces domaines. Le fait que la Bulgarie se trouve aujourd'hui à la traîne par rapport à la plupart des pays d'Europe centrale et orientale pour ce qui est de la stabilisation et de la réforme structurelle tient dans une certaine mesure à cet héritage. Dans le même temps, les retards pris dans les réformes structurelles ont beaucoup aggravé une situation économique déjà fragile. La crise financière de 1996 a eu des conséquences négatives malheureuses sur l'économie bulgare à de nombreux points de vue. Il faut espérer que cette crise permettra enfin de mettre en œuvre des mesures décisives, douloureuses mais nécessaires, pour faire face à la situation des banques et entreprises peu rentables, accélérer la privatisation et améliorer l'environnement général pour les entreprises nationales et étrangères.

***La reprise d'une croissance modérée en 1994 et 1995 a tenu en partie à un ajustement aux conditions du marché...***

Les années 1994 et 1995 ont été marquées par une croissance économique modérée et un renforcement de la balance des opérations courantes, tenant à la fois à une augmentation des exportations industrielles et à l'expansion rapide du secteur privé. Cette croissance a été interrompue par une chute du PIB en 1996 d'environ 10 pour cent. Une question importante que l'on peut se poser concerne la mesure dans laquelle la croissance de 1994-1995 reposait sur des bases saines, reflétant des facteurs qui soutiendront la croissance dans les années à venir, malgré l'interruption due à la crise financière actuelle. Bien que quelques éléments d'information tendent à démontrer qu'une véritable restructuration est intervenue dans certains secteurs industriels d'exportation, on est néanmoins amené à conclure que la

***... mais la durabilité de la structure d'exportation actuelle est fort peu probable***

durabilité à moyen terme de la structure d'exportation actuelle, qui favorise des secteurs à forte intensité énergétique comme la sidérurgie et les produits chimiques, est fort peu vraisemblable. Du côté positif, les principaux exportateurs industriels ont en 1994 et 1995 enregistré une rentabilité supérieure à la moyenne dans leurs secteurs. En outre, la rentabilité brute (avant impôt) des principaux exportateurs de plusieurs branches a été positive. L'expansion du secteur privé dans des domaines comme le commerce, les services, les transports et la construction a aussi contribué de façon indéniable à la reprise de l'économie bulgare et devrait continuer à le faire. Par ailleurs, tant les exportateurs industriels que les entreprises privées ont bénéficié d'une monnaie sous-évaluée, de subventions énergétiques, d'arriérés de paiements et de crédits bancaires généreux. Les problèmes de stabilisation ont entraîné une dépréciation du lev d'une ampleur incompatible avec une reprise économique robuste. Une évaluation globale de la situation du secteur privé est aussi compliquée par la présence des diverses possibilités d'arbitrage en ce qui concerne l'accès aux ressources de l'État.

***Les progrès vers le ralentissement de la croissance de l'offre monétaire et de la réduction du déficit budgétaire ne se sont pas traduits par une stabilisation***

La Bulgarie a beaucoup progressé dans la mise au point des instruments fondamentaux de la politique monétaire et budgétaire. Jusqu'à la crise de 1996, la Banque nationale et le gouvernement ont réussi dans des conditions particulièrement difficiles à ralentir la croissance de l'offre monétaire et à réduire le déficit budgétaire, bien que cette action ait été entreprise aux dépens d'une très grande austérité dans le domaine social. Cet effort n'a pas abouti toutefois à une stabilisation économique. Si quelques erreurs dans la conduite de la politique monétaire semblent avoir contribué à l'instabilité, la portée et l'efficacité des politiques de stabilisation ont aussi été très limitées par les problèmes structurels. Ces problèmes

se sont traduits par une dégradation rapide de la situation dans le secteur bancaire et une progression alarmante de la dette publique. Les efforts de stabilisation ont aussi été freinés par des problèmes dans la mise en œuvre des réglementations économiques clés, en particulier dans le domaine de la fiscalité, des opérations de change et des réglementations prudentielles des banques.

*Des accès récurrents de forte inflation et la dépréciation monétaire ont été associés à une demande monétaire très instable...*

La Bulgarie continue de connaître une très grande instabilité, avec des accès récurrents de forte inflation et de dépréciation monétaire. Dernièrement, alors que l'inflation mensuelle était tombée à moins de 3 pour cent au cours de quasiment chacun des mois situés entre avril 1995 et avril 1996, le taux d'inflation s'est rapidement accéléré pour dépasser 20 pour cent en juin 1996, ce qui s'est traduit au deuxième semestre par un taux moyen par mois à deux chiffres. Les anticipations négatives, associées à la dégradation croissante de la situation économique et à la décapitalisation du secteur bancaire, aux problèmes de mise en œuvre des réglementations sur le marché des changes et aux obligations importantes au titre du service de la dette extérieure, ont contribué à très grande instabilité de la demande monétaire. Comme ce fut le cas pour la crise similaire de 1994, les premiers signes d'instabilité, qui sont apparus en 1995 et ont conduit à la crise financière de l'année suivante, étaient liés essentiellement à la demande, la part dans les portefeuilles des actifs libellés en leva diminuant rapidement. Dans les deux cas, cette diminution a fait suite à des décisions de la Banque nationale de baisser son taux d'intérêt de base de façon à l'aligner sur la baisse de l'inflation escomptée. Dans les deux cas également, une fois que les anticipations ont été déstabilisées, l'augmentation subséquente du taux d'intérêt de base n'a pas réussi à rétablir la stabilité de la demande monétaire. Une forte dépréciation de la monnaie, suivie d'une infla-

tion élevée, est intervenue après que les autorités monétaires eurent dans une large mesure épuisé leurs réserves en devises pour défendre la valeur du lev.

***... et les problèmes structurels ont considérablement limité la marge de manœuvre de la politique monétaire***

La marge de manœuvre en matière de politique macroéconomique a aussi été limitée par les problèmes structurels. Il a été difficile de mettre en œuvre les mesures de contrôle de l'offre monétaire et les réglementations prudentielles des banques face à la perspective d'une insolvabilité massive du secteur bancaire. En outre, jusqu'à récemment, la Banque nationale n'avait guère de moyens d'obliger les banques à respecter les réglementations. La politique en matière de taux d'intérêt a aussi été compliquée : des taux d'intérêt élevés font peser une lourde charge sur le service de la dette publique et entraînent des difficultés financières dans les entreprises et les banques, alors que des taux d'intérêt plus faibles peuvent avoir un effet d'implosion sur la demande monétaire. La position de change défavorable, due à une faible balance des opérations courantes, à un service important au titre de la dette extérieure et à une pénurie de financements extérieurs, a continué de compromettre la crédibilité de l'intervention des autorités sur le marché des changes pour défendre la valeur du lev.

***La situation budgétaire devient de plus en plus critique en raison de l'augmentation rapide des paiements d'intérêts et de la baisse des recettes fiscales***

Malgré une réduction du déficit budgétaire consolidé, qui est tombé de 11 pour cent du PIB en 1993 à moins de 6 pour cent en 1994 et 1995, la situation budgétaire en Bulgarie devient de plus en plus critique. La part des recettes fiscales dans le PIB, qui était généralement faible par rapport à la plupart des autres pays en transition (25.5 pour cent du PIB en 1996), continue de diminuer, alors que la charge énorme au titre du service de la dette intérieure ne cesse de s'accroître. En 1996, les paiements d'intérêts au titre de la dette publique ont atteint 20 pour cent du PIB. A eux seuls, les intérêts sur la dette

intérieure ont représenté 17 pour cent du PIB. Au milieu de 1996, plus de la moitié de la dette intérieure totale découlait de diverses émissions spéciales d'obligations destinées à absorber les actifs non performants et le passif des banques commerciales en difficulté. Malgré une érosion d'une partie du principal de cette dette durant l'inflation rapide de 1996, la crise a globalement un effet très négatif sur le budget. Cela est dû en partie au fait malheureux qu'une grande partie de la dette intérieure est libellée en devises et que la charge de cette dette a augmenté avec la dépréciation du lev. Ensuite, parmi les mesures d'urgence prises pour stabiliser l'économie en 1996 figurait une augmentation sensible du taux d'intérêt de base de la Banque nationale qui, pendant un certain temps, a même dépassé le taux d'inflation, pourtant en accélération. Le service de la dette publique est indexé sur ce taux. Enfin, la garantie par l'État des dépôts auprès des banques en difficulté a conduit à une nouvelle vague d'émissions d'obligations publiques, qui s'ajoutent à de nouveaux titres d'État émis pour faire face au déficit de plus en plus important des finances publiques. Cette augmentation de l'endettement intervient au moment même où d'importantes baisses de la rentabilité et de la production ont encore accentué le recul des recettes fiscales. Le déséquilibre fiscal grandissant a conduit les pouvoirs publics à décider à la fin de 1996 d'approuver une nouvelle «liste de privatisation d'urgence» de 18 des entreprises d'État les plus rentables.

*L'austérité grandissante de la politique sociale est en contradiction avec la nécessité croissante d'une aide sociale*

La crise budgétaire s'aggrave à un moment où la nécessité d'une aide sociale semble s'accroître. Ayant généré d'importants excédents du budget primaire ces dernières années, le gouvernement a ramené les dépenses sociales au titre des salaires, rémunérations, pensions et subventions directes au-dessous de 14 pour cent du PIB en 1996. Outre une dégradation de l'infrastructure sociale, les



difficultés du marché du travail ont encouragé de forts taux de sortie et des départs en retraite anticipée, d'où l'escalade du taux de dépendance (rapport des retraités aux cotisants à la caisse des pensions), qui est passé des 55 pour cent estimés en 1990 à 89 pour cent en 1995. Cette augmentation du taux de dépendance, associée à la fraude au titre des charges sociales, a mis la caisse des pensions dans une situation de plus en plus difficile, son déficit représentant environ 3 pour cent du PIB en 1996. Un degré assez important d'austérité sociale a été maintenu jusqu'ici en Bulgarie, mais on ne peut dire avec certitude si les tendances actuelles dans ce domaine sont politiquement ou économiquement durables.

***Les problèmes  
du secteur bancaire  
revêtent un rôle  
central dans  
la crise actuelle***

Les problèmes du secteur bancaire jouent un rôle central dans la crise actuelle de l'économie bulgare et une attention spéciale leur est accordée dans la présente étude. Malgré les efforts sérieux entrepris par les pouvoirs publics, dans des circonstances difficiles, pour adapter le cadre juridique et réglementaire du secteur bancaire en fonction dans une large mesure des pratiques et recommandations des pays occidentaux, la montée rapide et irrépensible des créances douteuses et refinancements a lourdement hypothéqué l'économie bulgare ces dernières années et est à l'origine de la crise financière actuelle. La situation du secteur bancaire a continué de se dégrader à un rythme alarmant durant la reprise économique éphémère de 1994-1995. En décembre 1995, à l'exception d'une grande banque, le total des fonds propres du secteur bancaire était devenu négatif, plus de 70 pour cent de l'ensemble des crédits commerciaux étaient jugés «à problèmes» et les pertes s'accumulaient rapidement. Malgré ces tendances, de nouveaux prêts irrécouvrables ont continué d'être consentis au secteur non financier. A la fin de 1995, les prêts au secteur non financier représentaient 41 pour cent du PIB. En outre, la presque totalité de ces

prêts ont été contractés après 1990, les obligations au titre de prêts contractés avant 1991 ayant été prises en charge par le gouvernement entre 1991 et 1993 au moyen d'émissions spéciales d'obligations. La Bulgarie est le seul des pays en transition à avoir maintenu un rapport aussi élevé de nouveaux crédits au PIB dans la période postérieure à la transition. Le montant des obligations émises pour rembourser les créances non performantes de la période préalable à la transition était suffisamment important pour avoir un effet négatif sur le budget de l'État, mais pas pour assurer une véritable recapitalisation du secteur bancaire à l'époque.

***Les banques  
commerciales ont  
agi en fonction  
d'incitations  
faussées***

Il semble que le système bancaire commercial ait été utilisé, dans une certaine mesure, comme un moyen implicite de subventionner un grand nombre d'entreprises d'État peu rentables. Cependant, les problèmes de comportement des banques commerciales vont bien au-delà de ces subventions implicites. Ces dernières années, plus de la moitié de l'ensemble des nouveaux prêts est allée au secteur privé qui, dans l'ensemble, n'avait pas un meilleur bilan que le secteur public pour ce qui est du service de la dette. En outre, les prêts au secteur privé ont été extraordinairement concentrés dans un petit nombre de prêts très importants. Cela montre clairement que les banques ont agi en fonction d'incitations faussées et ont elles-mêmes joué un rôle très actif dans l'expansion des créances douteuses ces dernières années. Parmi les raisons des distorsions en matière d'incitations, on peut citer la faible capitalisation, la part excessive des créances non performantes dans l'ensemble des créances, les problèmes d'applicabilité et de crédibilité des politiques et la capacité insuffisante de la Banque nationale de mettre en œuvre les réglementations. Les problèmes dans le secteur bancaire ont culminé en une grave panique bancaire en 1996, année durant laquelle à peu près le tiers de

l'ensemble des banques bulgares ont été mises sous tutelle, c'est-à-dire pratiquement interdites de toutes opérations bancaires en attendant une éventuelle faillite définitive.

***Le processus de privatisation piétine depuis plusieurs années, mais aurait repris dans la deuxième moitié de 1996***

La Bulgarie a progressé plus lentement vers la privatisation que la plupart des autres pays d'Europe centrale et orientale. Des progrès importants ont été réalisés dans les premières années de la transition pour ce qui est de la restitution des biens en zones urbaines ainsi que de l'élaboration d'une législation ambitieuse visant à faciliter les privatisations de moyenne et grande échelle. Par la suite, le processus de privatisation a piétiné, en raison à la fois de controverses politiques et du manque d'enthousiasme des intéressés. La deuxième moitié de 1996, toutefois, semble avoir marqué un tournant, les offres publiques d'achat et le lancement d'opérations de privatisation de masse par coupons s'accéléralent sensiblement, même si les recettes effectives de l'État ont jusqu'ici été peu importantes.

***La Bulgarie est à la traîne par rapport aux autres pays en transition pour ce qui est d'attirer des investissements étrangers***

La Bulgarie reste aussi loin derrière la plupart des pays d'Europe centrale et orientale pour ce qui est de sa capacité d'attirer des investissements étrangers, malgré une législation assez libérale dans ce domaine et le fort intérêt potentiel déclaré des investisseurs étrangers pour la main-d'œuvre bulgare relativement bon marché et compétente. Les investisseurs étrangers continuent de considérer les conditions en Bulgarie parmi les plus inhospitalières de l'ensemble des pays en transition. Outre les problèmes dus à une inflation et une fiscalité élevées et variables, les investisseurs étrangers se plaignent en particulier de l'instabilité des lois, réglementations et conditions contractuelles ainsi que de la lourdeur et de la longueur des nombreuses formalités bureaucratiques. Si dans le cadre de leurs activités les entreprises bulgares sont

souvent amenées à passer outre les lois et réglementations et peut-être à établir des relations étroites avec divers fonctionnaires gouvernementaux, les entreprises occidentales sont généralement moins enclines à opter pour de telles pratiques.

## **Recommandations**

### ***Une approche globale des réformes structurelles et macroéconomiques est nécessaire***

La crise actuelle en Bulgarie, qui inclut notamment une perte générale de crédibilité et de confiance dans la politique économique et les institutions financières nationales, n'a pas d'issue facile. De par sa nature, elle nécessite un programme complet de réformes macroéconomiques et structurelles. L'instabilité macroéconomique ayant en Bulgarie des racines structurelles, tout programme de stabilisation macroéconomique qui ne comporte pas simultanément des mesures visant à remédier à la situation des entreprises peu rentables et des banques commerciales insolvables ou sous-capitalisées est voué à l'échec. Une autre condition essentielle du succès de la stabilisation est le rétablissement de la crédibilité de la politique économique. Le gouvernement devrait donc concevoir une stratégie à moyen terme qui permettrait de rétablir et de consolider la confiance et la crédibilité. Pour réussir, une telle stratégie devrait s'appuyer sur la formulation et l'application par les pouvoirs publics d'une série d'engagements en faveur de l'amélioration de l'environnement économique.

***Dans le proche avenir, la stabilisation pourrait exiger une aide extérieure et un point d'ancrage explicite pour le taux de change***

Les réorientations à imprimer précisément à la politique macroéconomique pour faire face à la crise actuelle sont de toute évidence très difficiles à déterminer. Compte tenu des circonstances, la stabilisation des anticipations qui sous-tendent la demande du lev ne peut être obtenue que par une politique utilisant expressément comme point d'ancrage le taux de change. Les autorités monétaires bulgares ont implicitement essayé d'utiliser le taux de change pour stabiliser les anticipations ces dernières années, mais l'annonce préalable et expresse des objectifs peut contribuer à réduire les incertitudes et à encourager la mise en œuvre. Dans le même temps, compte tenu du contexte actuel, les autorités bulgares craignent que l'annonce d'un objectif de change n'ait à elle seule que peu d'effet sur les anticipations et qu'elle ait même un effet contraire en réduisant encore la crédibilité de la politique macroéconomique. C'est pourquoi, un programme s'appuyant à la fois sur des politiques internes et une aide extérieure pourrait bien se révéler nécessaire pour assurer véritablement la stabilisation de l'économie dans le proche avenir.

***Les larges négociations tenues avec le FMI ont été axées sur la création d'une caisse d'émission...***

Les larges négociations tenues avec le FMI depuis novembre 1996 ont été axées sur la possibilité de créer une caisse d'émission, dans le cadre de laquelle l'engagement en faveur d'un taux de change fixe ou une réglementation monétaire stricte serait étayé des réserves en devises soutenant 100 pour cent de la valeur de la monnaie nationale. Cette idée, initialement assez controversée dans les milieux politiques bulgares, a semblé avoir obtenu l'appui général des principaux acteurs politiques à la fin de l'année. Si un tel mécanisme est peut-être celui qui paraît avoir le plus de chances d'assurer la stabilisation et de rétablir la confiance dans la politique économique, sa mise en œuvre exige, pour être couronnée de succès, l'adoption simultanée de mesures résolues visant à faire face aux problèmes du secteur bancaire, à la

restructuration des entreprises et aux déséquilibres budgétaires. Un train de réformes aussi ambitieux suppose à la fois un ferme engagement politique des autorités bulgares et un appui financier extérieur allant au-delà des réserves nécessaires pour soutenir la monnaie.

***... mais des mesures d'accompagnement sont nécessaires pour recapitaliser et surveiller les banques commerciales...***

Comme la mise en place d'une caisse d'émission aurait pour effet de supprimer presque totalement l'accès des banques commerciales aux facilités de refinancement, le rétablissement de la confiance dans le secteur bancaire promet d'être une tâche difficile. Les banques autorisées à poursuivre leurs activités dans ce contexte devraient être largement capitalisées, suffisamment liquides et étroitement surveillées. Ceci exige très vraisemblablement une conjonction de mesures visant à limiter le nombre de banques en activité, à recapitaliser ces établissements et à renforcer le contrôle de leurs activités. Aussi longtemps que les banques ne seront pas bien capitalisées et correctement surveillées, elles continueront d'agir en fonction d'incitations faussées et risquent de mener des politiques de prêts exagérément risqués ou à courte vue. Cela pourrait poser de graves problèmes pour la future reconstitution du secteur bancaire, et, plus généralement, compromettre le succès d'une caisse d'émission. En revanche, si l'existence d'un tel mécanisme parvient à faire baisser les taux d'intérêt, cela aura un effet bénéfique sur la plupart des établissements bancaires en leur permettant d'attirer des dépôts plus faiblement rémunérés et de collecter une large fraction des créances non encore recouvrées. Néanmoins, dans le contexte actuel, la confiance dans le secteur bancaire ne peut être rétablie du jour au lendemain.

***... assurer la discipline financière du secteur des entreprises...***

La réforme du secteur des entreprises est également essentielle au succès d'une caisse d'émission. La faible compétitivité de larges pans de l'économie bulgare, conjuguée aux très importantes restrictions qui pèseront à l'avenir sur l'accès aux subventions et au crédit, laisse

présager des lendemains difficiles pour nombre d'entreprises bulgares. La rareté des crédits commerciaux au lendemain de la crise bancaire aura non seulement pour effet de suspendre les subventions implicites dont bénéficiaient jusque-là certaines entreprises mais posera aussi des problèmes généraux de liquidité dans le secteur non financier. Il importe cependant dans ce contexte que le gouvernement continue d'isoler et de fermer bon nombre des entreprises déficitaires qui posent le plus de problèmes. Ainsi qu'il ressort de l'expérience générale de la transition économique, aussi longtemps que la menace de mise en faillite ne sera pas crédible, les arriérés interentreprises se gonfleront pour combler les manques dus à la suppression des subventions monétaires, menaçant par là même d'entraîner la quasi-totalité des entreprises dans un enchevêtrement de dettes. L'endettement croissant interentreprises est déjà un problème de premier plan en Bulgarie, et seule une menace véritable de faillite de l'économie amènera les entreprises à s'inquiéter suffisamment de la solvabilité des entités dont elles acceptent des titres de créance. L'aide des institutions financières internationales a été discutée lors des négociations de 1996 dans le but de soutenir les allocations de chômage et d'assurer un recyclage aux anciens salariés des entreprises qui ont été fermées.

*... et corriger  
les graves  
déséquilibres  
budgétaires*

Simultanément, un autre train de mesures s'impose pour remédier à la crise budgétaire. La crise financière a entraîné la Bulgarie dans un véritable piège de la dette, incompatible avec le bon fonctionnement d'une caisse d'émission. Avec celle-ci, le gouvernement n'aurait plus accès à ses sources actuelles de financement du déficit. Des prêts directs de la Banque nationale, comme ceux accordés en 1996, ne seraient plus possibles. De plus, les banques commerciales et les autres institutions bulgares seraient au départ dans l'incapacité d'absorber

d'importantes émissions de titres publics. Il faudrait donc que pendant les premiers temps d'existence de la caisse d'émission, le déficit budgétaire soit vraisemblablement financé en presque totalité par des sources extérieures ou par le produit des privatisations. Peut-être faudra-t-il aussi prendre des mesures spécifiques pour le rachat ou la restructuration d'une partie de la dette publique. Dans la mesure où la création d'une caisse d'émission peut rétablir la confiance en la monnaie nationale dans l'avenir proche, ces problèmes budgétaires pourraient se trouver quelque peu atténués. La baisse des taux d'intérêt allégera le poids du service de la dette et les chances de pouvoir placer des titres d'État auprès d'investisseurs privés intérieurs et étrangers augmenteront.

***Un programme aussi vaste exige un engagement résolu aussi bien de la population bulgare que de la communauté internationale***

Ainsi qu'il ressort des paragraphes qui précèdent, un vaste programme de réforme, prévoyant notamment la création d'une caisse d'émission et des mesures essentielles d'accompagnement au niveau de la politique budgétaire et structurelle, exige un engagement résolu du gouvernement bulgare et de la communauté internationale. Étant donné cependant la gravité de la crise économique que traverse aujourd'hui la Bulgarie, un tel programme s'impose si l'on veut éviter que les années à venir ne soient encore marquées par l'instabilité économique et le déclin. Pour la communauté internationale, il ne s'agira pas seulement d'apporter les ressources financières nécessaires pour soutenir la caisse d'émission et les autres réformes prévues, mais de fournir aussi une assistance technique et de suivre la mise en œuvre du programme. Il va de soi qu'un soutien de l'ampleur requise ne peut se concrétiser que si la volonté politique des autorités bulgares d'entreprendre et de mener à bien les réformes nécessaires s'exprime clairement et de manière crédible. Il faudra notamment résister aux fortes pressions politiques et sociales si l'on veut préserver la discipline et



le contrôle du secteur financier. Ceci est tout particulièrement vrai pour les pressions qui pourraient être exercées en vue d'assouplir les contrôles auxquels sont soumises les banques commerciales face aux sérieux problèmes de liquidité du secteur non financier. Le strict encadrement des banques commerciales est indispensable à la reconstitution du secteur bancaire sur la base de principes sains, et sera incompatible avec une expansion « normale » du crédit commercial dans l'avenir proche. A mesure que le cadre institutionnel nécessaire pour assurer une véritable rentabilité des portefeuilles de prêts des banques commerciales commence de se mettre en place, le crédit commercial se développera progressivement. Ce développement institutionnel peut être facilité par un effort soutenu des pouvoirs publics dans le sens de la mise en œuvre des dispositions législatives prévues pour protéger les droits des prêteurs en cas de défaillance, notamment en leur offrant des options faciles à appliquer comme la saisie des biens hypothéqués, la mise en branle d'une procédure de faillite, ou la prise de contrôle pure et simple des entreprises concernées afin de remplacer la direction.

***Il faut encourager un élargissement des activités des banques étrangères en Bulgarie***

Dans la situation actuelle, le gouvernement bulgare devrait encourager l'expansion des activités des banques étrangères en Bulgarie. Ceci pourrait avoir plusieurs effets positifs sur la situation de l'économie bulgare dans le cadre d'un vaste programme de stabilisation et de réforme. Premièrement, les banques étrangères peuvent contribuer à la reprise et au développement des activités bancaires commerciales en Bulgarie, non seulement en apportant un capital humain important, mais aussi en injectant au moins quelques liquidités sur le marché des prêts interbancaires afin d'assouplir les tensions créées par les opérations de refinancement extrêmement limitées de la Banque centrale. Deuxièmement, ces banques seraient bien placées pour accorder au moins certains

crédits commerciaux aux entreprises, atténuant quelque peu les sérieux problèmes de liquidité du secteur non financier. Troisièmement, les banques étrangères disposent aussi des liquidités nécessaires pour absorber une partie des titres publics destinés à financer le déficit. En conséquence, un renforcement de la présence des banques étrangères dans l'économie bulgare dans l'avenir proche peut contribuer à atténuer les problèmes qui se posent dans ces trois domaines de la politique budgétaire et structurelle, faute de quoi les efforts de stabilisation par la mise en place d'une caisse d'émission risqueraient de se trouver compromis.

***La réforme fiscale devrait être axée sur une plus grande stabilité et l'application de taux un peu plus faibles et uniformément applicables***

Compte tenu de la nécessité de renforcer les incitations dans l'économie, les possibilités d'accroître les recettes fiscales à court terme semblent très limitées. La lourdeur et l'instabilité de la fiscalité constituent toujours un obstacle majeur à l'établissement d'entreprises étrangères et nationales. A moyen terme, les problèmes budgétaires de la Bulgarie continueront de rendre inévitables de lourdes ponctions fiscales sur les entreprises, mais les incitations et les recettes de l'État pourraient dans le même temps être améliorées par des réformes prévoyant entre autres *a)* la réduction dans une certaine mesure de la charge fiscale explicite, *b)* une plus grande stabilité des règles et lois déterminant les impôts et *c)* un plus gros effort de mise en œuvre. Pour renforcer les incitations en faveur à la fois du respect de la législation fiscale et de l'investissement, il est particulièrement important de lutter contre l'anticipation selon laquelle l'évolution de la situation ira de pair à l'avenir avec de nombreux changements des législations fiscales et des réglementations. En outre, compte tenu de l'incapacité des autorités de contrôler les flux de ressources entre les entreprises d'État et les entreprises privées, les mesures prises récemment pour égaliser le traitement fiscal de ces deux catégories

d'entreprises vont dans le bon sens. Dans le même ordre d'idées, les amendements apportés récemment à la Loi relative à l'impôt sur les bénéfices et établissant des exonérations fiscales spéciales pour les entreprises privatisées pourraient compliquer dans une large mesure le recouvrement des impôts pour les autorités bulgares.

***Il faut s'attendre à ce que de fortes pressions s'exercent à l'avenir en faveur d'une appréciation réelle du lev***

Même avant la crise financière actuelle, d'après des mesures comme la parité de pouvoir d'achat, le lev était fortement sous-évalué par rapport aux monnaies des autres pays d'Europe centrale et orientale. En 1996, le taux de change est passé de 74 à quelque 500 leva pour un dollar entre janvier et décembre. Dans ces conditions, les autorités doivent s'attendre à ce que le processus de reprise économique s'accompagne d'une appréciation réelle importante et régulière de la monnaie. En présence d'une caisse d'émission et, par voie de conséquence, d'un taux de change rigide en termes nominaux, cette appréciation réelle revêtira la forme de hausses des prix et des salaires intérieurs, qui pourraient entraîner des difficultés croissantes pour un grand nombre d'exportateurs. Mais si les autorités tenaient de contrer cette évolution, cela pourrait compromettre les efforts actuels de stabilisation, rendre trop coûteuses les importations de biens d'équipement importants et, à moyen terme, fausser les décisions d'investissement fondées sur une évaluation erronée de l'avantage comparatif.

***Les subventions de l'État aux entreprises ne devraient plus être acheminées par l'intermédiaire des banques commerciales***

Un élément clé dans la mise en place d'incitations rationnelles dans le secteur bancaire est la nécessité de ne plus acheminer par l'intermédiaire des banques commerciales les subventions de l'État aux entreprises, pour autant que ces subventions soient maintenues. Si les portefeuilles des banques commerciales restent grevés de créances non performantes correspondant en fait à des subventions implicites, ces banques continueront de relier leur

solvabilité à celle des entreprises non rentables qu'elles sont tenues d'aider, ce qui suppose une distorsion fondamentale des incitations. L'idée selon laquelle les subventions acheminées par l'intermédiaire des banques commerciales sont moins coûteuses que les subventions directes est illusoire. C'est l'inverse qui est vrai, car la première hypothèse implique une distorsion des incitations des banques en plus du coût de la subvention. La suppression des subventions implicites liées au crédit commercial est une autre condition essentielle à la mise en place d'une caisse d'émission.

***Il importe  
d'améliorer  
les conditions  
de l'investissement  
étranger...***

La crise de 1996 a fait de la nécessité d'attirer l'investissement étranger un objectif encore plus capital de la reprise et du développement de l'économie bulgare. L'effondrement quasi total du marché des capitaux internes a encore accru la valeur relative du capital étranger. En outre, les institutions financières et les investisseurs étrangers peuvent encourager le développement du gouvernement d'entreprise, qui est indispensable au succès de la restructuration et au développement futur des marchés des capitaux en Bulgarie. La Bulgarie possède déjà des lois très libérales en matière d'investissement étranger. Cependant, beaucoup reste à faire pour améliorer les conditions effectives rencontrées par les investisseurs étrangers. Le gouvernement bulgare devrait s'efforcer à la fois de rationaliser les procédures auxquelles les investisseurs étrangers sont actuellement confrontés et, surtout, de se forger une solide réputation de respect de l'esprit et de la lettre des accords contractuels antérieurs implicites ou explicites. Des changements unilatéraux des conditions contractuelles et du contexte réglementaire existants, sembleraient en effet avoir été souvent décidés au gré de l'évolution de la situation. Mais cette pratique peut avoir un effet très dommageable sur les incitations en faveur de l'investissement, comme cela semble avoir été le cas ces dernières années en Bulgarie.

***... et de poursuivre le processus de privatisation à un rythme accéléré***

Les possibilités d'accroissement de l'investissement étranger dépendent de l'accélération continue du processus de privatisation. Les ventes à des investisseurs étrangers peuvent non seulement apporter à court terme les ressources financières dont les pouvoirs publics ont fortement besoin, mais elles peuvent jouer un rôle vital dans la restructuration ultérieure et le développement de l'économie bulgare. En outre, la privatisation en faveur de nationaux peut aussi contribuer à la dépolitisation des politiques d'aide et améliorer directement les incitations économiques.

***Les marchés agricoles devraient être libéralisés et le processus de restitution des terres devrait être achevé***

L'agriculture a beaucoup souffert de la sévérité des réglementations en matière de prix et d'exportations. Ces mesures, de même que le processus difficile et coûteux de restitution des titres de propriété foncière, ont pesé sur les incitations, fait baisser la production et ralenti le développement du marché immobilier. Compte tenu en particulier de la fragmentation et de la dispersion de la propriété qui résulte du processus de restitution, le développement des marchés pour la vente et la location de terrains revêt une importance critique pour le redressement de l'agriculture. A côté d'un relâchement des réglementations régissant les prix et les échanges et d'un accès plus facile aux titres immobiliers, il faudrait achever aussitôt que possible le processus de restitution des terres afin que des droits de propriété bien définis puissent être établis et protégés dans l'agriculture.

En résumé, les politiques mises en œuvre par la Bulgarie pendant les années 90 ont manqué de cohérence et de continuité, et la crise actuelle exige un sérieux effort de stabilisation et de réforme. La caisse d'émission qu'il est proposé de créer n'est en aucune manière un expédient mais constitue un dispositif qu'il faudra s'employer à préserver même en présence de coûts d'ajustement élevés.

Dans le contexte actuel néanmoins, ce dispositif offre non seulement des chances de stabilisation mais constitue également un cadre pour la mise en œuvre du vaste programme de réforme budgétaire et structurelle qui s'impose pour assurer l'avenir économique de la Bulgarie. Un tel programme appelle le soutien de la communauté financière internationale, mais exige plus encore, au plan local, l'existence d'un large consensus sur la nécessité de la réforme, et une volonté résolue de le mener à bien.

# **I. L'économie bulgare : vue d'ensemble de la situation macroéconomique**

## **Introduction**

Même par rapport à la plupart des autres pays d'Europe orientale, la Bulgarie a entamé sa transition économique vers l'économie de marché dans des circonstances très difficiles. Alors que des réformes orientées vers le marché commençaient déjà de transformer certains pays comme la Pologne et la Hongrie, l'économie bulgare continuait de fonctionner dans une large mesure sur la base de l'allocation administrative des ressources et de la propriété par l'État des organisations économiques. En outre, plus que tout autre pays, la Bulgarie était tournée vers le CAEM, puisque le rapport au PIB des importations et des exportations en provenance et en direction de ces pays dépassait 60 pour cent à la veille de l'effondrement du CAEM. La disparition brutale de ce marché a donc eu une incidence dévastatrice sur la Bulgarie, contribuant à d'importantes baisses initiales du PIB et à une aggravation du chômage. Du fait de l'orientation antérieure de l'économie vers le marché du CAEM, une restructuration fondamentale de la production se révèle nécessaire à un moment où le capital intérieur est de plus en plus rare et où le capital étranger est difficile à attirer. Durant le ralentissement de l'activité économique de 1990, la Bulgarie a suspendu le service de sa dette extérieure : celle-ci représentait à l'époque bien plus de 100 pour cent du PIB et avait grossi au fil des années sous l'effet des déficits commerciaux et des emprunts contractés à l'Ouest, essentiellement durant la stagnation économique des années 80.

Après une série de mesures hardies de libéralisation au début des années 90, dont on a parlé dans la première Évaluation de la situation économique publiée par l'OCDE en 1992, l'économie bulgare a été le théâtre d'importants changements institutionnels et économiques. Des progrès importants ont été réalisés vers

la mise en place d'une économie de marché, sur la base d'une législation dans une large mesure compatible avec les pratiques occidentales et moyennant un volume élevé d'échanges avec les pays de l'OCDE. Le secteur privé, composé essentiellement de nouvelles entreprises créées dans les années 90, entre aujourd'hui pour près de 50 pour cent dans la valeur ajoutée.

Cependant, le processus de transition en Bulgarie a été très instable et a souffert d'un manque de fermeté de la politique économique. Pas moins de sept gouvernements se sont succédé à la tête du pays entre la chute de l'ancien chef du Parti communiste, Todor Zhivkov, en 1989, et l'année 1996. Si chacun d'entre eux a confirmé la volonté de transition économique de manière générale, d'importantes divergences sur des problèmes comme la privatisation, les subventions, la coopération avec les institutions financières internationales et l'investissement étranger ont conduit à une modification rapide des réglementations économiques et des priorités de l'action politique. C'est en partie pour cette raison que les mesures décisives qu'il aurait fallu prendre pour faire face à la situation des entreprises et des banques non rentables, privatiser les biens de l'État et attirer des investissements étrangers ont été retardées. Au milieu de 1996, peu de progrès avaient été faits dans ces différents domaines. Le coût de ces retards, conjugué aux conséquences sociales de la baisse très importante du revenu, du niveau élevé du chômage et d'un taux important de sortie de la population active, a fait peser une charge énorme sur les ressources limitées de l'État.

Dans ce contexte, l'objectif de stabilisation macroéconomique s'est révélé impossible à atteindre. L'augmentation des pertes financières des entreprises bulgares et du secteur bancaire s'est traduite par une progression rapide de la dette nationale, des arriérés de paiement et la nécessité de refinancer en permanence les banques commerciales en difficulté. La non viabilité de ces tendances ayant contribué à la déstabilisation des anticipations, la demande monétaire a été très instable et le lev a fait l'objet de plusieurs attaques spéculatives. La capacité de la Banque nationale bulgare de défendre la monnaie a été limitée par la faiblesse de la balance des opérations courantes, la rareté des financements extérieurs et les importantes obligations au titre du service de la dette extérieure. Cela a créé un environnement macroéconomique instable, dans lequel les périodes de progrès apparents vers une baisse de l'inflation ont été interrompues par une résurgence très rapide de l'inflation et une dépréciation monétaire.



Depuis la fin de 1995, la perte de confiance de la population dans les banques commerciales de plus en plus mal en point a ajouté à l'instabilité ambiante. Cette situation n'a cessé de s'aggraver jusqu'à entraîner une ruée massive sur les guichets des banques, conduisant à une crise financière générale en 1996.

Tableau 1. **Vue d'ensemble et prévisions**

	1993	1994 <sup>1</sup>	1995	1996 <sup>2</sup>	1997 <sup>3</sup>
PIB (croissance en pourcentage)	-1.5	1.8	2.1	-9.0	-6
Consommation (croissance en pourcentage)	-3.6	-4.5	-2.9	-3.6	-3
Formation de capital fixe (croissance en pourcentage)	-17.5	1.1	8.8	-27	-7
Inflation (IPC déc./déc. en pourcentage)	64	122	33	311	2 000
Chômage déclaré (en pourcentage)	16.4	12.8	10.8	12.5	14
Budget consolidé du secteur public (en pourcentage du PIB)					
Recettes	37	40	36	31	31
Dépenses	48	46	42	42	39
<i>dont :</i>					
Hors intérêts	39	32	28	22	22
Intérêts	9	14	14	20	17
Solde	-11	-6	-6	-11	-8
Balance commerciale (millions de dollars EU) <sup>4</sup>	-885	-17	121	180	280
Balance des opérations courantes (millions de dollars EU)	-1 098	-32	-26	0	100

1. L'ISN n'ayant commencé de retrancher les plus-values non réalisées des chiffres du PIB qu'en 1994, les chiffres à partir de 1994 ne sont pas exactement comparables à ceux de 1993. Si l'on prend en compte les plus-values non réalisées dans les estimations du PIB de 1994, la part des recettes budgétaires devient environ 38 pour cent et celle des dépenses devient environ 44 pour cent, ce qui donne un déficit d'environ 6 pour cent.
2. Chiffres provisoires.
3. Prévisions : les résultats, en particulier ceux qui concernent l'inflation et le budget de l'État, dépendent grandement de la question de savoir si et quand un fonds de stabilisation monétaire sera créé en 1997.
4. Chiffres exprimés sur une base f.a.b.-f.a.b.

Source : Institut statistique national (ISN); ministère des Finances; Banque nationale bulgare (BNB).

## PIB et croissance de la production

Outre l'effondrement des échanges avec le CAEM et le choc initial de la transition, le PIB bulgare s'est contracté de 25 pour cent à peu près entre 1989 et 1992. C'est dans le secteur industriel que la baisse a été la plus marquée. Des signes d'une reprise de la production ont commencé d'être observés dans quelques branches en 1993, mais une grave sécheresse a contribué à une baisse de 20 pour cent dans l'agriculture cette année-là, de sorte que le PIB global a

continué de se contracter. Les années 1994 et 1995 ont été marquées par un léger redressement de la croissance du PIB ainsi que par un renforcement notable de la balance des opérations courantes. Mais une chute importante de l'activité économique semble avoir repris durant la crise financière de 1996. Une croissance modérée aurait été enregistrée en 1994 et 1995 à partir de deux secteurs essentiellement : *a*) les grandes entreprises orientées vers l'exportation, surtout dans le secteur public, et *b*) un secteur privé en expansion, notamment dans les services, le commerce, l'agriculture et la construction.

Tableau 2. **Composantes de la valeur ajoutée brute**  
En pourcentage, aux prix courants

	1992	1993	1994 <sup>1</sup>	1995 <sup>1</sup>
PIB total	100.0	100.0	100.0	100.0
Agriculture	12.0	10.6	12.4	13.9
Industrie	34.4	29.2	27.3	28.4
Construction	6.1	5.8	5.2	5.2
Services	47.5	54.4	55.1	52.5

1. Hors plus-values non réalisées.

Source : ISN.

Comme indiqué dans le tableau 3, la consommation globale a enregistré une baisse régulière de 3-4.5 pour cent par an entre 1992 et 1996. Durant les années de forte baisse de la production, la consommation semble avoir été protégée quelque peu par une diminution de la part des investissements dans le PIB. Sur la base des données des comptes nationaux, une part importante de la croissance de 2.1 pour cent du PIB en 1995 est attribuable à une reprise de l'investissement en capital fixe (croissance annuelle de 8.8 pour cent)<sup>2</sup>. Cette évolution a fait suite à une baisse spectaculaire de l'investissement avant 1994. Comme on peut le voir au tableau 4, parmi les principaux secteurs à l'origine de la reprise de la croissance en 1994 et 1995 figurent les branches industrielles orientées vers l'exportation, comme les produits chimiques et la métallurgie, ainsi que les branches où le secteur privé est devenu dominant. La croissance enregistrée dans l'agriculture tant en 1994 qu'en 1995 fait suite essentiellement à un redressement après l'année désastreuse qu'a été 1993, la production en 1995 n'étant revenue qu'à peu près aux niveaux de 1992.

Tableau 3. Croissance du PIB par catégorie de dépenses finales

	En pourcentage			
	1992	1993	1994	1995
Consommation finale	-3.1	-3.6	-4.5	-2.9
Consommation individuelle	-2.4	-2.9	-4.4	-2.9
Ménages	1.0	-0.7	-2.6	-1.8
Institutions sans but lucratif	9.2	-15.9	11.6	39.3
Secteur public	-18.6	-15.0	-16.9	-13.8
Consommation collective	-9.3	-9.3	-5.6	-2.1
Formation de capital fixe	-7.3	-17.5	1.1	8.8
Variations des stocks	-26.0	-32.5	-72.4	-88.7
Exportations nettes et écart	-58.6	-96.2	-98.5	18.8
PIB total	-7.3	-1.5	1.8	2.1

Source : ISN; OCDE.

Une question centrale concerne la mesure dans laquelle on peut considérer que la configuration et les sources de la reprise de la croissance en 1994 et 1995 témoignent de l'apparition de facteurs susceptibles de soutenir une poursuite, voire une accélération, de la croissance dans les années à venir, malgré l'interruption due aux troubles financiers de 1996; ou bien, au contraire, que la reprise de 1994-1995 n'était pas fondée sur des bases saines et n'a fait que préparer l'instabilité qui a suivi. Les éléments d'information à cet égard, qui sont examinés dans le chapitre IV, donnent une image assez contrastée. Si l'analyse présentée dans ce chapitre confirme qu'au moins certaines des mesures de restructuration visant les principales entreprises industrielles orientées vers l'exportation ont abouti, il est vrai également que les exportateurs ont bénéficié de la sous-évaluation de la monnaie, d'importantes facilités de crédit, de possibilités d'arriérés de paiement et de subventions énergétiques. On peut au moins conclure que la durabilité à moyen terme de la structure d'exportations actuelle, avec son fort degré de dépendance sur les secteurs à forte intensité d'énergie, comme les produits chimiques et l'acier, n'est guère probable. Les nouvelles entreprises privées ont sans nul doute comblé nombre de lacunes majeures dans l'économie des services et dans les échanges, tout en développant également leurs activités dans le secteur industriel. Cependant, la capacité d'un grand nombre de ces entreprises de continuer à exploiter diverses possibilités d'arbitrage aux dépens de l'État rend très difficile une analyse de leur contribution à une croissance potentiellement durable.

Tableau 4. Croissance de la production brute par secteur

	Indices réels de production				Production sectorielle en pourcentage de la production totale
	1992	1993	1994	1995	1995
	Année précédente = 100				%
Ensemble de l'industrie	83.0	88.2	107.8	109.8	41.2
Électricité et énergie thermique	82.3	88.4	96.9	105.7	3.1
Charbon	95.9	99.3	96.6	108.2	0.7
Extraction de pétrole et de gaz	98.9	151.1	110.2	155.0	0.1
Métallurgie ferreuse, y compris l'extraction de minerais	56.3	128.8	124.9	116.0	2.7
Métallurgie non ferreuse, y compris l'extraction de minerais	98.5	113.9	111.0	104.0	2.4
Industries mécaniques et transformation des métaux	78.3	79.9	96.3	114.4	4.4
Appareils électriques et électroniques	67.7	94.5	95.6	113.2	2.1
Produits chimiques et transformation du pétrole, y compris le caoutchouc	83.4	88.6	137.1	121.7	9.9
Matériaux de construction	80.6	100.1	115.5	107.4	1.1
Bois de charpente et transformation du bois	88.1	91.5	111.4	100.4	1.3
Pâte à papier et papier	90.4	89.4	112.4	120.0	0.8
Verre, porcelaine et poterie	82.5	95.9	123.1	107.7	0.6
Textiles et tricots	87.7	82.9	102.9	99.7	1.5
Habillement	89.3	91.3	112.6	87.5	0.7
Cuir, fourrures et chaussures	90.2	85.2	102.7	90.2	0.6
Impression et édition	83.1	126.5	112.9	85.3	0.6
Alimentation	88.8	73.4	98.8	104.3	8.1
Autres branches d'activité industrielle	129.9	113.9	61.4	80.5	0.5
Construction	103.0	91.3	93.3	104.4	5.3
Agriculture	93.7	80.6	107.1	116.0	12.7
Cultures	100.2	73.7	121.7	121.9	5.8
Élevage	97.3	92.0	93.5	110.7	6.1
Services agricoles	73.4	80.6	121.5	119.2	0.6
Autres	46.3	45.2	86.4	100.3	0.2
Sylviculture	110.3	94.6	93.0	114.8	0.2
Transports	105.6	103.6	106.2	117.1	6.2
Communications	100.0	105.2	101.0	132.4	1.1
Commerce	94.4	99.5	105.0	105.1	8.7
Services aux entreprises	87.8	194.7	109.8	100.4	1.9
Activités non enregistrées	120.9	97.9	103.6	100.0	2.6
<b>Secteur matériel</b>	<b>89.1</b>	<b>91.0</b>	<b>105.9</b>	<b>110.3</b>	<b>79.9</b>
Logement, services d'utilité publique et équipements de loisirs	93.0	101.1	100.4	100.3	7.6
Valeur locative imputée des immeubles occupés par leur propriétaire	99.2	100.0	95.0	102.3	5.4
Logement, hors valeur locative imputée	78.3	104.2	116.7	95.8	2.2
Science	81.4	70.8	71.5	74.9	0.3
Éducation	97.5	92.3	82.0	88.7	1.8
Culture et arts	103.3	96.6	89.8	96.3	0.4
Santé, protection sociale <sup>1</sup>	96.7	87.6	85.5	89.7	2.2
Finances, crédit et assurances	34.3	83.4	130.8	87.8	4.0
Secteur public	97.9	93.7	97.5	108.7	3.7
Autres branches non matérielles	110.5	83.9	91.8	125.2	0.1
<b>Secteur non matériel</b>	<b>72.8</b>	<b>91.7</b>	<b>99.7</b>	<b>96.1</b>	<b>20.1</b>
<b>Ensemble des branches</b>	<b>86.2</b>	<b>91.1</b>	<b>104.6</b>	<b>107.3</b>	<b>100.0</b>

1. Y compris la culture physique, le sport et le tourisme.  
Source : ISN.

## Échanges extérieurs et balance des opérations courantes

L'économie bulgare est restée caractérisée par un volume important d'échanges extérieurs. Malgré l'incidence de l'effondrement du CAEM sur le volume des échanges au début des années 90, le chiffre d'affaires du commerce extérieur est revenu à près de 80 pour cent du PIB en 1995<sup>3</sup>. L'augmentation des exportations a joué un rôle clé dans la reprise d'une croissance modérée de la production en 1994 et 1995<sup>4</sup>. Cette augmentation a aussi été associée à un renforcement important de la balance des opérations courantes, qui s'était fortement affaiblie en 1993.

La dévaluation spectaculaire du lev en mars 1994 a donné une forte impulsion à la croissance induite par les exportations. A côté d'autres changements favorables aux exportateurs, cette dévaluation a contribué à une baisse d'environ

Tableau 5. **Balance des opérations courantes**

Milliards de dollars EU

	1991	1992	1993	1994	1995	Janv.-sept. 1996 <sup>1</sup>
Compte des opérations courantes	-77.0	-360.5	-1 097.9	-31.9	-25.6	-33.7
Biens, services et revenu, net	-146.1	-403.3	-1 134.8	-198.6	-157.6	-128.2
Crédit	4 192.4	5 151.3	4 990.6	5 276.5	6 926.2	4 447.3
Débit	-4 338.5	-5 554.7	-6 125.4	-5 475.1	-7 083.8	-4 575.5
Biens, net <sup>2</sup>	-32.0	-212.4	-885.4	-16.9	121.0	131.8
Exportations <sup>3,4</sup>	3 737.0	3 956.4	3 726.4	3 935.1	5 345.0	3 337.2
Importations <sup>3</sup>	-3 769.0	-4 168.8	-4 611.9	-3 952.0	-5 224.0	-3 205.4
Services, net	-85.9	-95.4	-57.1	10.8	153.4	122.0
Crédit	399.9	1 069.8	1 171.5	1 256.8	1 431.5	993.2
Débit	-485.8	-1 165.2	-1 228.7	-1 246.0	-1 278.0	-871.2
Revenu, net	-28.1	-95.6	-192.3	-192.5	-432.0	-382.0
Crédit <sup>5</sup>	55.6	125.1	92.6	84.6	149.8	116.8
Débit <sup>5</sup>	-83.7	-220.7	-284.9	-277.2	-581.8	498.9
Transferts courants, net	69.1	42.9	36.9	166.7	132.0	94.5
Crédit <sup>6</sup>	123.4	114.1	285.9	357.1	256.9	183.5
Débit <sup>6</sup>	-54.3	-71.2	-249.0	-190.4	-124.9	-89.0

N.B. : Conformément à la 5<sup>e</sup> édition du «Manuel de la balance des paiements» du FMI.

1. Chiffres provisoires.

2. Statistiques douanières fournies par l'ISN; chiffres révisés de 1995 et 1996 fournis par le Centre de calcul du ministère des Finances et corrigés par la BNB; exportations et importations f.a.b.

3. Y compris les chiffres des transports, estimés par la BNB.

4. Y compris les chiffres du tourisme fournis par l'ISN et estimés par la BNB.

5. Données exprimées dans l'optique des paiements : depuis 1995, les paiements d'intérêts sont exprimés sur la base des droits échus.

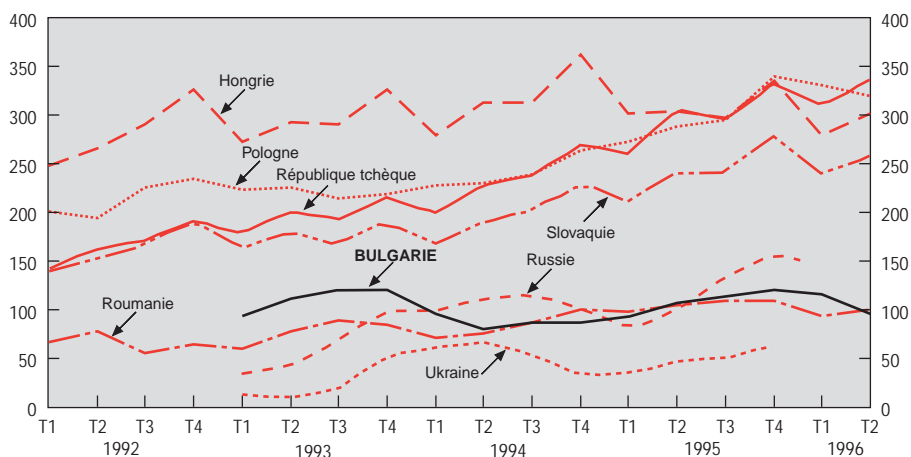
6. Sur la base des données fournies par l'Agence pour l'investissement étranger.

Source : BNB, Département des études économiques et monétaires, Division de la balance des paiements et de la dette extérieure.

20 pour cent de la valeur en dollars des salaires moyens (dans le secteur public)<sup>5</sup> au cours de la première moitié de 1994. Comme indiqué dans le graphique 1, la baisse des salaires en dollars intervenue en 1994 a amélioré la compétitivité de la Bulgarie par rapport à la plupart des autres pays d'Europe centrale et orientale.

Après une baisse de 5.8 pour cent en 1993 par rapport à 1992, la valeur en dollars des exportations bulgares s'est accrue selon les estimations de 43.4 pour cent au cours de la période de deux années de 1994-1995, alors que les importations ont augmenté de 13.2 pour cent au cours de la même période. La balance commerciale est ainsi passée de -885 milliards de dollars des États-Unis en 1993 à -17 millions de dollars en 1994 et à 121 millions en 1995<sup>6</sup>. Un solde légèrement positif de la balance commerciale a semble-t-il été maintenu alors même que le chiffre d'affaires commercial a diminué en 1996. En raison essentiellement des paiements au titre du service de la dette extérieure, qui ont repris en 1994 dans le cadre d'un important accord de rééchelonnement<sup>7</sup>, la balance des opérations courantes est restée légèrement négative, malgré une balance commerciale positive.

Graphique 1. SALAIRES NOMINAUX EN DOLLARS<sup>1</sup> DANS CERTAINS PAYS EN TRANSITION



1. Salaires mensuels totaux, sauf pour la Bulgarie (salaires du secteur public).

Source : Office central de statistiques de la Pologne ; ISN ; OCDE.

Une législation assez libérale a encouragé la croissance du commerce extérieur. Le taux maximum des droits à l'importation a été de 40 pour cent et le taux moyen de 17 pour cent depuis 1992. Bien que les contingents à l'exportation aient été utilisés de temps à autre, relativement rares sont les produits industriels qui sont assujettis à ces restrictions. Les restrictions applicables aux produits agricoles ont été plus importantes. En 1994-1995, des contingents et des interdictions à l'exportation ont été imposés à certains moments sur le blé, le seigle et le tournesol<sup>8</sup>. Les contingents appliqués aux exportations en franchise de droits de métaux ferreux, de viande et de textiles à destination de l'Union européenne (UE), ne semblent pas avoir été très contraignants. Aux termes de l'Accord d'association de 1993 avec l'UE, les exportations de biens industriels de la Bulgarie entrent en franchise sur le marché européen, mais des restrictions sont encore appliquées sur les exportations de produits agricoles. Sauf dans des cas limités (19 produits en 1995)<sup>9</sup>, les entreprises n'ont pas besoin de licences spéciales pour traiter avec des partenaires étrangers. La Bulgarie a établi la convertibilité pour les transactions courantes (article 14 du FMI) assez rapidement et les entreprises bulgares ne sont assujetties à aucune réglementation concernant la remise des devises. Néanmoins, les exportateurs bulgares continuent de mettre en avant l'instabilité des réglementations du commerce extérieur concernant notamment divers taxes à l'exportation, licences et contingents, qui constitue à leur avis un obstacle majeur à l'expansion de leurs activités<sup>10</sup>.

Une part croissante des échanges bulgares sont dirigés vers les pays de l'OCDE, qui représentent aujourd'hui environ la moitié de l'ensemble des importations et des exportations. La Russie reste le principal partenaire commercial de la Bulgarie et le premier fournisseur de produits énergétiques importants. Ces dernières années, les pays de la CEI (Russie essentiellement) ont représenté à peu près 80 pour cent de la part des importations en provenance des pays d'Europe centrale et orientale, et 50 pour cent de la part des exportations à destination de ces pays (voir tableau 6)<sup>11</sup>. La réorientation des échanges s'est accompagnée d'une modification importante de la composition des exportations, les exportations de machines et de matériels électroniques diminuant fortement au profit d'une augmentation des exportations de secteurs comme les produits chimiques et la métallurgie (voir tableau 7). Cette évolution s'explique par la faiblesse persistante de la compétitivité des activités manufacturières bulgares.

**Tableau 6. Partenaires extérieurs : exportations et importations**

En pourcentage

	1990	1991	1992	1993	1994	1995 <sup>1</sup>
Exportations à destination de						
Pays de l'OCDE	9.0	26.3	42.4	43.2	47.6	51.2
Pays d'Europe centrale et orientale	80.2	57.7	39.2	35.1	35.6	33.1
Autres pays	10.8	16.0	18.4	21.7	16.8	15.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Importations en provenance de						
Pays de l'OCDE	14.9	32.8	43.8	44.8	46.6	46.9
Pays d'Europe centrale et orientale	75.9	48.4	36.3	36.6	41.2	42.6
Autres pays	9.2	18.8	19.9	18.6	12.2	10.5
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

1. Chiffres provisoires.

Source : BNB, *Annual Reports*, 1994, 1995.

**Tableau 7. Composition des exportations**

En pourcentage

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Industrie	93.2	95.1	92.9	96.9	95.3	94.5
Électricité, production de vapeur et d'eau chaude	1.5	2.6	0.1	0.5	0.3	0.5
Extraction du charbon	..	..	0.0	0.0	0.0	0.0
Métallurgie ferreuse <sup>1</sup>	1.6	3.5	7.6	10.2	11.7	10.9
Construction mécanique et travail des métaux	31.5	17.8	13.6	13.0	13.1	11.5
Appareils électriques et électroniques	26.3	12.7	6.9	5.7	5.2	3.9
Produits chimiques et fabrication de matières plastiques	10.1	27.9	22.4	26.3	26.3	25.9
Matériaux de construction	0.5	0.7	1.5	1.4	1.7	1.7
Rondins, bois et fabrication d'ouvrages en bois	0.8	1.6	2.7	3.2	3.1	2.6
Cellulose, papier et fabrication d'articles en papier	0.2	0.4	0.7	0.8	1.1	1.3
Verre et articles en verre, porcelaine et poterie	0.2	0.5	0.7	0.7	0.9	1.1
Textiles et tricotés	1.4	3.0	3.3	3.4	3.7	3.3
Confection de vêtements	1.6	1.1	3.3	3.3	3.0	3.2
Cuir, fourrures et chaussures	0.8	0.9	2.6	3.0	2.9	2.5
Impression	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
Alimentation, boissons et tabac	12.4	18.4	18.6	17.3	17.4	16.9
Autres (y compris combustibles et métallurgie non ferreuse) <sup>2</sup>	4.2	3.9	8.8	8.1	4.8	9.1
Agriculture	2.7	3.5	7.1	3.1	4.7	4.9
Cultures	2.2	2.5	4.3	1.8	3.2	4.3
Élevage	0.5	1.0	2.8	1.3	1.5	0.6
Autres	4.1	1.4	0.0	0.0	0.0	0.6

1. Y compris l'extraction de minerais.

2. Non notifié séparément par l'ISN.

Source : ISN, *Statistical Yearbook 1995*, p. 308; *Statisticheski Spravochnik 1996*; OCDE.



L'embargo contre la république fédérale de Yougoslavie a peut-être eu une incidence importante sur le commerce extérieur bulgare. Son effet perturbateur pourrait avoir contribué à l'affaiblissement sensible de la balance commerciale en 1993. D'après les estimations du gouvernement, les pertes minimales supportées par la Bulgarie entre juillet 1992 et juillet 1995 du fait de l'embargo s'élèvent à 8,5 milliards de dollars. Cependant, l'évaluation des pertes effectives est assez compliquée. En 1994, la république de Macédoine était officiellement devenue l'un des principaux partenaires commerciaux de la Bulgarie. On pourrait même avancer que, dans certains cas, l'embargo a peut-être permis à certains exportateurs bulgares de bénéficier de l'exclusivité sur certains marchés<sup>12</sup>. Néanmoins, il est tout à fait probable que l'incidence de l'embargo, y compris les coûts de l'ajustement, a été négative sur l'ensemble des échanges du pays.

### **Inflation et instabilité financière : les crises de 1994 et de 1996**

Alors que la plupart des autres économies en transition d'Europe centrale et orientale ont progressé régulièrement vers la stabilisation, la Bulgarie continue de connaître une importante instabilité et des accès de forte inflation (voir tableau 8). Après avoir été ramené à moins de 5 pour cent entre juin 1993 et février 1994, l'inflation mensuelle en mars et en avril 1994 a grimpé, respectivement, à 7.5 et 21.7 pour cent. Après d'autres turbulences en 1994, l'inflation s'est considérablement ralentie en 1995, les taux mensuels tombant à moins de 3 pour cent au cours de chacun des mois situés entre avril 1995 et avril 1996<sup>13</sup>. Mais l'inflation s'est rapidement accélérée pour atteindre 12.5 pour cent en mai et plus de 20 pour cent en juin et de nouveau en juillet, restant à deux chiffres pratiquement tout au long des autres mois de 1996, ce qui a fait monter à 311 pour cent le taux annuel d'inflation, de décembre à décembre. Un tel climat d'inflation forte et variable est de toute évidence très dommageable pour l'activité d'entreprises en Bulgarie, rendant excessivement difficile, coûteux et risquée, la conclusion de contrats à long terme.

Les causes de ces accès récurrents de forte inflation en Bulgarie sont complexes. Les difficiles conditions initiales et les problèmes liés à la réforme structurelle, dont témoignent l'escalade de la dette intérieure et l'accumulation de pertes financières dans le secteur bancaire, ont miné la confiance dans l'économie et ont contribué, avec les problèmes rencontrés pour imposer des contrôles sur les

Tableau 8. **Inflation des prix à la consommation dans certains pays en transition**

Pourcentage de hausse de décembre à décembre

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>1</sup>
<b>Bulgarie</b>		<b>473.7</b>	<b>79.5</b>	<b>63.9</b>	<b>121.9</b>	<b>32.9</b>	<b>311</b>
République tchèque			12.5	20.8	10.0	9.1	9
Hongrie	33.4	32.2	25.0	21.1	21.2	28.3	20
Pologne		60.3	44.4	37.7	29.5	21.6	19
Roumanie		222.8	199.2	295.0	62.0	28.0	45
Slovaquie		58.3	9.1	25.1	11.7	7.2	5
Slovénie	100.2	241.1	94.5	22.8	19.5	9.0	10

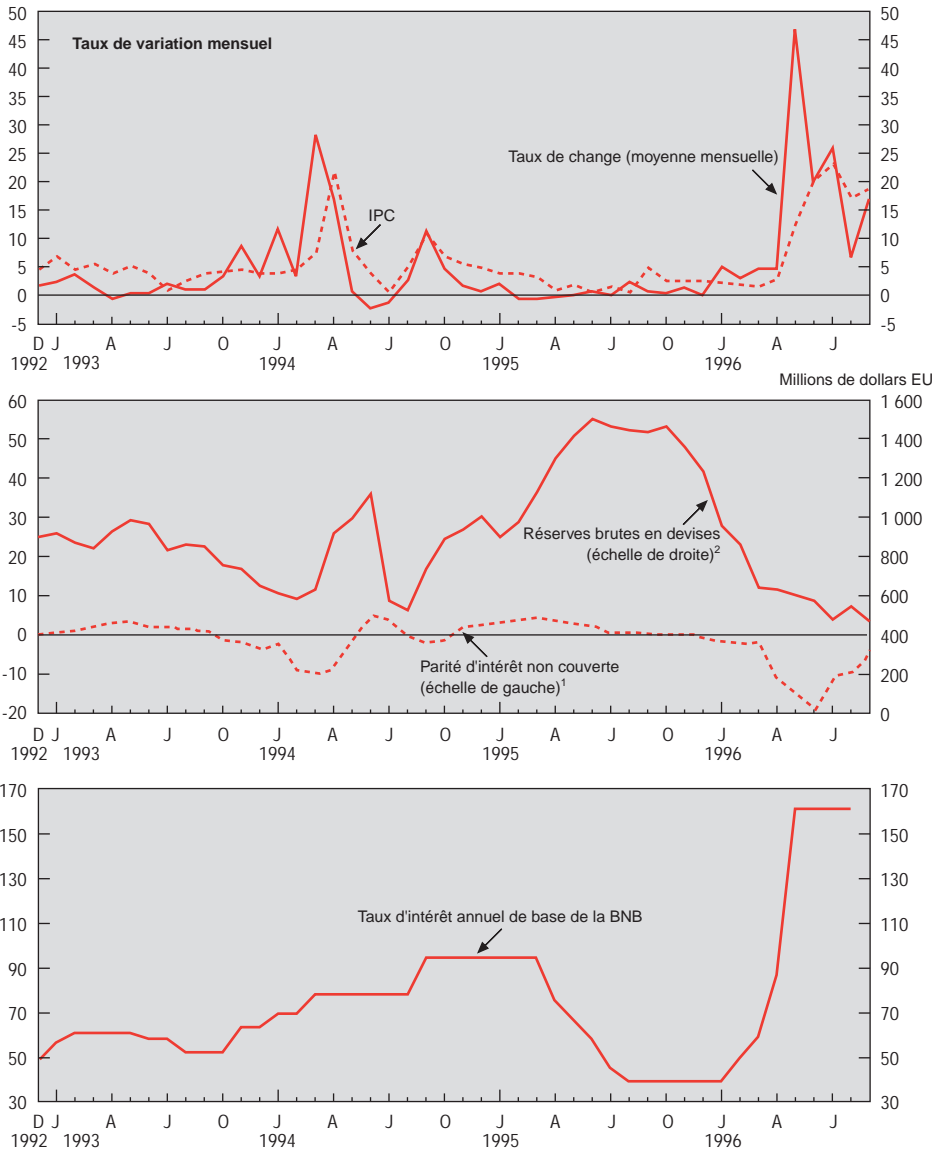
1. Chiffres provisoires et prévisions.

Source : ISN; OCDE.

flux de capitaux et les transactions en devises, à une instabilité fondamentale de la demande de monnaie. Comme on le verra plus en détail dans le chapitre II, l'instabilité, dont on a observé les premiers signes dans les derniers mois de 1993 et de 1995 et qui a conduit aux crises financières des années suivantes, ne peut être attribuée à une accélération de la croissance de l'offre monétaire. De façon assez surprenante, dans les deux cas, elle a fait suite à des décisions des autorités de réduire le taux d'intérêt de base (central) afin de l'aligner sur la baisse des anticipations d'inflation et de croissance monétaire. La croissance monétaire ultérieure a bien joué un rôle dans les deux crises, mais ce rôle n'a été que secondaire par rapport aux variations de la demande monétaire. En fait, on peut comprendre dans une large mesure l'anatomie des deux crises en examinant le graphique 2, qui représente conjointement l'évolution de l'inflation, les variations mensuelles du taux de change, des réserves en devises des autorités monétaires, du taux d'intérêt de base de la BNB et une estimation de la parité d'intérêt non couverte, représentée par le rendement *ex post* en dollars des États-Unis des dépôts ferme en leva. Les arrangements institutionnels sont tels qu'en Bulgarie pratiquement tous les contrats financiers sont indexés sur le taux d'intérêt de base de la BNB.

L'inflation mensuelle s'étant ralentie au premier semestre de 1993 avec un niveau annuel moyen du taux d'intérêt de base effectif de 60 pour cent, le rendement relatif sur les actifs libellés en leva a commencé de s'accroître<sup>14</sup>. Les autorités ont répondu à la baisse de l'inflation en diminuant à deux reprises le taux de base entre août et octobre, pour le ramener à 52 pour cent. Dans le même

Graphique 2. L'INSTABILITÉ MACROÉCONOMIQUE  
En pourcentage



1. Rendement mensuel *ex post* en dollars EU des dépôts à terme libellés en leva ; moyenne mobile sur 3 mois.
2. Les réserves brutes en devises comprennent les avoirs en devises sur comptes courants de la BNB et les dépôts dans des banques à l'étranger, les avoirs en DTS et la position de réserve de la BNB au FMI.

Source : BNB, *Monthly Bulletins* 1993-1996 ; OCDE.

temps, l'inflation s'est régulièrement accélérée, passant de 1 pour cent en juillet à 4.2 pour cent en octobre, en raison pour partie de facteurs saisonniers. La réduction subséquente du rendement escompté des actifs libellés en leva semble avoir entraîné une modification des portefeuilles d'actifs de la population et des investisseurs. Cette évolution est illustrée dans le graphique 2 par la baisse des réserves de change, qui ont été utilisées par les autorités monétaires pour soutenir la valeur du lev. Ce processus se poursuivant, les autorités ont fini par s'inquiéter et ont augmenté le taux de base, pour le porter d'abord à 63 pour cent en novembre puis à 69 pour cent en janvier 1994. Elles ont aussi laissé la monnaie se déprécier quelque peu. Cependant, compte tenu de l'ampleur de l'épuisement des réserves et du fait qu'il était évident que les autorités ne pouvaient soutenir pendant beaucoup plus longtemps la valeur du lev, les anticipations s'étaient déjà, semble-t-il, trop déstabilisées pour que la baisse de la demande monétaire puisse être inversée. Cette situation a encore été aggravée par l'imminence de l'accord de rééchelonnement de la dette, aux termes duquel un paiement initial de plus de 700 millions de dollars des États-Unis devait être effectué. La BNB a fini par cesser de défendre le lev en mars, ce qui a suscité une dévaluation immédiate de la monnaie de près de 30 pour cent au cours du mois en question, et une autre dévaluation de 17 pour cent en avril. Cette évolution a été suivie par une inflation rapide et une instabilité continue jusqu'à la fin de l'année.

Comme on le verra ci-après, la crise de 1996 s'est distinguée de celle de 1994 car elle a été marquée par une baisse simultanée de la confiance dans les banques commerciales et dans le lev. Une accélération du refinancement des banques en difficulté s'est accompagnée du côté de l'offre d'une pression considérable à la baisse sur le lev. Cependant, la succession des événements observés sur le marché des changes, et qui ont conduit à la crise de 1996, ressemble beaucoup à celle observée en 1994, sous une forme amplifiée. Au début de 1995, le taux de base étant fixé à 98 pour cent et l'inflation mensuelle étant exceptionnellement faible, à moins de 4 pour cent, la prime attendue sur les actifs libellés en leva est devenue très élevée. Dans ces conditions, une augmentation spectaculaire de la demande de leva s'est traduite par une appréciation réelle par rapport au dollar et par l'accumulation très rapide de réserves de change, comme on peut le voir dans le graphique 2. Cela a conduit les autorités à s'efforcer de nouveau de ramener à la baisse le taux d'intérêt pour l'aligner sur l'inflation. Cette mesure était d'autant plus nécessaire que le déficit budgétaire ne cessait de s'accroître en

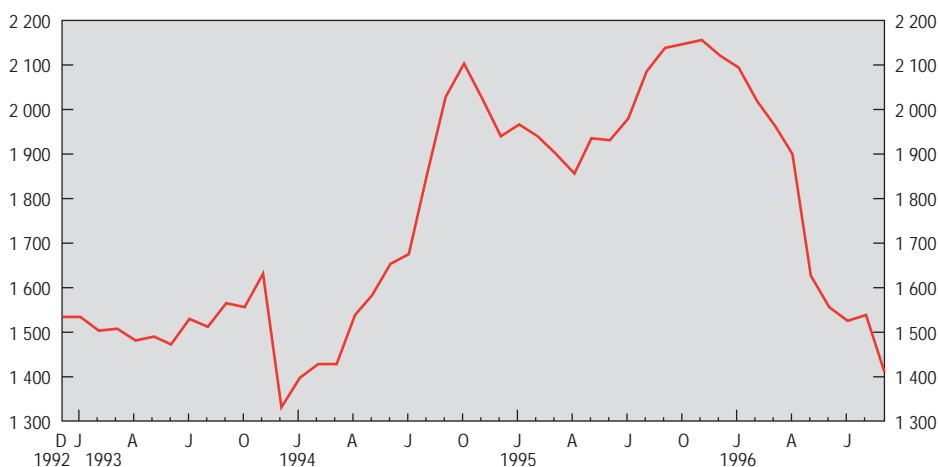
raison de la baisse des recettes, liée à une inflation plus faible qu'escomptée, et que le service de la dette extérieure, indexée sur le taux de base, occupait une place de plus en plus importante dans les dépenses. En plusieurs étapes successives, les autorités ont ramené le taux de base de 98 pour cent en mars 1995 à 39 pour cent en août.

Comme on peut le voir dans le graphique 2, cette baisse sans précédent du taux de base a pour l'essentiel annulé la parité d'intérêt non couverte en faveur du lev. Un net recul de la part dans les portefeuilles des actifs en leva, associé à la chute marquée des réserves en devises apparaissant dans le graphique 2, s'est amorcé à compter d'octobre 1995. Les autorités, confiantes peut-être, en raison d'une inflation mensuelle inférieure à 3 pour cent, de la reprise d'une croissance modérée du PIB, d'une amélioration de la balance des opérations courantes et d'un niveau élevé initial des réserves, n'ont pas essayé de contrer cette tendance au moyen d'une augmentation du taux de base jusqu'en février 1996<sup>15</sup>. A ce moment-là, les réserves de change étaient tombées à des niveaux comparables à ceux de la crise de 1994. L'impuissance à conclure un accord sur un renouvellement du soutien financier du FMI à l'automne de 1995, ajoutée à la perspective de paiements au titre du service de la dette extérieure de plus de 1 milliard de dollars des États-Unis en 1996, a sans doute aussi contribué à une déstabilisation des anticipations. Comme lors de la crise précédente de 1994, malgré des tentatives encore plus vigoureuses de relance de la demande de monnaie par une augmentation du taux de base, les anticipations selon lesquelles la BNB ne pourrait tenir beaucoup plus longtemps sur le marché des changes se sont réalisées d'elles-mêmes, conduisant à la forte dépréciation de mai 1995 et à une inflation subséquente de plus de 20 pour cent par mois<sup>16</sup>.

Non seulement l'instabilité était plus grande en 1996 qu'en 1994, mais la crise de 1996 a aussi revêtu une nouvelle dimension qualitative. Simultanément à une perte de confiance dans le lev en 1996 est apparue une perte de confiance dans les banques commerciales. Cette différence entre la situation de 1994 et la situation de 1996 est mise en évidence de façon spectaculaire dans le graphique 3. La diminution dans les portefeuilles de la part des actifs libellés en leva intervenue en 1994 correspondait en fait à l'accumulation rapide de dépôts en monnaies fortes dans les banques commerciales alors qu'en 1996 ces dépôts ont été retirés (pour autant que possible).

Graphique 3. DÉPÔTS EN DEVISES DANS LES BANQUES BULGARES

Millions de dollars EU



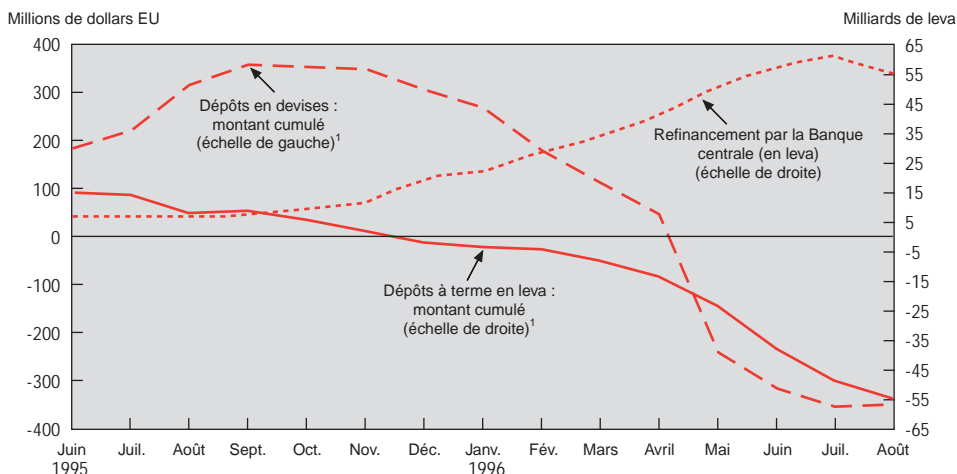
Source : BNB, *Monthly Bulletins* 1993-1996.

La perte de confiance de la population dans les banques commerciales, qui s'est amorcée au deuxième semestre de 1995, tient à plusieurs facteurs. Premièrement, comme on peut le voir dans le chapitre III, 1995 a été marquée par une dégradation sensible de la situation dans le secteur bancaire, en raison en partie d'une forte augmentation de la part des créances douteuses dans les actifs bancaires. La situation comptable nette du secteur bancaire (à l'exception d'une banque spéciale) est devenue largement négative à la fin de l'année. En outre, en l'absence de réglementations prudentielles applicables aux positions de change, beaucoup de banques commerciales s'étaient tournées vers des actifs libellés en leva (à plus fort rendement) au début de 1995, tout en continuant de détenir d'importants dépôts en monnaies fortes. Lorsque le rendement relatif des actifs libellés en leva a diminué, en raison de l'indexation sur le taux de base, la capacité d'un grand nombre de banques d'assurer le service de ces dépôts a diminué. Troisièmement, jusqu'en décembre 1995, il n'existait pas de garantie véritable des dépôts par l'État, alors qu'une proposition en vue d'une nouvelle loi sur les faillites bancaires était activement examinée par le gouvernement. Enfin,

la confiance de la population dans les institutions financières nationales a dû être ébranlée par l'effondrement successif de plusieurs montages financiers au milieu de 1995.

A la fin de 1995, des rumeurs ont commencé de se propager à propos des problèmes que rencontraient les banques pour assurer leurs engagements, en particulier à l'égard des dépôts en monnaies fortes. Les déposants ont ainsi commencé des retraits. A partir de là, une chaîne fermée de circonstances a précipité la crise. Les retraits ont accru encore les difficultés des banques commerciales les privant également d'une liquidité très nécessaire. Face à cette situation, la BNB a accéléré le refinancement des banques commerciales afin d'empêcher un effondrement complet du système bancaire. Comme on peut le voir dans le graphique 4, cette augmentation du refinancement a été directement proportionnelle aux retraits des dépôts. L'expansion monétaire, à son tour, a encore aggravé la situation du marché des changes, obligeant pour l'essentiel les autorités à absorber la liquidité supplémentaire en leva qu'elles étaient elles-mêmes en train de créer au moyen d'un épuisement encore plus rapide des

Graphique 4. ENTRÉES DES DÉPÔTS BANCAIRES NETTES ET REFINANCEMENT PAR LA BANQUE NATIONALE



1. 1<sup>er</sup> janvier 1993 = 0.

Source : BNB ; OCDE.

réserves. La contraction alarmante des réserves, conjuguée à la prise de conscience du fait que les autorités poursuivaient deux politiques incompatibles entre elles, a encore déstabilisé les anticipations. En outre, la baisse des réserves en devises a compromis la crédibilité de toute tentative qu'aurait pu faire l'État pour garantir les dépôts en monnaies fortes.

De façon assez surprenante, la décision de la BNB d'offrir une garantie expresse des dépôts en décembre 1995 a pu affecter de façon négative les anticipations. Présentée précisément au départ comme une mesure préparatoire pour mener à bien les liquidations bancaires à venir, la garantie offerte en décembre n'a été que partielle, couvrant à hauteur de 100 pour cent les 50 000 premiers leva et à hauteur de 50 pour cent les 50 000 leva suivants. Une grande partie de la population avait peut-être cru jusque-là que la garantie couvrirait la totalité des dépôts. Face à la panique grandissante, la législation du 8 mars 1996 a porté la garantie à 100 pour cent pour les 250 000 premiers leva. La Loi sur l'assurance des dépôts, associée au plan d'action du gouvernement bulgare du milieu de 1996<sup>17</sup>, a encore élargi la portée de la garantie, qui couvrait désormais 100 pour cent de l'ensemble des dépôts personnels (50 pour cent pour les autres). En raison de la faiblesse des réserves officielles en devises, toutefois, des retards sont inévitablement intervenus pour ce qui est de l'accès aux dépôts en monnaies fortes. Cependant, même la Loi sur l'assurance des dépôts, n'a pas suffi à calmer les déposants, entraînant le gouvernement dans une situation de plus en plus difficile. Enfin, en septembre 1996, le Parlement a voté une modification retardant la mise en œuvre de la garantie des dépôts pour les banques faisant l'objet de la part de la BNB de mesures conservatoires (c'est-à-dire mises en état de faillite potentielle). Ces mesures concernaient à ce moment-là quatorze banques.

## **Revenu, emploi et protection sociale**

A la veille de la transition économique, la Bulgarie pouvait s'enorgueillir d'un niveau de vie moyen plus élevé que les autres pays du bloc de l'Est, avec notamment une garantie de l'emploi et des subventions de prix pour les biens de consommation de base. Comme dans les autres pays socialistes relativement orthodoxes, toutefois, les distorsions de prix, les pénuries et l'inflation latente (dans les années 80) doivent être prises en compte pour arriver à une évaluation

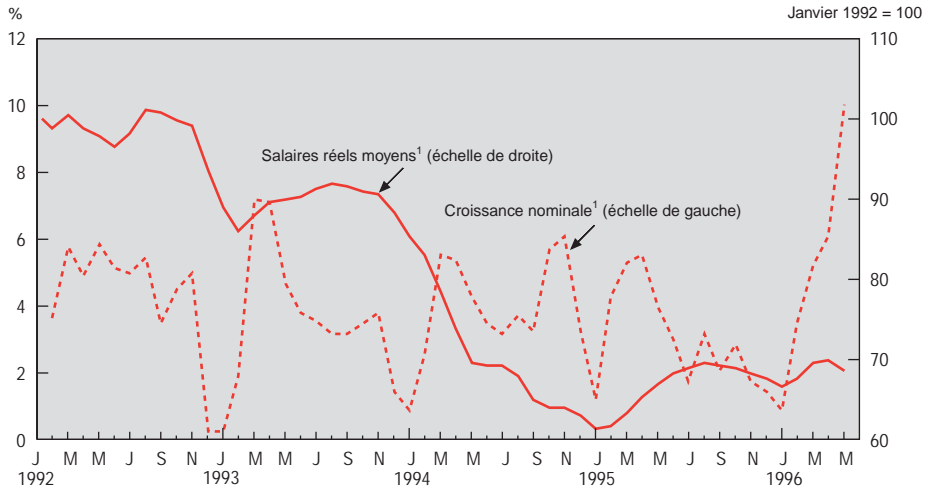


complète du niveau de vie économique. A l'instar des autres pays socialistes, la Bulgarie consacrait aussi une part importante de son PIB aux dépenses sociales, 11.4 pour cent selon les estimations pour les transferts en espèces et 7.5 pour cent pour la santé et l'éducation en 1987. Par comparaison, ces parts étaient respectivement de 4.7 et 1.8 pour cent en moyenne dans les pays en développement à revenu intermédiaire<sup>18</sup>.

C'est en grande partie la population bulgare qui a supporté les coûts de la transition. Premièrement, la garantie par l'État de la sécurité économique a disparu presque immédiatement, le chômage dépassant très rapidement la barre des 10 pour cent, alors que la valeur réelle des dépenses sociales a diminué. Deuxièmement, la baisse du PIB s'est accompagnée d'une diminution du revenu réel par habitant, estimé par l'Institut national de statistique à près de 50 pour cent pour la période 1989-1995<sup>19</sup>. La crise de 1996 a entraîné d'autres dégradations. Toutefois, en raison des revenus et de l'emploi générés dans l'économie informelle, dont l'importance est vraisemblablement sous-estimée dans les données et les enquêtes sur les ménages de l'Institut national de statistique, il est vraisemblable que la baisse du revenu et de l'emploi ressortant des chiffres officiels est exagérée. Néanmoins, la misère et les difficultés frappant de plus en plus certains groupes de population est reflétée dans la dégradation de certains indicateurs démographiques. Les taux de mortalité infantile par exemple, qui avaient été ramenés au-dessous de 15 pour 1000 naissances chaque année entre 1986 et 1990, ont atteint en moyenne 16.2 entre 1991 et 1994<sup>20</sup>. Le nombre de crimes signalés chaque année a aussi plus que triplé dans les années 90 par rapport à la fin des années 80<sup>21</sup>.

L'inflation n'étant plus contenue à compter de la libéralisation de 1991, les revenus ont enregistré une forte baisse initiale. Après une reprise partielle en 1992, les salaires ont fortement chuté en 1993 et 1994, en raison essentiellement de l'inflation et d'une indexation incomplète. En décembre 1994, les salaires moyens réels dans le secteur public étaient de 33 pour cent inférieurs à ceux de décembre 1992. Les salaires réels se sont accrus de 7 pour cent selon les estimations en 1995 (de décembre à décembre), sous l'effet en partie de la conjugaison d'une inflation plus faible qu'escompté et d'allocations budgétisées fixées en termes nominaux. La forte inflation de 1995 a tiré les salaires vers le niveau le plus faible enregistré dans la période post-transition.

Graphique 5. SALAIRES DANS LE SECTEUR PUBLIC



1. Moyennes mobiles sur 3 mois.  
Source : ISN ; OCDE.

Même d'après les données de l'enquête sur les ménages qui sous-estiment très vraisemblablement les revenus non salariaux, la part des salaires dans le revenu moyen a baissé chaque année depuis 1990, tombant de 56 pour cent en 1989 à 38 pour cent en 1995<sup>22</sup>. Malgré la charge de plus en plus importante représentée par les indemnités de chômage et les pensions pour le budget consolidé, la part des dépenses sociales dans le revenu a aussi reculé, de 21 pour cent en 1989 à 17.2 pour cent en 1995, alors que la part des revenus d'autres sources a simultanément augmenté.

Une autre tendance régulière de ces dernières années a été la polarisation croissante de la distribution du revenu et de la richesse. Sur la base des enquêtes auprès des ménages de l'INS, les coefficients de Gini estimés à partir du revenu total des ménages ont continuellement dérivé à la hausse pour passer de 21.7 en 1989 à 37.8 en 1995<sup>23</sup>. Si cette mesure est fiable, elle est plus élevée que pour n'importe quel autre pays de l'OCDE<sup>24</sup>. En outre, le rapport des revenus des 20 pour cent les plus riches de la population par rapport à ceux des 20 pour cent les plus pauvres est passé de 3.5 à 6.5, dépassant ainsi celui du Japon et de la

plupart des pays d'Europe occidentale. La répartition du revenu, comme du chômage, est marquée par de fortes disparités régionales en Bulgarie, les régions industrielles en crise, certaines régions agricoles et les régions où sont fortement concentrées les minorités ethniques cumulent à la fois les revenus les plus faibles et le chômage le plus élevé.

Tableau 9. **Rapport entre les revenus des 20 pour cent les plus riches de la population et ceux des 20 pour cent les plus pauvres dans certains pays**

	1980-1992	1993	1994	1995
<b>Bulgarie</b>	<b>3.5</b>	<b>5.1</b>	<b>6</b>	<b>6.5</b>
Japon	4.3			
Belgique	4.6			
Suède	4.6			
Royaume-Uni	9.6			
États-Unis	8.9			
Allemagne	5.8			

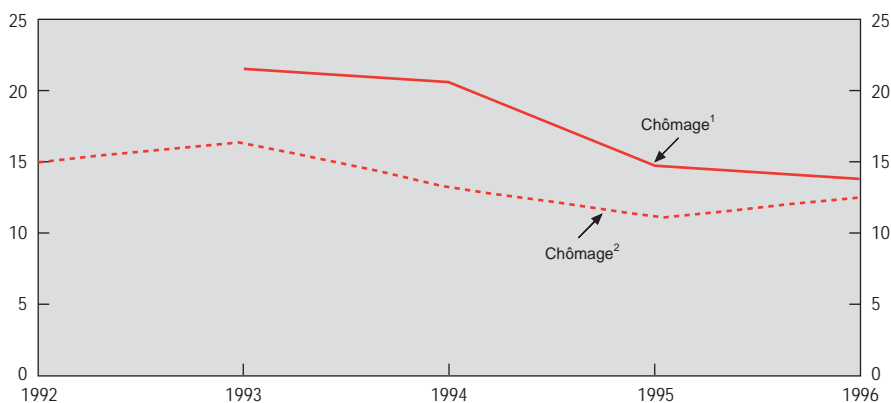
Source : Projet de développement des Nations Unies, *Human Development Report*, tel que reproduit dans ISN (1996), *Sotsialno-ikononichesko Razvitiie Bulgaria 95* p. 94.

Avec le choc de la transition en 1991-1992, l'emploi recensé a enregistré une forte baisse (19.5 pour cent) : de 4.1 millions en 1990, il est tombé à 3.3 millions en 1992<sup>25</sup>. Parmi les autres économies en transition, seule la Roumanie a connu d'aussi importants délestages de main-d'œuvre en une aussi brève période. A compter de 1993-1995, toutefois, l'emploi recensé est resté assez stable à 3.2-3.3 millions. Durant cette période, l'emploi dans le secteur public a continué de diminuer de 15 pour cent, mais l'emploi recensé dans le secteur privé s'est accru d'environ le même nombre de travailleurs (470 000). L'emploi dans les échanges et les services dans le secteur privé a augmenté particulièrement fortement<sup>26</sup>.

Compte tenu de l'évolution de l'emploi recensé, les statistiques officielles du chômage sont assez surprenantes. Partant d'une situation de quasi plein emploi, le chômage recensé a grimpé rapidement à 15.3 pour cent de la population active en 1992, atteignant le niveau record de 16.4 pour cent en 1993. A peu près 70 pour cent des délestages de main-d'œuvre au cours de cette période se sont traduits par une progression du chômage recensé. Ultérieurement, toutefois, le chômage recensé a diminué régulièrement chaque année tombant à 11.1 pour

cent en 1995 et à 10.0 pour cent au milieu de 1996. D'après certaines études, cela pourrait être attribué à la baisse des indemnités de chômage en termes réels et au durcissement des conditions d'admission au versement de ces prestations, qui ont peut-être conduit certains chômeurs à ne pas s'enregistrer. Pourtant, depuis 1993, sur la base d'enquêtes réalisées selon la méthode du BIT, l'INS a fait apparaître une diminution tendancielle encore plus marquée, de 21.4 pour cent en septembre 1993 à 14.7 pour cent en octobre 1995 (voir graphique 6) et 13.7 pour cent en novembre 1996. Compte tenu du fait que cette diminution du chômage n'est pas reflétée dans le nouvel emploi recensé, elle est probablement due à la fois à des sorties de la population active et à une plus grande absorption de main-d'œuvre par l'important secteur informel. A cet égard, il convient de noter que le niveau élevé des charges sociales incite fortement les employeurs à ne pas déclarer leurs salariés, une stratégie qui est plus facile pour les petites entreprises du secteur privé (informel). Cependant, une partie du fort taux de sorties de la population active recensée semble être imputable aux travailleurs âgés de 50 à 59 ans (retraite anticipée) et aux femmes<sup>27</sup>.

Graphique 6. **CHÔMAGE**  
Pourcentage de la population active



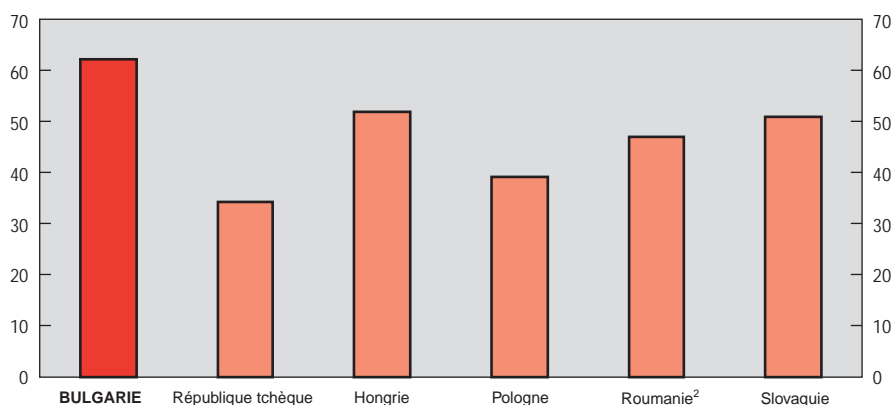
1. Enquête sur la population active (BIT, depuis 1993 seulement) ; novembre.

2. Chômage déclaré ; fin décembre.

Source : ISN ; BNB.

Une caractéristique frappante du chômage en Bulgarie, par rapport aux autres économies en transition, est sa durée. Comme on peut le voir dans le graphique 7, la majorité des chômeurs en Bulgarie sont au chômage depuis plus de 12 mois, ce qui donne à ce pays le malheureux privilège d'être en tête des économies en transition à cet égard. Le nombre relativement élevé de chômeurs de longue durée en Bulgarie tient à plusieurs problèmes caractéristiques de l'économie, y compris la structure défavorable initiale de la production, la récession économique prolongée et une création plus lente d'emplois dans le secteur privé.

Graphique 7. **CHÔMAGE DE LONGUE DURÉE<sup>1</sup> EN POURCENTAGE DU CHÔMAGE TOTAL**  
T1 1996



1. Plus d'un an.

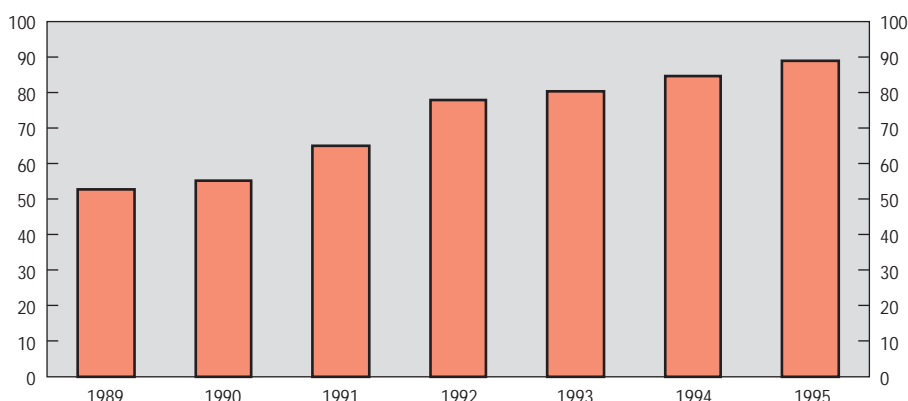
2. T1 1995.

Source : OCDE.

Les forts taux de sorties de la population active officielle, y compris par la retraite anticipée, ont fortement pénalisé le régime de retraite de la Bulgarie ces dernières années. A un moment où les recettes budgétaires diminuait en pourcentage du PIB, le taux de dépendance (rapport retraités/cotisants) a grimpé

régulièrement de 55.1 pour cent en 1990 à 89 pour cent en 1995, en raison à la fois d'une diminution du nombre des cotisants et d'une augmentation du nombre des bénéficiaires (graphique 8). Les fortes ponctions sociales sur les salaires, décrites plus haut, ont à leur tour incité les employeurs à ne pas déclarer leurs salariés dans le secteur privé (informel). Le système de sécurité sociale serait aussi pénalisé par les arriérés de paiements, encore que l'on ne dispose pas de données exactes. En conséquence, la caisse de sécurité sociale connaît des déficits chroniques et a dû être renflouée par le budget de l'État à plusieurs reprises. Néanmoins, comme les salaires, la valeur réelle moyenne des prestations de sécurité sociale a diminué d'à peu près 50 pour cent de 1989 à 1995.

Graphique 8. **TAUX DE DÉPENDANCE**<sup>1</sup>  
En pourcentage



1. Nombre de retraités en pourcentage du nombre total de cotisants au régime de pensions.

Source : OCDE, « Politiques de l'emploi et politiques sociales en Bulgarie », cité dans la base de données Social Challenges of Transition de la Banque mondiale.

La santé et l'éducation ont aussi souffert ces dernières années. Alors que les dépenses dans ces domaines commencent de peser lourdement sur un budget de plus en plus en difficulté, la qualité des services s'est dégradée quelles que soient

les mesures utilisées. Les activités industrielles ont connu une légère contraction, mais la pollution reste généralement élevée et continue de faire peser une grave menace sur la santé dans certaines régions du pays<sup>28</sup>.

Les difficultés économiques de plus en plus grandes liées au processus de transition créent un véritable dilemme pour le gouvernement bulgare au moment même où les ressources budgétaires sont de plus en plus rares. La crise économique a malheureusement encore accru les besoins de la population en matière d'aide sociale. Le secteur public a beaucoup réduit ses engagements sociaux ces dernières années, ramenant les dépenses globales au titre des salaires et traitements, de la sécurité sociale et des subventions directes au-dessous de 14 pour cent du PIB, en 1996, mais on ne peut pas dire pendant combien de temps cette tendance pourra être soutenue du point de vue politique. Cette situation n'est pas étrangère au contexte très délicat dans lequel s'inscrit actuellement la politique économique.

## **II. Politique macroéconomique**

La politique de stabilisation macroéconomique de la Bulgarie s'est heurtée à de nombreuses difficultés et n'a pas toujours été couronnée de succès. La Bulgarie a certes fait d'importants efforts pour se doter des instruments de politique monétaire et budgétaire nécessaires à une économie de marché. Dans le contexte d'un certain nombre de circonstances très défavorables, ces instruments ont été utilisés pour contrôler la croissance des agrégats monétaires, et ils y sont au moins partiellement parvenus. En revanche, les résultats des efforts de stabilisation auraient difficilement pu être plus décevants. Outre la forte instabilité du taux d'inflation et du taux de change, examinée au chapitre I, le rapide gonflement de la dette publique a conduit à une crise budgétaire de plus en plus sérieuse en 1996. Le présent chapitre examine le contexte de la politique macroéconomique bulgare, en s'attachant plus particulièrement aux principaux facteurs qui ont compliqué la poursuite de la stabilisation économique et l'équilibre des finances publiques. Si l'on peut s'interroger sur la cohérence et le bien-fondé du dosage particulier des politiques budgétaire et monétaire parfois utilisé en Bulgarie, les obstacles à la stabilisation ont été essentiellement de caractère structurel. L'accumulation des retards dans la mise en œuvre des réformes structurelles, conjuguée aux problèmes d'application des diverses lois et réglementations, ont limité la portée et la crédibilité de la politique macroéconomique. La prise de conscience de ces limitations explique le comportement extrêmement instable de la demande de monnaie en Bulgarie, ainsi que le manque de confiance dans les banques commerciales.

### **Croissance de la masse monétaire et du crédit**

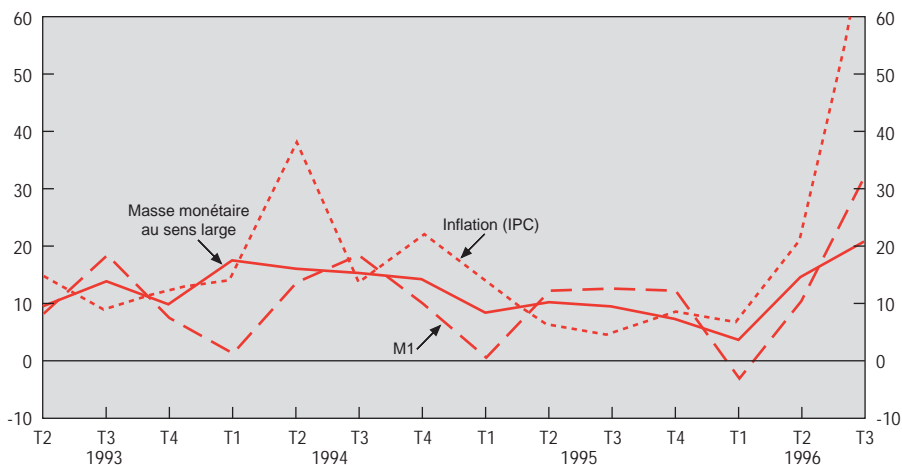
L'analyse de la dynamique des agrégats monétaires ne permet guère, à elle seule, de déterminer l'origine de l'instabilité dont a souffert l'économie bulgare



ces dernières années. Ainsi qu'il apparaît au graphique 9, la croissance de la masse monétaire au sens large et de M1 ne présente pas un profil permettant d'expliquer l'instabilité du taux d'inflation et du taux de change. Qui plus est, l'agrégat M1 rapporté au PIB a reculé, tant en 1994 qu'en 1995, pour toucher en 1995 son point le plus bas depuis le début de la transition, de même que la masse monétaire au sens large et l'agrégat M2 rapporté au PIB<sup>29</sup> (graphique 10).

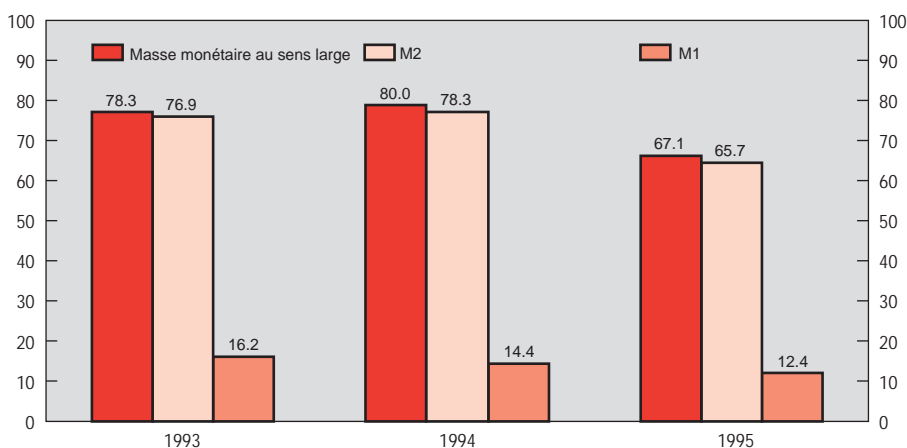
Bien que la masse monétaire ait progressé un peu plus rapidement que l'inflation au début de 1995, la raison en est en fait la faiblesse inattendue de cette dernière. Nombre de dépenses inscrites au budget étaient fixées en termes nominaux sur la base d'une inflation plus forte qu'elle ne l'a été dans la réalité. Plus important encore, le niveau très élevé du taux d'intérêt central (de base) a continué de déterminer l'ampleur des importantes dépenses de l'État au titre du service de la dette intérieure. Curieusement cependant, comme on l'a vu au chapitre I, les efforts visant à aligner la politique macroéconomique sur l'inflation, notamment les baisses du taux d'intérêt de base, ont finalement eu pour effet de déstabiliser la demande de monnaie et d'ouvrir la voie à la crise

Graphique 9. **CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE ET INFLATION**  
D'un trimestre sur l'autre, en pourcentage



Source : BNB, *Monthly Bulletins* 1993-1996 ; OCDE.

Graphique 10. **MASSE MONÉTAIRE**  
En pourcentage du PIB au 31 décembre



Source : BNB, *Annual Report 1995* et *Monthly Bulletins 1993-96*.

financière de 1996. Le renforcement du taux de croissance de la masse monétaire en 1996, illustré au graphique 9, est lié à l'accélération des opérations de refinancement des banques commerciales qui devaient faire face à d'importants retraits. Cette accélération avait en fait commencé en décembre 1995, ce qui n'apparaît pas dans les moyennes trimestrielles présentées au graphique 9 en raison de facteurs saisonniers<sup>30</sup>. Même avant cette expansion monétaire, la valeur du lev n'était soutenue que par une rapide contraction des réserves de change, ce qui conforte la thèse, avancée au chapitre I, selon laquelle les crises de 1994 et 1996 ont été essentiellement le fait de la demande<sup>31</sup>.

Ainsi qu'il apparaît au tableau 10 ci-dessous, l'encours de crédit tant au gouvernement qu'au secteur non financier rapporté au PIB s'est lui aussi réduit à un rythme non négligeable. Cette contraction du crédit est cependant assez trompeuse. En premier lieu, lorsque la Bulgarie s'est engagée sur la voie de la transition, la part du crédit dans le PIB était très élevée essentiellement du fait de la masse des prêts en cours qui étaient libellés en devises. Le poids de ces prêts s'est accru dans des proportions gigantesques avec la dévaluation initiale du lev.

Tableau 10. **Encours du crédit intérieur**

En pourcentage du PIB au 31 décembre

	1992	1993	1994	1995
Crédit total	126.5	132.6	104.0	72.2
Créances sur l'État, net	50.5	64.8	53.0	31.0
Créances sur le secteur non financier	76.0	67.8	51.0	41.3

Source : ISN, *Bulgarian National Accounts*; BNB; OCDE.

En 1993, la part du crédit dans le PIB atteignait le niveau tout à fait exceptionnel de 132.5 pour cent. Deuxièmement, une série de mesures d'assainissement prises entre 1992 et 1995 ont transformé la quasi-totalité des crédits non productifs contractés avant 1991 en obligations d'État. Ainsi, une forte proportion de la baisse observée au tableau 10 tient à ce que des crédits ont été transformés en dette publique, laquelle – nous le verrons plus loin – fait peser une charge redoutable sur l'économie<sup>32</sup>. D'autres crédits plus anciens ont été également dévalués du fait du niveau élevé de l'inflation. L'année 1995 a bien été marquée par une réelle contraction des crédits bancaires, mais le crédit intérieur est demeuré à 72 pour cent du PIB, dont 31 pour cent représentés par les avances au gouvernement et 41 pour cent par les crédits au secteur non financier. Ainsi qu'il apparaît au tableau 18 du chapitre III, la Bulgarie est le seul des pays en transition où un pourcentage aussi élevé de crédits au secteur non financier dans le PIB soit presque exclusivement constitué de nouveaux prêts (postérieurs à la transition)<sup>33</sup>. A peu près 70 pour cent de ces prêts étaient eux aussi considérés comme douteux à la fin de 1995. Le poids de ce crédit apparaît plus clairement dans le gonflement de la dette intérieure et dans la décapitalisation des banques commerciales que dans les statistiques globales présentées au tableau 10.

## **Le cadre de la politique monétaire**

Le contrôle de la masse monétaire a été le principal objectif explicite de la politique monétaire en Bulgarie. Jusqu'en 1997, aucun objectif explicite n'a jamais été annoncé pour le taux de change, et la Banque nationale bulgare (BNB) met implicitement en œuvre une politique de « flottement contrôlé », pour laquelle il est possible de faire appel au marché des changes pour atténuer les fluctuations

à court terme. Comme on l'a vu au chapitre I cependant, la BNB a aussi implicitement tenté d'utiliser ces dernières années le taux de change comme point d'ancrage pour la stabilisation. La politique des revenus et le contrôle des prix ont également joué un rôle – secondaire il est vrai – dans l'effort de stabilisation. Néanmoins, de nombreux facteurs propres aux conditions particulières de la Bulgarie, notamment les difficultés auxquelles se heurte la mise en œuvre des diverses lois et réglementations, ont compliqué la réalisation de toutes ces politiques.

### ***a) Contrôle de la masse monétaire***

Les instruments de contrôle de la masse monétaire ont profondément évolué ces dernières années. Jusqu'au milieu de 1994, le principal élément de contrôle était l'encadrement direct de l'expansion des crédits commerciaux au moyen de la fixation de plafonds. Ces plafonds étaient déterminés chaque mois pour chaque banque commerciale dans le cadre d'un objectif global visant à limiter l'expansion du crédit au secteur non financier. Cet objectif était généralement fixé un peu en dessous du taux d'inflation attendu. Les plafonds de crédit se sont révélés assez difficiles à mettre en œuvre dans la pratique<sup>34</sup>, mais en les ajustant régulièrement, l'expansion globale du crédit au secteur non financier a été rendue à peu près conforme aux objectifs relativement restrictifs qui lui étaient fixés.

Les plafonds de crédit ne couvraient cependant pas toutes les avances importantes, notamment celles consenties à l'État. Les banques n'étaient par ailleurs assujetties à aucune limitation concernant l'achat de titres publics. De plus, les réglementations ne s'appliquaient pas à un certain nombre d'autres catégories de prêts, notamment ceux libellés en devises et l'ensemble des crédits au secteur agricole. Néanmoins, au lieu d'imposer des restrictions administratives supplémentaires, les autorités ont décidé de supprimer les contrôles directs au milieu de 1994 pour les remplacer par des instruments indirects tels que l'utilisation des réserves obligatoires, la politique de refinancement et les opérations d'open-market.

Au moment où cette décision a été prise, les coefficients de réserves obligatoires des banques commerciales ont été portés de 8 à 10 pour cent, et la BNB a déclaré son intention d'interrompre toutes les opérations de refinancement sans garantie. Par la suite, de très fortes majorations d'intérêts ont été également appliquées aux découverts pour en décourager l'utilisation<sup>35</sup>. Le chapitre III

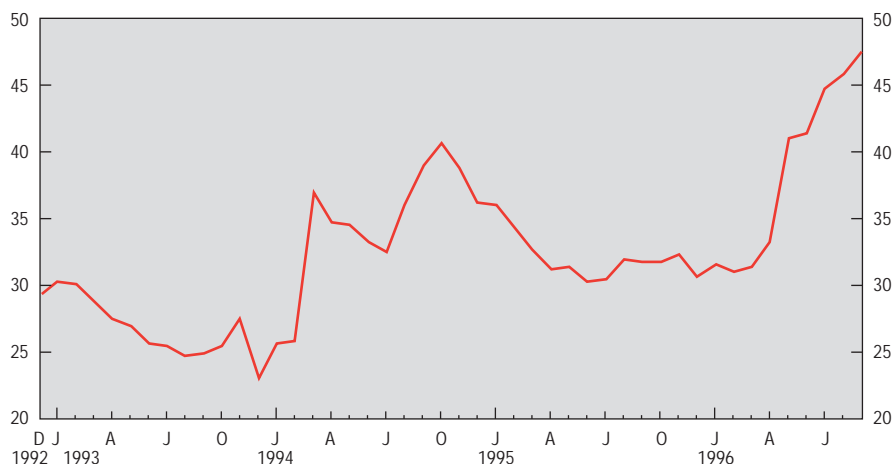
analyse dans le détail l'interaction entre les autorités et les banques commerciales depuis lors. Des problèmes sont apparus du fait que les banques en difficultés financières ont fini par enfreindre de manière chronique les coefficients de réserves obligatoires et les réglementations prudentielles concernant le niveau requis de fonds propres, les dispositions concernant les créances improductives et les liquidités. Le niveau élevé des taux d'intérêt sur les découverts et les autres avances de la BNB n'a eu apparemment qu'un effet très limité sur la demande de banques déjà insolubles. Bien que la BNB ait effectivement réussi à réduire sa part de refinancement dans le PIB<sup>36</sup>, il s'est agi là dans une certaine mesure d'une victoire à la Pyrrhus, obtenue au prix de plusieurs opérations de sauvetage auxquelles ont participé la dette publique ainsi que le capital de la BNB et de la Caisse nationale d'épargne (voir chapitre III). Si le refinancement des banques s'est largement porté sur des crédits Lombard en 1994 et pendant la majeure partie de 1995<sup>37</sup>, la crise du secteur bancaire a été marquée par une accélération des opérations de refinancement sans garantie à la fin de 1995 et en 1996.

La fourniture directe de moyens de financement au gouvernement par la BNB a été fortement réduite au cours de la période 1993-1995. Selon la loi relative à la Banque nationale de 1991, la BNB ne peut accorder au gouvernement que des crédits à court terme (trois mois au plus) pour un montant ne dépassant pas 5 pour cent des recettes de l'État. De plus, ces avances doivent être remboursées avant la fin de l'année<sup>38</sup>. Bien que ce texte comporte certaines ambiguïtés controversées, l'encours de crédit de la BNB au gouvernement a été ramené de 11 pour cent du PIB en 1993 à 3 pour cent en 1995<sup>39</sup>. Ce mouvement est allé de pair avec un développement des ventes de titres aux banques comme moyen pratiquement exclusif de financement du déficit. Il convient cependant de noter que, dans la mesure où ces banques dépendent de moyens de refinancement de la BNB, la différence conceptuelle entre les crédits directs à l'État et la vente de titres publics aux banques commerciales devient relativement ambiguë. Dans le contexte de la crise financière et bancaire croissante des derniers mois de 1996, la difficulté de plus en plus grande de placer les titres de l'État et d'en assurer le service a conduit le Parlement à approuver l'octroi par la Banque nationale d'un nouveau prêt à long terme de 115 milliards de leva (environ 230 millions de dollars à l'époque, ou 6 pour cent du PIB) au ministère des Finances pour couvrir une partie du déficit de 1996.

## b) *Le marché des changes*

Les premiers signes d'instabilité macroéconomique, qui devaient conduire aux crises de 1994 et 1996, sont apparus sur le marché des changes. Le caractère particulier de ce marché en Bulgarie est indissociable de la situation macroéconomique. Son instabilité potentielle reflète le manque de rigueur du cadre réglementaire qui paraît facile à contourner pour de rapides redistributions de portefeuille et des mouvements de capitaux à court terme. Malheureusement, la nature des données existantes ne permet guère de déterminer la mesure dans laquelle l'instabilité constatée a tenu à des mouvements de capitaux à court terme plutôt qu'à de rapides recompositions de portefeuilles d'épargnants intérieurs. Ces deux facteurs semblent avoir l'un et l'autre joué un rôle important. Ainsi qu'il apparaît au graphique 11<sup>40</sup>, les dépôts auprès des banques bulgares se sont assez également répartis ces dernières années entre comptes en leva et comptes en devises. De plus, on sait que du fait du traitement fiscal préférentiel des dépôts personnels, une forte partie de ce que l'on appelle les «dépôts des ménages» en Bulgarie est

Graphique 11. **PART DES DÉPÔTS EN DEVISES DANS LES DÉPÔTS BANCAIRES**  
En pourcentage



N.B. : Aux taux de change courants.

Source : BNB, *Monthly Bulletins* 1993-1996 ; OCDE.

constituée par les avoirs d'entreprises. Ces entreprises peuvent être relativement plus disposées et mieux placées que le particulier moyen pour procéder à des transactions rapides et massives sur le marché des changes en fonction de l'évolution des rendements attendus.

Les réglementations applicables à l'activité de change prévoient la convertibilité partielle du lev pour les opérations courantes (aux termes de l'article 14 mais non de l'article 8 des Statuts du FMI). Les exportateurs ont le droit de conserver la totalité des devises qu'ils reçoivent et les importateurs peuvent acheter des devises auprès des banques commerciales sur présentation de documents prouvant la réalité des importations. Les résidents peuvent acheter des devises (à concurrence de 2 000 dollars) pour voyager à l'étranger et peuvent librement ouvrir des comptes en devises auprès des banques commerciales. Les institutions financières agréées, parmi lesquelles figurent les « maisons financières » et les « bureaux de change » ainsi que les banques, peuvent procéder à des opérations sur devises si elles y sont autorisées par la BNB. Les bureaux de change, qui sont devenus très nombreux, sont seulement autorisés à offrir leurs services aux particuliers.

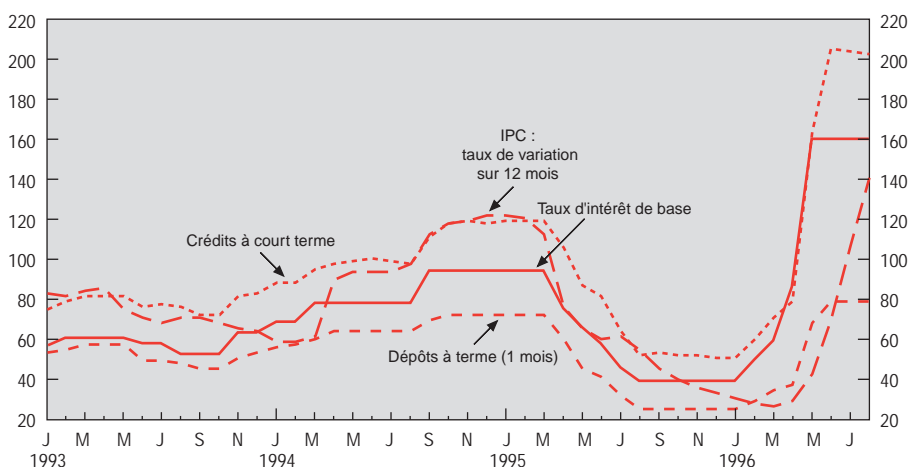
Il apparaît en fait que le régime de change de la Bulgarie est nettement plus libéral que le paragraphe qui précède pourrait le donner à penser, la raison en étant que les réglementations en vigueur ne paraissent guère être respectées. Plus important peut-être, il est largement admis que des flux massifs de capitaux à court terme ont été opérés sous couvert d'opérations d'importation ou d'exportation<sup>41</sup>. Ainsi, les crises de 1994 et 1996 pourraient fort bien être liées à un « problème de peso ». Néanmoins, l'application des réglementations concernant les activités des résidents sur le marché des changes a été elle aussi très laxiste. Apparemment, en dépit des réglementations qui interdisent cette pratique, nombre de bureaux de change sont intervenus sur le marché de gros (pour des ventes de devises à des entreprises par exemple) et ont ignoré les restrictions limitant le volume des ventes individuelles.

### *c) Le taux d'intérêt de base*

Le taux d'intérêt de base de la BNB a joué un rôle extrêmement important dans la politique monétaire de la Bulgarie. Comme on l'a vu au chapitre I, les modifications du taux de base semblent avoir été largement responsables de la déstabilisation de l'économie en 1994 et en 1996. Le taux de base est ajusté de

manière ponctuelle par la BNB, en fonction du jugement porté sur la situation économique présente et attendue, notamment en ce qui concerne l'inflation. Le graphique 12 fait apparaître une étroite relation entre l'indice des prix à la consommation (IPC) et la politique passée de taux d'intérêt, et illustre la synchronisation des taux commerciaux avec les mouvements du taux de base.

Graphique 12. **INFLATION ET TAUX D'INTÉRÊT**  
En pourcentage



Source : BNB, *Monthly Bulletins* 1993-96 ; ISN ; OCDE.

Du fait des dispositifs institutionnels existant en Bulgarie, la quasi-totalité des contrats financiers sont assortis d'un taux d'intérêt flottant représentant un pourcentage donné du taux de base. C'est notamment le cas des prêts commerciaux et des fonds d'État. Un problème fondamental de la politique monétaire tient à ce que les modifications du taux d'intérêt de base peuvent avoir un certain nombre d'effets simultanés complexes dans différents secteurs de l'économie. Premièrement, les dépenses du budget de l'État sont très sensibles au taux de



base en raison du poids élevé que représente le service de la dette intérieure. Ce sont essentiellement les inquiétudes concernant le budget public qui ont été à l'origine des efforts faits pour faire baisser le taux d'intérêt. Deuxièmement, les hausses du taux d'intérêt ont généralement aggravé les difficultés des banques commerciales et des entreprises débitrices. Dans le cas des entreprises, une telle hausse alourdit directement le poids du service de la dette et le coût du crédit. En ce qui concerne les banques, elles élève le coût des dépôts mais n'a pas un effet comparable sur la valeur des actifs. Cela tient au fort pourcentage des créances non productives dans les actifs bancaires et au fait qu'une hausse des taux d'intérêt a de grandes chances de l'accroître encore. Curieusement, pour cette raison, la demande de moyens de refinancement des banques commerciales pourrait bien être en fait une fonction croissante du taux d'intérêt, et ce, bien que les taux de refinancement augmentent parallèlement au taux de base. Compte tenu de ce que ce dernier était très élevé en termes nominaux au début de 1995 et un taux d'inflation plus bas qu'attendu, ces deux phénomènes sont devenus importants et expliquent, pour une très large part, la décision de la BNB de réduire sensiblement le taux de base au milieu de 1995. Cette décision paraît cependant avoir eu un effet très déstabilisateur sur l'économie, mettant par là même en lumière un autre effet potentiel extrêmement important des modifications du taux de base : leur incidence sur la demande monétaire. Compte tenu de la possibilité d'opérer des mouvements de capitaux à court terme et de modifier rapidement la composition des portefeuilles entre les actifs libellés en leva et ceux libellés en monnaie forte, la demande de monnaie peut être très sensible aux mouvements du taux d'intérêt. Qui plus est, comme l'ont malheureusement montré les expériences de 1994 et 1996, la demande de monnaie est une fonction instable du seul taux d'intérêt. Dans la mesure où elle dépend aussi d'autres variables économiques qui peuvent être sensiblement affectées par des modifications du taux de base (réserves de change, anticipations inflationnistes), une baisse de la demande de monnaie due à une diminution du taux d'intérêt peut ne pas être nécessairement compensée par un relèvement ultérieur du taux d'intérêt.

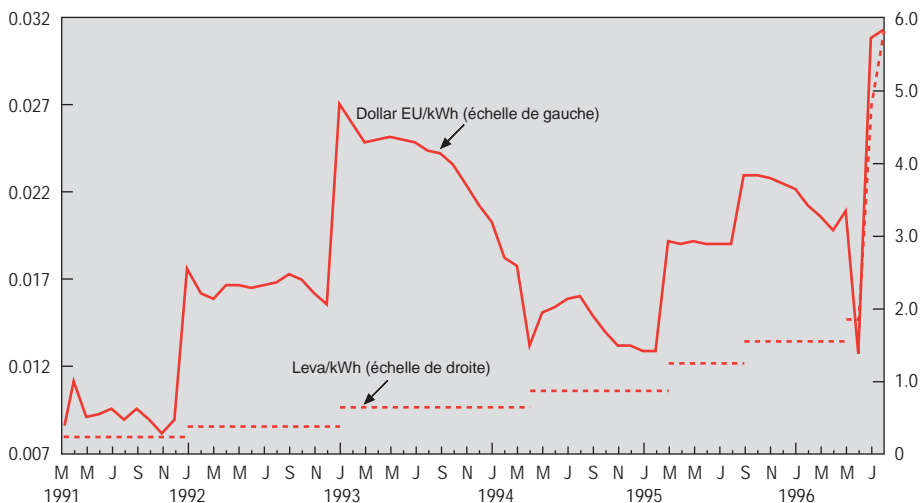
#### ***d) Politiques des revenus et contrôles des prix***

Autre pierre angulaire de la politique macroéconomique bulgare : l'encadrement des salaires et des pensions. Deux réglementations qui contrôlent la progression des salaires ne sont applicables qu'au secteur public.

Premièrement, les traitements des fonctionnaires font l'objet d'une indexation périodique selon une formule préannoncée. Deuxièmement, lorsque l'augmentation de la masse salariale dépasse un plafond prédéterminé, les entreprises publiques sont soumises à une taxe très progressive sur les « augmentations excessives de salaires », de plus de 100 pour cent. Outre ces deux dispositifs, les salaires des secteurs privé et public sont assujettis à de lourdes cotisations de sécurité sociale (voir la discussion qui suit). Les pensions sont indexées deux fois par an sur la base d'une formule conjuguant l'inflation passée et l'inflation attendue. Comme on l'a vu au chapitre I, la progression des salaires dans le secteur public et l'augmentation des pensions sont restées ces dernières années très inférieures au taux d'inflation. Dans le même temps, l'articulation de la politique économique laisse de moins en moins de place à des contrôles directs des revenus du fait à la fois de la contraction de la part des salaires dans les revenus et des possibilités de plus en plus nombreuses de contourner les restrictions, notamment dans le secteur privé en expansion<sup>42</sup>.

Bien que la très grande majorité des prix ait été totalement libérée en 1991-1992, certains contrôles de prix continuent de jouer un rôle dans le cadre de la politique de stabilisation, même si ce rôle peut paraître relativement implicite. La plupart des contrôles de prix, qui concernent essentiellement les denrées alimentaires de base, les transports publics et les services d'intérêt public aux ménages, sont davantage inspirés par des préoccupations distributives que par un souci de stabilisation. Le nombre de produits dont les prix sont réglementés est néanmoins suffisant pour que l'incidence globale des contrôles sur l'inflation ne paraisse pas négligeable<sup>43</sup>. Les contrôles des prix de l'énergie ont joué un rôle particulièrement important en Bulgarie<sup>44</sup>. Ces dernières années, les subventions aux prix de l'énergie ont été réduites, et en 1996 elles avaient pratiquement disparu. Néanmoins, les tarifs de l'électricité sont restés fortement subventionnés jusqu'au milieu de 1996. Bien que la Banque mondiale ait fixé un objectif de 3.5 cents par kW en 1994, sur la base d'une estimation des coûts marginaux à long terme en Bulgarie, comme condition préalable à la signature d'un accord de prêt, le gouvernement ne s'est véritablement rapproché de cet objectif qu'en 1996. Les tarifs de l'électricité ont été fixés en leva sur une base périodique<sup>45</sup>. Le prix de l'électricité en dollars a donc régulièrement baissé parallèlement à la dépréciation du lev (graphique 13).

Graphique 13. PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ POUR LES MÉNAGES



Source : BNB.

## La politique budgétaire et le budget

Les finances de l'État bulgare sont soumises à une double contrainte, du côté des recettes comme du côté des dépenses. Les recettes publiques rapportées au PIB ont régulièrement diminué, passant de 58 pour cent en 1989 à 36 pour cent en 1995. Si l'on en croit des données préliminaires, elles auraient encore baissé, à 31 pour cent, en 1996. Du côté des dépenses, la reprise du service de la dette extérieure en 1994 et, plus encore, le service d'une dette intérieure en rapide expansion, ont absorbé une part grandissante des ressources de l'État. Ces deux tendances ont rendu très difficile la réalisation des objectifs même minimaux de la politique sociale. Si les déficits budgétaires consolidés ont été seulement de 5.8 et 5.7 pour cent du PIB en 1994 et 1995, c'est uniquement grâce aux excédents primaires de 7.8 et 8.6 pour cent du PIB enregistrés ces mêmes années. Le chiffre préliminaire du déficit budgétaire pour 1996 est de 11.5 pour cent, avec un excédent de 8.2 pour cent. Le rapide gonflement de la dette publique fait peser une lourde menace sur la poursuite de la stabilisation macroéconomique.

## Encadré 1. Le système fiscal bulgare

La mise en place d'un système fiscal conçu dans l'optique du marché, qui assure tout à la fois des recettes publiques suffisantes et de puissantes incitations économiques, a été l'une des tâches les plus difficiles dans nombre de pays en transition économique. La Bulgarie en est l'illustration la plus notable du fait des conditions particulièrement défavorables qui étaient au départ les siennes. La principale source de recettes publiques était à l'origine l'impôt sur les bénéfices collecté auprès des entreprises publiques. Une large fraction du PIB était centralisée de la sorte, les déductions directes, d'un montant limité, en faveur des budgets des municipalités n'ayant commencé qu'à la fin des années 80. En 1989, à la veille de la période de transition, les recettes fiscales de l'État représentaient près de 50 pour cent du PIB. Par la suite, elles ont reculé plus vite que le PIB, la part des recettes fiscales budgétaires consolidées dans le PIB atteignant, selon des données préliminaires, un point bas de 25.5 pour cent en 1996 (31 pour cent de l'ensemble des recettes).

Pendant la période de transition, le système fiscal a surtout fait appel à un impôt sur les bénéfices, une taxe sur le chiffre d'affaires (TVA depuis 1994), un impôt sur le revenu des personnes physiques, et des cotisations de sécurité sociale. A cela s'ajoute une taxe spéciale sur les « hausses excessives de salaire » qui ne s'applique qu'aux entreprises publiques. Les chefs d'entreprise indépendants acquittent l'impôt sur le revenu des personnes physiques à la place de l'impôt sur les bénéfices. Étant donné le très faible niveau des profits déclarés ces dernières années, ainsi que l'ampleur des arriérés d'impôt (tableau 23), la contribution de l'impôt sur les bénéfices aux recettes publiques a chuté de manière spectaculaire par rapport à celle des impôts indirects (TVA). On estime que l'impôt sur les bénéfices représentait 41 pour cent des recettes fiscales en 1990, mais ce chiffre a régulièrement diminué pour tomber à moins de 16 pour cent ces dernières années. Pendant la même période, en revanche, la part des impôts indirects dans les recettes fiscales totales est passée de 10 à 30 pour cent. Les parts des cotisations de sécurité sociale et des impôts sur le revenu dans les recettes totales sont restées plus stables, se maintenant entre 27-35 pour cent et 14-17 pour cent respectivement.

La fiscalité directe a continué de peser lourdement sur la plupart des entreprises, la somme des obligations fiscales absorbant souvent largement plus de la moitié des profits. Les taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés ont été ramenés de 65 pour cent en 1989-1990 (taux de base de 50 pour cent plus prélèvements spéciaux de 15 pour cent) à 40 pour cent en 1991 (50 pour cent pour les institutions financières). De plus, les entreprises publiques acquittaient une taxe municipale de 10 pour cent. Avant 1996, les entreprises privées dont les bénéfices étaient inférieurs à un certain plancher (1 million de leva en 1994) étaient imposées à un taux plus faible (30 pour cent). Pour 1996, le taux de l'impôt sur les bénéfices ont été abaissés et unifiés pour les entreprises publiques et privées, s'établissant à 36 pour cent pour les entreprises dont les bénéfices sont supérieurs

*(voir page suivante)*

*(suite)*

à 2 millions de leva et à 26 pour cent dans les autres cas. Les déductions au titre de la sécurité sociale varient entre 35 et 50 pour cent des salaires bruts. Les impôts sur le revenu des personnes physiques ou des chefs d'entreprise individuels sont calculés sur la base de taux marginaux progressifs s'établissant entre 20 et 52 pour cent.

Jusqu'en 1994, la fiscalité indirecte était constituée d'un certain nombre de taxes sur le chiffre d'affaires et de droits d'accise qui variaient fortement selon les produits. En 1994, la taxe sur le chiffre d'affaires a été remplacée par une TVA au taux unifié de 18 pour cent (porté à 22 pour cent en 1996). Les droits d'accise différenciés ne s'appliquent plus qu'aux combustibles, aux produits à base de tabac, aux alcools et à certains produits de luxe. Cette réforme a été couronnée de succès pratiquement à tous les égards<sup>46</sup>. La TVA a non seulement contribué à atténuer les distorsions de prix, mais elle s'est révélée être un mécanisme relativement efficace pour la collecte de fonds. Elle est devenue la principale source de revenu fiscal du gouvernement bulgare, et c'est grâce à elle que le secteur privé a pu être soumis à une forte fiscalité.

Jusqu'en 1996, le système fiscal bulgare accordait de nombreux avantages aux entreprises privées par rapport aux entreprises publiques. Outre les taux potentiellement plus faibles de l'impôt sur les bénéfices et l'exonération des taxes municipales et de la taxe sur les augmentations excessives de salaire, les entreprises privées bénéficiaient de nombreux avantages exclusifs qui leur permettaient de déduire différentes catégories de dépenses, notamment les remboursements de prêts et certaines acquisitions de terrains. La réforme fiscale mise en œuvre en 1996 a cependant supprimé la quasi-totalité de ces avantages particuliers, créant des conditions pratiquement identiques pour les entreprises publiques et les entreprises privées. L'une des seules exceptions est le maintien de la taxe sur les hausses excessives de salaire dans le cas des entreprises dont plus de 50 pour cent du capital est détenu par l'État. On espère que l'harmonisation de la fiscalité réduira les incitations à des transferts informels du secteur public vers le secteur privé, et qu'elle permettra à l'État de mieux assujettir le secteur privé à la fiscalité directe. Dans le même temps cependant, de nouveaux amendements ont été apportés à la fin de 1996 à la loi sur l'imposition des bénéfices, qui accordent à certaines entreprises privatisées une exonération temporaire de l'impôt sur les bénéfices pour une période de trois ans, une exonération partielle de 50 pour cent pouvant être obtenue pendant les quatrième et cinquième années.

De nombreuses études et enquêtes font apparaître que le poids et l'instabilité de la fiscalité sont l'un des principaux problèmes d'incitation que connaît l'économie bulgare et expliquent l'ampleur de la fraude fiscale dans ce pays. Outre des modifications explicites des taux d'imposition, les règles régissant les définitions et les calculs de divers impôts ont été fréquemment modifiées, généralement dans le but d'accroître les rentrées fiscales de l'État. Il en résulte des risques accrus pour les entreprises, qui peuvent en outre penser que la déclaration d'importants bénéfices risque de conduire à des ajustements

*(voir page suivante)*

*(suite)*

délibérés des règles fiscales dans un sens défavorable (effet de « cliquet »). De même, du fait de l'ampleur des déductions au titre de la sécurité sociale, les entreprises bulgares tant publiques que privées sont fortement incitées à embaucher officiellement des travailleurs à des salaires proches du salaire minimum et à leur assurer par quelque autre moyen un complément de rémunération.

La lutte contre la fraude fiscale, notamment dans le secteur privé, a été l'une des principales batailles menées par les autorités. Les arriérés d'impôts posent aussi un sérieux problème. Selon une déclaration du ministère des Finances, le montant totale des arriérés d'impôts s'établissait à 60 milliards de leva à la fin de 1995, soit l'équivalent de 6.9 pour cent du PIB (voir aussi le tableau 23 du chapitre IV)<sup>47</sup>.

Ainsi qu'il ressort du tableau 11, les recettes publiques rapportées au PIB ont été relativement faibles comparativement à la plupart des autres économies en transition. Le budget consolidé (tableau 12) permet de constater que la baisse des recettes a essentiellement tenu à une diminution du produit de l'impôt. La part des recettes fiscales dans le PIB a fléchi, passant de près de 50 pour cent en 1989 à moins de 25.5 pour cent en 1993. Ceci tient à l'érosion de l'ancienne assiette d'imposition, constituée par les profits des entreprises publiques. Bien que le gouvernement ait entrepris une réforme compatible avec l'élargissement de l'assiette d'imposition et une amélioration de l'efficacité de l'impôt (voir encadré 1), le développement des institutions fiscales ne s'est fait qu'avec lenteur et sans toujours répondre aux objectifs visés. En particulier, il est apparu très difficile d'assujettir à une imposition directe le secteur privé dont la dimension ne cesse de s'accroître.

Du côté des dépenses budgétaires, la caractéristique la plus frappante est le poids croissant des dépenses d'intérêts associées à la dette publique. De 1992 à 1996, les intérêts sur la dette publique sont passés de 6.4 pour cent à près de 20 pour cent du PIB, dont 17 pour cent pour la seule dette intérieure. Les paiements d'intérêts ont de plus en plus pris le pas sur les dépenses au titre des salaires, traitements, sécurité sociale et subventions directes, dont le montant total est tombé de 24 pour cent du PIB en 1993 à 14 pour cent en 1995. Comme le soulignait le chapitre I, cette forte contraction des dépenses sociales intervient précisément à un moment où les besoins de protection sociale vont croissant.

Tableau 11. **Recettes et dépenses publiques<sup>1</sup> en Bulgarie et dans certains pays**

En pourcentage du PIB

	1992			1993			1994			1995		
	Recettes totales	Dépenses totales	Déficit budgétaire	Recettes totales	Dépenses totales	Déficit budgétaire	Recettes totales	Dépenses totales	Déficit budgétaire	Recettes totales	Dépenses totales	Déficit budgétaire <sup>2</sup>
<b>Bulgarie</b>	<b>40.5</b>	<b>46.0</b>	<b>-5.6</b>	<b>37.2</b>	<b>48.1</b>	<b>-10.9</b>	<b>40.2</b>	<b>46.0</b>	<b>-5.8</b>	<b>36.1</b>	<b>41.8</b>	<b>-5.7</b>
République tchèque	56.0	54.0	2.0	49.7	49.7	0.0	48.7	50.7	-2.0	49.1	49.4	-0.3
Hongrie	46.3	53.6	-7.2	46.9	55.2	-8.3	44.4	52.7	-8.4	43.5	51.6	-8.0
Pologne <sup>3</sup>	45.1	50.0	-4.9	47.6	49.9	-2.3	48.3	50.5	-2.2	47.8	49.7	-1.9
Roumanie	37.4	42.0	-4.6	33.8	34.2	-0.4	32.0	33.9	-1.9			
Russie <sup>4</sup>	41.6	60.5	-18.9	37.5	45.1	-7.6	33.6	43.7	-10.1	34.0	40.5	-6.5
République slovaque <sup>5</sup>							50.5	49.7	0.8	51.5	48.3	3.2

1. Secteur public consolidé.

2. Chiffres provisoires.

3. Administrations publiques, hors transferts entre le budget de l'État, les budgets des collectivités locales, les fonds extrabudgétaires et les unités extrabudgétaires.

4. Solde du secteur public élargi.

5. Hors transferts intragouvernementaux.

Source : Ministère des Finances; FMI; OCDE.

Tableau 12. **Le budget consolidé**

En pourcentage du PIB

	1993	1994 <sup>1</sup>	1995	1996 <sup>2</sup>
Recettes	37.2	40.2	36.1	30.7
Recettes fiscales	28.9	32.0	29.6	25.5
<i>dont :</i>				
Impôt sur les bénéfices	2.2	3.7	3.8	4.0
Impôt sur le revenu	5.0	4.5	4.2	4.1
TVA et droits d'accise	7.3	10.8	9.5	7.6
Droits de douane	3.0	2.8	2.5	2.1
Cotisations de sécurité sociale	10.1	9.0	8.0	6.8
Autres recettes fiscales	1.3	1.2	1.7	1.0
Autres recettes	6.2	7.7	5.7	4.7
<i>dont : Comptes extrabudgétaires</i>	2.1	0.5	0.7	0.4
Dépenses totales	48.1	46.0	41.8	42.2
Dépenses courantes hors intérêts	36.8	30.9	26.4	21.9
<i>dont :</i>				
Salaires et traitements	6.4	5.3	4.7	3.6
Entretien et fonctionnement	6.5	6.4	5.5	4.3
Défense et sécurité	4.0	3.6	3.6	3.0
Subventions	2.2	1.4	1.1	0.7
Dépenses de sécurité sociale	15.1	13.1	10.9	9.3
Comptes extrabudgétaires	2.6	1.0	0.6	0.9
Investissement	1.9	1.5	1.1	0.7
Solde primaire	-1.5	7.8	8.6	8.2
Intérêts de la dette intérieure	8.3	12.3	11.4	16.9
Solde intérieur	-9.8	-4.5	-2.9	-8.8
Intérêts de la dette extérieure	1.0	1.3	2.8	2.7
Déficit (secteur public consolidé)	-10.9	-5.8	-5.7	-11.5

1. L'ISN n'ayant commencé de retrancher les plus-values non réalisées des chiffres du PIB qu'en 1994, les chiffres à partir de 1994 ne sont pas exactement comparables à ceux de 1993. Si l'on prend en compte les plus-values non réalisées dans les estimations du PIB de 1994, la part des recettes devient 38.3 pour cent et celle des dépenses devient 43.7 pour cent, ce qui donne un déficit de 5.5 pour cent.

2. Chiffres provisoires.

Source : Ministère des Finances ; ISN ; OCDE.

Comme le montre le tableau 13, si le poids cumulé du financement du déficit sur la dette publique a régulièrement augmenté, la majeure partie de cette dette est liée à des programmes destinés à prendre en charge le passif de banques commerciales. Plusieurs opérations à cet effet sont intervenues avant 1995 dans le cadre desquelles l'État a pris à son compte des créances improductives contractées avant 1991, à quoi s'est ajoutée une nouvelle opération de sauvetage en 1995 et l'émission d'obligations pour assurer les dépôts des banques insolubles en 1996 (voir le chapitre III pour plus de détails). La réduction de la part de la dette liée à des créances douteuses dans le PIB en 1995 est en fait assez trompeuse. Une



Tableau 13. **Structure de la dette publique intérieure**

Type de dette	31 décembre 1993			31 décembre 1994			31 décembre 1995			30 juin 1996		
	Montant (en milliards de leva)	Part dans la dette totale (en %)	Part dans le PIB (en %)	Montant (en milliards de leva)	Part dans la dette totale (en %)	Part dans le PIB (en %)	Montant (en milliards de leva)	Part dans la dette totale (en %)	Part dans le PIB (en %)	Montant (en milliards de leva)	Part dans la dette totale (en %)	Part dans le PIB (en %)
A la BNB	33.4	30.1	11.2	40.1	14.7	7.7	26.1	7.6	3.0	30.1	6.2	
Dette directe à d'autres institutions financières <sup>1</sup>	2.7	2.4	0.9	2.2	0.8	0.4	1.7	0.5	0.2	1.5	0.3	
Titres destinés à financer le déficit	36.4	32.8	12.2	74.8	27.3	14.3	154.7	44.8	17.8	197.3	40.4	
Titres destinés à couvrir les créances douteuses	38.6	34.7	12.9	156.6	57.2	30.0	162.8	47.1	18.7	243.6	49.8	
Titres destinés à la protection des dépôts	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.4	3.4	
Total	111.1	100.0	37.2	273.7	100.0	52.4	345.3	100.0	39.7	488.9	100.0	

1. Caisse d'épargne nationale et Institut national d'assurance.

Source : Ministère des Finances, *Government Debt Management 1993-1996*; ISN.

opération de sauvetage au milieu de l'année a remplacé un important volume d'obligations spéciales à faible rendement ( $\frac{1}{3}$  du taux de base) dans les portefeuilles de deux grandes banques en difficulté par de nouvelles obligations à sept ans assorties du taux d'intérêt du marché<sup>48</sup>. Ainsi, comme le tableau 12 permet de le constater, le poids du service de la dette intérieure est resté aussi élevé en 1995 qu'en 1994, et, comme on le verra au chapitre III, la situation du secteur bancaire a continué de se dégrader à un rythme alarmant tout au long de l'année 1995. Même en faisant abstraction des retraits massifs de fonds opérés à la fin de 1995 et en 1996, le maintien en activité des banques commerciales existantes aurait très vraisemblablement exigé une nouvelle et forte injection de capital en 1996. L'alourdissement de la dette publique, conjugué à la décapitalisation simultanée du secteur bancaire, est peut-être le meilleur indicateur macroéconomique du poids excessif que les problèmes posés par la réforme structurelle commençaient à faire peser sur les ressources de l'État.

A la fin de 1995, la dette extérieure était près de deux fois supérieure à la dette intérieure en pourcentage du PIB (76.6 pour cent)<sup>49</sup>. Néanmoins, l'échéancier de cette dette, négocié dans une large mesure dans le cadre de l'accord de rééchelonnement de 1994 décrit dans l'encadré 2, est tel que le poids direct des engagements vis-à-vis de l'étranger sur le budget de l'État est nettement plus faible que celui de la dette intérieure. Étant donné néanmoins les niveaux extrêmement bas des finances extérieures ces dernières années et le solde négatif du compte des opérations courantes, il semble bien que les ponctions opérées par le service de la dette extérieure sur les réserves de change aient largement contribué à déstabiliser l'économie tant en 1994 qu'en 1996. Comme le rappelait rapidement le chapitre I, l'anticipation d'un accord de rééchelonnement de la dette impliquant le versement immédiat de plus de 700 millions de dollars à un moment où la BNB avait largement utilisé les réserves de change pour défendre la valeur du lev pourrait avoir eu un effet négatif sur la demande de monnaie (voir graphique 2 au chapitre I). De la même façon, en janvier 1996, alors que les réserves de change étaient soumises à de fortes ponctions pour défendre la monnaie, les autorités ont été obligées d'effectuer un paiement de 136 millions de dollars au titre du service de la dette. Plus important encore, la perspective d'un versement supplémentaire de l'ordre de 1 milliard de dollars au titre du service de la dette pour le reste de 1996 pourrait avoir compromis la crédibilité de l'engagement implicite de la BNB d'intervenir sur le marché des changes pour défendre la monnaie.

## Encadré 2. Dette extérieure de la Bulgarie

Après que le gouvernement bulgare ait déclaré un moratoire sur le service de la dette extérieure en mars 1990, les arriérés ont continué de s'accumuler. La dette publique extérieure, composée pour environ 85 pour cent d'engagements à l'égard de banques commerciales étrangères, est passée de 10.6 milliards de dollars à la fin de 1990 à 12.5 milliards de dollars à la fin de 1993, soit l'équivalent de 115 pour cent du PIB et de 250 pour cent des exportations.

Au cours de la période 1992-1993, le gouvernement a négocié une série d'accords partiels qui rééchelonnaient la part de la dette extérieure (15 pour cent) due à des gouvernements étrangers à la condition que la Bulgarie reprenne les paiements d'intérêts sur cette dette. Un important accord de restructuration de la dette a été finalement conclu en juin 1994 avec les banques commerciales du Club de Londres, portant sur une somme de l'ordre de 8.7 milliards de dollars. La Bulgarie a obtenu une option de rachat de 74.8 pour cent, grâce à quoi 13 pour cent de la dette a été retirée (achetée). Des titres Brady d'un montant nominal de 5.1 milliards de dollars ont été émis pour le reste de la dette : environ un tiers était constitué d'obligations émises au-dessous du pair (DISC, échéance à 30 ans, principal à rembourser en une seule fois), un tiers d'obligations à intérêt progressif (FLIRB, 18 ans d'échéance, intérêt versé par tranches croissantes), et un tiers d'obligations émises pour le règlement des arriérés d'intérêt (17 ans d'échéance). A quelques exceptions mineures près, les intérêts sur les obligations Brady sont versés à un rythme semestriel (janvier et juillet), généralement au taux LIBOR plus 13/16 pour cent. Les DISC et les FLIRB peuvent également être utilisés pour des échanges de créances contre des participations dans le cadre des privatisations, possibilité que la Bulgarie est le seul parmi les pays en transition à offrir jusqu'à présent.

A la suite de l'accord du Club de Londres, la dette extérieure brute est tombée à 10.4 milliards de dollars à la fin de 1994. En 1995, elle a encore diminué, s'établissant à 9.45 milliards de dollars, en partie du fait d'un accord qui annulait la dette à l'égard des banques commerciales russes, et en partie du fait du début des échanges de créances contre des participations (pour un montant estimé à 100 millions de dollars). La structure de la dette extérieure s'est également modifiée : en 1995, les banques commerciales détenaient 57 pour cent des créances, 25 pour cent étaient dus à des créanciers officiels (y compris les comptes non réglés du COMECON), et les engagements à l'égard d'institutions financières internationales représentaient 18 pour cent du total<sup>50</sup>.

Malgré cet allègement substantiel, le service de la dette fait encore peser une lourde charge financière sur le pays, de l'ordre de 1 milliard de dollars par an jusqu'en 1999.

La crise de 1996 a eu une forte incidence sur les problèmes associés à la dette publique en Bulgarie. Bien que la rapide inflation de 1996 ait dévalué une partie du principal, la crise a fortement alourdi la charge que la dette, tant

intérieure qu'extérieure, fait peser sur le budget de l'État. L'une des raisons en est qu'une forte proportion de la dette intérieure est malencontreusement libellée en monnaies fortes, et que la charge qui en résulte s'est alourdie avec la dévaluation de la monnaie<sup>51</sup>. Deuxièmement, les mesures d'urgence prises en 1996 pour stabiliser l'économie prévoyaient de forts relèvements du taux d'intérêt de base de la BNB qui a même dépassé le taux d'inflation pendant une partie de la période. Outre les nouvelles émissions de fonds d'État destinées à couvrir les dépôts dans les banques insolubles, l'augmentation des besoins de financement du déficit en 1996 et les sérieuses difficultés rencontrées pour placer les titres à moyen ou long terme ont également alourdi le poids du service de la dette. Ces problèmes, qui ont porté le service de la dette intérieure à 17 pour cent du PIB en 1996, laissent craindre une crise budgétaire prochaine en Bulgarie au lendemain de la crise monétaire.

La mise en faillite prochaine d'un certain nombre de banques commerciales insolubles, officiellement demandée par la Banque nationale, aurait également un effet ambigu sur le problème de la dette. D'une part, cela permettrait à l'État de retirer les obligations placées dans les portefeuilles de ces banques. D'autre part, aux termes de la législation récente, après la déclaration de faillite, le gouvernement devra honorer les assurances prises sur les dépôts de ces banques. De plus, comme les banques en difficulté ont adossé bon nombre de leurs crédits de refinancement sur des fonds d'État depuis 1994, une large part de ces titres a ultérieurement été transférée dans les portefeuilles d'institutions solvables.

La dévaluation spectaculaire du lev a elle aussi sensiblement alourdi la charge réelle de la dette extérieure, ce qui pourrait encore entraver les efforts visant à rétablir la crédibilité de la politique de taux de change et à parvenir à la stabilisation. La Bulgarie risque donc d'être confrontée pendant encore plusieurs années à des problèmes liés au service de la dette extérieure.

## **Les limitations de la politique macroéconomique**

Comme on vient rapidement de le voir, la marge de manœuvre de la politique macroéconomique en Bulgarie a été limitée par la conjonction de conditions de départ défavorables, de difficultés d'application de diverses réglementations, et de retards des réformes structurelles qui ont fait supporter par l'État le coût de pertes économiques substantielles. Parmi les conditions

défavorables de départ figurent la dette héritée du passé, la faiblesse de la compétitivité (des profits) et l'absence d'institutions financières, budgétaires et monétaires efficaces. La deuxième catégorie de problèmes concerne essentiellement la législation fiscale, les réglementations en matière de change et les réglementations prudentielles applicables aux établissements bancaires. La prise en charge de pertes économiques par l'État, qui correspond à la dernière catégorie de problèmes, découle de problèmes structurels tels que des faillites, la privatisation, et le pouvoir des autorités monétaires sur les banques commerciales qu'elles contrôlent (possibilité de faire respecter les principes de gestion, de retirer des licences, etc.). Tous ces facteurs sont bien évidemment interdépendants. Les conditions héritées du passé créent un contexte dans lequel il est difficile de faire appliquer d'importantes réglementations économiques, tandis que la poursuite effective des réformes structurelles implique à la fois des coûts sociaux élevés à court terme et l'application de réglementations essentielles.

S'il ne fait pas de doute que la non-application d'un certain nombre de réglementations importantes a constitué une sérieuse entrave à l'objectif de stabilisation économique, il est difficile de dire dans quelle mesure ces problèmes doivent être considérés comme endogènes ou exogènes à la politique économique. La mise en œuvre effective de réglementations ambitieuses dans ces domaines exige bien évidemment la difficile mise en place d'un cadre institutionnel, et ce sur un certain nombre d'années. Le choix actuel des réglementations de base et l'affectation des rares ressources disponibles à leur mise en œuvre constituent le plus difficile de tous les problèmes qui se posent aux pouvoirs publics des économies en transition, notamment dans un pays comme la Bulgarie qui a encore fort à faire pour que l'autorité de la loi soit respectée dans le domaine économique. Les autorités doivent s'employer à faire évoluer les esprits qui trouvent de faciles excuses au non-respect des lois et réglementations économiques. De plus, cette attitude persistera aussi longtemps que les lois ou les réglementations apparaîtront très instables ou impossibles à respecter. Néanmoins, certaines améliorations immédiates de réglementations spécifiques, notamment celles concernant la fiscalité et les réglementations prudentielles, pouvaient être opérées en 1996 et l'ont été. Nous y revenons plus longuement dans l'encadré 1 et les chapitres III et IV de la présente Étude.

La lenteur des progrès de la réforme structurelle concernant les banques commerciales et les entreprises déficitaires a constitué un obstacle majeur à l'efficacité de la politique de stabilisation, et ce, à trois égards au moins.

Premièrement, le service de la dette publique, le financement des pertes des banques commerciales et la fourniture d'autres subventions ont des effets expansionnistes directs. Malgré des circonstances difficiles, le gouvernement bulgare paraît avoir réussi à mettre en œuvre des politiques relativement restrictives jusqu'à la fin de 1995, politiques compatibles avec le ralentissement de l'expansion des agrégats monétaires.

Deuxièmement, les problèmes structurels ont fortement limité l'utilisation qui peut être faite des instruments de la politique monétaire. Comme on le verra au chapitre III, la menace de défaillances massives dans le secteur bancaire, et l'autorité extrêmement limitée (jusqu'en 1996) de la BNB sur les banques commerciales ont fortement restreint la possibilité de faire appliquer des réglementations prudentielles, et limité l'éventail des options possibles concernant la conduite de la politique en matière de réserve et de refinancement. Peut-être plus graves encore, compte tenu de la récente instabilité macroéconomique, sont les limitations qui en résultent à l'utilisation de deux instruments tout à fait essentiels de la politique monétaire : le taux d'intérêt de base et le taux de change. Le service de la dette publique et la dégradation du secteur bancaire ont exercé, on l'a vu, de fortes pressions à la baisse sur le taux de base. Néanmoins, tant en 1994 qu'en 1996, les réductions du taux de base ont été un facteur d'instabilité économique. Qui plus est, dans les deux cas, des problèmes structurels ont compromis l'aptitude de la BNB à lutter contre cette instabilité avec le seul autre instrument dont elle dispose : la politique du taux de change.

On peut enfin considérer que les tendances insoutenables de l'économie bulgare ces dernières années, conjuguées aux pertes grandissantes des banques et des entreprises, ont directement affecté les anticipations de la population et des investisseurs, aggravant par là même l'instabilité de la demande de monnaie qui a compromis les efforts de stabilisation. Aussi longtemps qu'ils n'auront pas la conviction qu'une reprise durable est engagée en Bulgarie, sur la base de politiques économiques saines et de réformes structurelles décisives, les investisseurs hésiteront toujours à développer leurs avoirs en leva dans leurs portefeuilles, en ne se portant sur le lev que lorsqu'un écart de taux d'intérêt non couvert laisse espérer un profit à court terme. La relation entre la détérioration du secteur bancaire et la perte de confiance dans les banques est encore plus évidente que la question de la demande de monnaie.

Rétrospectivement, on peut s'interroger sur certaines des décisions prises par les autorités monétaires avant la crise de 1996. Il apparaît par exemple que la décision de baisser le taux de base aussi fortement et aussi rapidement en 1995 a été une erreur, notamment après le signal d'alarme lancé en 1994 par l'instabilité de la demande de monnaie. Le fait que les autorités aient négligé jusqu'à la fin de 1995 et en 1996 de s'attaquer aux problèmes de l'assurance publique des dépôts et des réglementations concernant les positions ouvertes des banques en devises est également regrettable. De plus, comme on l'a vu au chapitre I, une fois l'accélération du refinancement bancaire lancée à la fin de 1995, les chances de pouvoir défendre avec succès la valeur du lev, déjà incertaines, sont devenues inexistantes. A ce moment précis, les politiques mises en œuvre par les autorités monétaires, notamment la décision de maintenir le taux de base à un faible niveau jusqu'en février 1996, ont manifestement manqué de cohérence, la seule issue possible étant alors, comme le montre le modèle bien connu de Krugman (1979), un effondrement du taux de change. Dans le même temps, avant que ne commence l'expansion monétaire, l'instabilité du marché des changes semblait être presque exclusivement imputable à la demande, et la réponse macroéconomique qu'il convenait d'apporter à cette situation n'était pas évidente. Ainsi que nous l'avons déjà dit, il n'est pas du tout évident que l'erreur faite en baissant le taux d'intérêt dans de telles proportions aurait pu être corrigée en le relevant ultérieurement. Les hausses du taux de base qui ont commencé en février 1996 semblent n'avoir guère eu d'effet sur la demande de monnaie déjà déstabilisée (voir graphique 2 du chapitre I).

Bien que les résultats de la politique macroéconomique ne soient pas totalement satisfaisants, un examen de l'expérience d'ensemble de la Bulgarie conduit à la conclusion générale et paradoxale que les autorités budgétaires et monétaires ont fait beaucoup dans des conditions excessivement difficiles. Les déficits budgétaires ont été fortement réduits, même si c'est au prix de coupes claires dans la politique sociale. L'expansion des agrégats monétaires a été largement maîtrisée. Néanmoins, ces «conditions difficiles» ne sont pas totalement exogènes. Les limitations imposées à la politique macroéconomique par les problèmes et les retards de la réforme structurelle ont fait peser une charge excessive sur un contexte macroéconomique déjà fragile. Comme on le verra dans le chapitre qui suit, il faut examiner le secteur bancaire, notamment les incitations et le comportement des banques commerciales, si l'on veut comprendre les problèmes de la stabilisation en Bulgarie au cours de ces dernières années.

### Encadré 3. Une caisse d'émission pour la Bulgarie?

L'ampleur de la crise qu'a connue l'économie bulgare en 1996, caractérisée par une sérieuse perte de confiance dans la monnaie nationale et dans les banques commerciales locales, a incité le FMI à proposer la création d'une caisse d'émission. Depuis le début des années 90, des mécanismes analogues ont vu le jour dans le cadre des programmes de stabilisation d'urgence de l'Argentine (1991), de l'Estonie (1992) et, plus récemment, de la Lituanie (1994).

Avec l'existence d'une caisse d'émission, l'engagement en faveur d'un taux de change fixe ou étroitement relié à une ou plusieurs monnaies est étayé par des réserves en devises soutenant à 100 pour cent la valeur de la monnaie nationale. Les seules et uniques responsabilités d'une caisse d'émission sont d'émettre de la monnaie nationale (demandée) en échange de devises, et d'acheter des devises (fournies) avec de la monnaie nationale, au taux de change fixé. L'offre de monnaie locale est donc automatiquement réglemée par la demande, au taux de change donné. En l'absence d'une caisse d'émission, une Banque centrale détient habituellement des avoirs intérieurs, tels que des titres de la dette publique, ainsi que des réserves extérieures. Ceci permet d'introduire une certaine flexibilité dans la conduite de la « politique monétaire », y compris éventuellement des opérations d'open market et des interventions sur le marché des changes, pour modifier l'ampleur et le poids relatif des avoirs étrangers et intérieurs dans le portefeuille de la Banque centrale. Ainsi, la création d'une caisse d'émission équivaut en quelque sorte à remplacer les instruments classiques de la politique monétaire par une simple démarche empirique. Ce mécanisme servant à soutenir automatiquement l'expansion de la masse monétaire avec un volume égal de réserves étrangères, il faut espérer qu'il parviendra à rétablir la confiance tellement nécessaire dans la politique nationale et dans la politique économique<sup>52</sup>.

Une caisse d'émission n'étant pas en soi habilitée à refinancer les banques commerciales et à servir de « prêteur de dernier ressort », il est probable que le dispositif mis en place en Bulgarie s'inspirerait de l'expérience de l'Estonie avec la création parallèle d'un « conseil bancaire » central. Outre la surveillance et la réglementation des banques commerciales, ce conseil détiendrait un certain volume de réserves de change, qui pourraient être converties en leva par l'intermédiaire de la caisse d'émission afin de fournir en cas d'urgence, des liquidités aux banques commerciales. Néanmoins, de par sa nature même, une caisse d'émission contraint un tel conseil bancaire à n'opérer que sur la base de ses seules réserves limitées. Il ne peut y avoir de renflouement (national) du conseil bancaire. En conséquence, la mise en place d'une caisse d'émission met un terme aux formes de refinancement des banques commerciales que l'on a pu observer ces dernières années en Bulgarie. D'où l'importance capitale de prendre, simultanément à la création d'une caisse d'émission, d'autres mesures visant à reconstruire et rétablir la confiance dans le secteur bancaire commercial. Parmi ces mesures figureront très probablement la limitation du nombre de banques agréées, la recapitalisation de ces banques, et un renforcement du suivi par le conseil bancaire (Banque nationale)<sup>53</sup>.

*(voir page suivante)*



*(suite)*

Une caisse d'émission exige également l'adoption de mesures pour assurer la discipline et l'équilibre budgétaires. Le déficit de l'État ne pourrait plus être financé par la Banque nationale, soit par l'achat explicite de titres de la dette, soit, implicitement, par le refinancement des banques commerciales qui achètent des titres d'État. Dans le proche avenir, le manque de liquidités conjugué au peu de confiance dans l'économie rendra en outre extrêmement difficile le placement de titres d'État auprès des banques ou investisseurs locaux en vue d'assurer le financement du déficit. En conséquence, la mise en place d'une caisse d'émission exigerait que des mesures soient simultanément prises pour aider la Bulgarie à sortir du piège de la dette dans lequel elle se trouve actuellement, ainsi que pour apporter une aide extérieure temporaire au financement du déficit. A mesure que l'économie se stabilise et que les taux d'intérêt s'infléchissent à la baisse, la charge du service de la dette s'allégerait quelque peu, et il serait alors progressivement plus facile à l'État de placer ses titres auprès des banques et d'autres investisseurs. Étant donné cependant l'ampleur du surendettement actuel de l'État bulgare, il paraît également nécessaire de prendre des mesures complémentaires pour assurer le rachat ou la restructuration de cette dette.

Si une caisse d'émission pouvait être financée et rendue opérationnelle avec des mesures de soutien adéquates, elle pourrait puissamment contribuer à une stabilisation relativement rapide de l'économie bulgare. L'Estonie, depuis qu'elle s'est dotée d'une caisse d'émission, absorbe d'importantes entrées de capitaux, et l'on observe à une forte appréciation de la couronne estonienne en termes réels vis-à-vis de sa monnaie de réserve, à savoir le deutschemark. La crise financière de la Bulgarie a déprécié la monnaie locale au point que, si une caisse d'émission parvenait à stabiliser les anticipations, on pourrait tabler sur une appréciation tout aussi impressionnante du lev en termes réels, ainsi qu'à de fortes entrées de capitaux. Néanmoins, ce processus se poursuivant, on pourrait commencer à craindre que l'appréciation ne se poursuive pas longtemps, et les flux de capitaux pourraient devenir plus volatils, risquant d'avoir une influence déstabilisatrice. Il semblerait que la Bulgarie ait déjà souffert d'une telle instabilité des flux de capitaux à court terme ces dernières années. La nécessité de faire face aux fluctuations potentielles est l'une des raisons pour lesquelles un secteur bancaire commercial puissant et suffisamment liquide est important dans ce contexte.

Ceci explique également qu'une caisse d'émission ne puisse, à elle seule, stabiliser indéfiniment l'économie. L'introduction réussie d'un tel dispositif en Bulgarie stabiliserait les anticipations à court terme, offrant ainsi la possibilité d'entreprendre les vastes réformes structurelles nécessaires concernant la restructuration, le secteur bancaire, la privatisation, et la création d'un climat propice à l'investissement intérieur et étranger. Il convient également de souligner que la crédibilité d'une caisse d'émission en Bulgarie exige, à tout moment, un puissant consensus et un engagement résolu à tous les niveaux d'administration.

### **III. Le secteur bancaire**

#### **Introduction**

Même si presque tous les pays en transition ont dû batailler ferme pour mettre en place un secteur bancaire sain et le réglementer, aucun pays ne s'est heurté à plus de difficultés que la Bulgarie. Les conditions initiales particulièrement délicates et les orientations suivies dans le domaine économique ont contribué à un enchaînement de créances irrécouvrables et d'opérations de refinancement des banques. Ce phénomène a fait peser une véritable dîme sur l'économie bulgare, en faussant les incitations, en polarisant la distribution et en perpétuant l'instabilité macroéconomique. Bien que la Banque nationale bulgare (BNB) et certaines autres entités gouvernementales aient consenti de sérieux efforts, dans des circonstances excessivement difficiles, pour adopter dans le secteur bancaire un régime juridique, réglementaire et économique conforme aux pratiques et recommandations occidentales, l'expérience de 1991-96 incite néanmoins à tirer un certain nombre de leçons pour l'action des pouvoirs publics. Ces leçons peuvent s'avérer utiles non seulement pour la Bulgarie, mais pour d'autres pays en proie à des crises bancaires.

Les analyses de la crise économique de 1996 ont accordé beaucoup de place au rôle des banques commerciales dans le financement des pertes énormes enregistrées par les entreprises publiques. Ce sujet constitue d'ailleurs le thème du chapitre IV de la présente étude. Toutefois, si l'on examine de plus près le secteur bancaire bulgare, on constate qu'il ne constitue qu'une pièce, si importante soit-elle, du puzzle. Les problèmes de distribution des crédits des banques aux entreprises en Bulgarie vont bien au-delà d'un engagement à financer les firmes accumulant des pertes dans le secteur public. Le secteur privé de l'économie, qui se compose essentiellement d'entreprises en phase de démarrage, dépourvues de capital fixe, a absorbé près de la moitié des nouveaux crédits commerciaux de ces dernières années, notamment dans le compartiment du long terme. De plus, dans

l'ensemble, les entreprises du secteur privé ont un comportement aussi médiocre du point de vue du service de leur dette que les entreprises publiques. Les banques privées, qui ont joué un rôle central dans l'expansion du crédit commercial de ces dernières années, on connu le même type de difficultés financières que les banques publiques. Pour comprendre les problèmes essentiels concernant l'expansion du crédit aux entreprises et la crise bancaire en Bulgarie, il faut donc soigneusement prendre en compte les problèmes d'incitations que connaissent les banques commerciales bulgares, en se fondant sur l'analyse des rapports entre les banques, les pouvoirs publics et les entreprises. Après une description de l'évolution du secteur bancaire bulgare jusqu'en 1996, le reste de ce chapitre traitera de ces questions.

## **Les conditions initiales**

La Bulgarie a commencé sa transition en étant dotée d'un système bancaire classique de type soviétique reposant sur un monopole d'État. La BNB et ses succursales régionales étaient placées sous le contrôle direct du Conseil des ministres. Ce réseau centralisé avait la double responsabilité d'accorder des crédits aux entreprises conformément à la planification administrative et de tenir et de contrôler les comptes des entreprises (d'État). En dehors du réseau de succursales de la BNB, on trouvait deux autres banques : la Caisse d'épargne de l'État détenait sur ses livres tous les dépôts de la population, tandis que la Banque du commerce extérieur effectuait toutes les opérations économiques avec l'étranger. Une certaine réforme du système bancaire a été lancée dans les années 80. En effet, c'est en 1981 que la Mineralbank a été créée dans le but explicite d'accorder des crédits à de petites et moyennes entreprises. En 1989, plusieurs banques sectorielles ont été créées pour octroyer des crédits à long terme dans leurs branches respectives d'activité économique. Mais les effets de ces changements sur le fonctionnement du système bancaire bulgare ont été assez marginaux. En 1989, le système bancaire a été transformé en fonction d'une double hiérarchie, avec 59 petites ou moyennes banques commerciales issues des anciennes succursales de la BNB.

Comme dans nombre d'autres pays en transition d'Europe centrale et orientale, l'effondrement des échanges au sein du CAEM et le choc initial de la libéralisation des prix ont immédiatement précipité une crise du secteur bancaire.

La majorité des entreprises se trouvant dans le rouge, les arriérés de remboursement d'emprunts auprès des banques commerciales ont commencé à s'accumuler. Cette crise a été encore plus grave en Bulgarie que dans d'autres pays de la région pour plusieurs raisons. Premièrement, la Bulgarie était plus dépendante du marché du CAEM, qui représentait environ 80 pour cent de l'ensemble de son commerce extérieur en 1989<sup>54</sup>. Deuxièmement, durant les années 80, le gouvernement bulgare a reclassé une large part des anciens fonds publics d'investissement sous forme de crédits bancaires à long terme, dont la distribution ultérieure a principalement été confiée aux banques spécialisées mises sur pied en 1989. Bien que cela n'ait représenté guère plus qu'une modification de façade à l'époque, les banques commerciales ont par la suite hérité de ces créances largement irrécouvrables dans leurs actifs. Troisièmement et c'est sans doute là le plus important, une part importante de cette dette était libellée en devises fortes. En conséquence, même si l'inflation rapide des premières années de transition a éliminé une part considérable de la dette libellée en leva, la dévaluation sensible de la monnaie a accru le poids de la dette libellée en monnaies fortes<sup>55</sup>. La Bulgarie a donc hérité à la fois d'une part importante de crédits bancaires dans le PIB et d'une forte proportion d'arriérés de paiement sur l'ensemble des crédits. Enfin, il convient de mentionner qu'en Bulgarie, pays moins orienté vers les marchés occidentaux avant les années 1990 que la plupart des autres pays d'Europe centrale et orientale, la pénurie de personnel bancaire qualifié connaissant les pratiques comptables et bancaires de l'économie de marché y a aussi été plus grave.

### **L'état du secteur bancaire en Bulgarie : 1994-95**

Bien que la privatisation des banques n'ait pas été entreprise avant 1996 en Bulgarie, les conditions ayant régné durant les premières années de la transition ont permis l'apparition d'un certain nombre de nouvelles banques privées. Les normes de capital de démarrage n'étaient pas très élevées, notamment pour les banques ayant demandé leur agrément avant mai 1992. En outre, de nombreuses banques sont apparemment parvenues à démarrer à partir de fonds empruntés, ce qui traduit une lacune de la législation initiale. Dans les premières années, la surveillance des banques commerciales et des autres institutions financières a été assez peu active, notamment en ce qui concerne les nouvelles initiatives privées. L'amélioration du contrôle exercé par la BNB en 1995 a révélé qu'un certain nombre de « sociétés financières » immatriculées opéraient en fait de façon

illégal en tant que banques, acceptant des dépôts et consentant des prêts. Sous l'effet de la facilité d'entrée dans le secteur bancaire, la Bulgarie s'est retrouvée dotée d'un certain nombre de banques privées souvent sous-capitalisées, opérant en même temps que les banques publiques subsistantes. Le nombre d'établissements privés a progressé régulièrement, de 6 en 1991 à 34 en 1995. Parallèlement à ce développement, un grand nombre de fusions entre banques commerciales publiques a provoqué un recul de leur nombre, de 72 en 1991 à 12 à la fin de 1995. Ce mouvement a souvent pris la forme d'un regroupement entre des banques en difficultés financières et des banques relativement saines afin d'éviter des faillites. Jusqu'en 1996, on n'a guère assisté à des sorties proprement dites du secteur bancaire, même de la part de petites banques privées. La BNB a pris le contrôle de deux banques privées en déconfiture en 1995 et au début de 1996.

En 1994-95, outre la Caisse d'épargne de l'État, le secteur bancaire comportait neuf « grandes » banques, dotées de plus de 30 milliards de leva d'actifs, dont huit appartenant à l'État. A la fin de 1995, parmi les banques commerciales, ce groupe représentait 78 pour cent de l'ensemble des actifs financiers, 75 pour cent de l'ensemble des créances sur les institutions et clients du secteur non financier et 73 pour cent de l'ensemble des ressources collectées auprès de ces institutions et clients du secteur non financier. Occupant une place à part dans ce groupe, on trouve la Bulbank, banque publique créée à partir de l'ancienne Banque du commerce extérieur, dont les fonds propres de base sont sans commune mesure avec ceux de toutes les autres banques bulgares (66.5 pour cent du capital total du secteur bancaire en 1994 et plus de 100 pour cent, en raison des fonds propres négatifs du reste du secteur bancaire, en 1995). La Bulbank se distingue aussi pour sa non-participation virtuelle au marché des prêts aux entreprises. Ces prêts représentent moins de 1 pour cent des actifs de la Bulbank. En revanche, les prêts aux institutions non financières constituent la majorité des actifs des autres banques. De plus, la Bulbank a adopté la pratique qui consiste à provisionner tous les prêts qu'elle consent à hauteur de 100 pour cent<sup>56</sup>.

L'application de la législation et de la réglementation bancaires adoptées de 1991 à 1993, dont on trouvera une synthèse dans l'encadré 4, s'est avérée très délicate en 1994 et 1995. Comme l'indiquent les tableaux 14 et 15, la convergence globale du secteur des banques commerciales vers la satisfaction des normes assez ambitieuses de fonds propres et de provisionnement des créances

#### Encadré 4. **Législation, réglementation et classification bancaires en Bulgarie avant 1996**

De 1991 à 1993, la Bulgarie a adopté une législation et une réglementation prudentielle dans le domaine bancaire qui reposait dans une large mesure sur les recommandations et conventions occidentales. Parmi les textes législatifs et réglementaires fondamentaux adoptés durant cette période, on retiendra la Loi sur la Banque nationale bulgare (juin 1991), la Loi sur les banques et les opérations de crédit (mars 1992) ainsi que la réglementation prudentielle sur les Établissements agréés (février 1993), les Opérations de prêts importantes et internes des banques (janvier 1993), la Solvabilité des banques (mars 1993), le Contrôle interne des banques (juin 1993), ainsi que la Liquidité des banques (juin 1993). Un certain nombre de ces règlements ont été amendés en 1993-95. Outre la réglementation bancaire, il existe une législation distincte s'appliquant à l'immatriculation et aux opérations des « sociétés financières », des « courtiers » et des « bureaux de change » qui peuvent assurer différentes activités délimitées sur les marchés de capitaux en dehors des opérations de dépôt et de crédit. En mai 1996, la Loi sur les banques et les opérations de crédit a été modifiée et amendée dans des proportions sensibles, comme on le verra dans l'encadré 6.

Avec la Loi sur la Banque nationale bulgare, la BNB est devenue, grosso modo, un organisme indépendant, chargé de mettre en œuvre la stabilisation macroéconomique et la réglementation des banques commerciales. Le degré d'autonomie de la BNB est en fait un peu ambigu et se trouve au centre d'un certain nombre de controverses. Même si la Loi lui confère la pleine autorité sur l'expansion du crédit, y compris les crédits à l'État, le Parlement a contraint à plusieurs reprises la BNB à accorder des crédits au ministère des Finances. Un nouvel amendement à la Loi sur la BNB de 1996 accroît l'influence du gouvernement sur la BNB en habilitant le Parlement à révoquer, à la majorité qualifiée, le gouverneur et le conseil de la BNB. Parallèlement, la BNB est parvenue à fonctionner de façon largement indépendante dans de nombreux domaines depuis l'adoption de la Loi. De 1993 à 1995, les crédits directs à l'État ont été réduits sensiblement, comme on l'a vu au chapitre II.

La Loi sur les banques et les opérations de crédit s'inscrit dans le cadre du développement de la banque universelle. Outre leurs fonctions habituelles, les banques se voient octroyer le droit de gérer des fonds d'investissement de capitaux, d'acquérir directement jusqu'à 10 pour cent du capital d'une entreprise non financière et même de prendre des participations supplémentaires avec l'autorisation de la BNB. Aux termes de cette loi, le ratio de fonds propres des banques doit être conforme au critère du Comité de Bâle, soit plus de 8 pour cent. Les fonds propres de base doivent représenter au moins 1/8 du total des grosses opérations de prêt (supérieures à 15 pour cent du capital social). Un prêt ne peut à lui seul dépasser 25 pour cent du capital, la loi prévoyant des restrictions supplémentaires sur le volume des crédits aux « parties liées ». Les banques commerciales ont obtenu en 1992 un délai d'un an pour s'adapter aux normes de solvabilité. Cette période a

*(voir page suivante)*

*(suite)*

ensuite été prolongée jusqu'en mars 1995 (et désormais jusqu'en 2001, voir encadré 6). La BNB a en outre été habilitée à restreindre les activités ou à révoquer l'agrément des banques commerciales. Mais cette prérogative a été remise en question lorsque la Cour suprême a annulé la première décision de révocation par la BNB de l'agrément de deux banques en 1995.

La réglementation prudentielle de 1993 sur la solvabilité a fixé des normes de fonds propres de 200 millions de leva (7 millions de dollars de l'époque) pour obtenir un agrément bancaire national et de 500 millions de leva (16 millions de dollars) pour effectuer des opérations à l'étranger. Après la forte dépréciation du lev en 1994, sous ces conditions, quelques établissements bancaires ont pu obtenir des agréments pour l'équivalent de 3 millions de dollars avant que les normes n'aient été révisées à la hausse en fin d'année pour être portées à 450 millions et 800 millions de leva (7 millions et 12 millions de dollars de l'époque) respectivement. Toutefois, les établissements ayant demandé leur agrément avant le 7 mai 1992 ont été autorisés à commencer leurs activités avec pas plus de 50 millions de leva (1.5 million de dollars), sous réserve de respecter la norme légale dans un délai d'un an.

La réglementation sur la classification des prêts a institué quatre catégories de prêts : 1) les créances normales, 2) les créances douteuses de type A, 3) les créances douteuses de type B, enfin 4) les créances irrécouvrables. Bien que cette division puisse reposer en théorie sur divers critères, notamment une évaluation de la solvabilité du débiteur, le principal facteur en la matière est constitué par les arriérés de paiement. Un prêt est classé dans les créances douteuses de type A si le retard de paiement est de moins de 30 jours, dans les créances douteuses de type B si le retard est de 30 à 90 jours et dans les créances irrécouvrables si le retard dépasse 90 jours. La réglementation impose aux banques de constituer des provisions à concurrence respectivement de 20 pour cent, 50 pour cent et 100 pour cent du principal de ces créances. Les banques ont eu jusqu'à la fin de l'année 1993 pour constituer la moitié des sommes respectives à provisionner, jusqu'à la fin de 1994 pour réunir 75 pour cent des provisions et jusqu'à la fin de 1995 pour respecter pleinement ces obligations. Les banques n'ayant pas observé ce calendrier ont eu l'interdiction de distribuer des dividendes ou d'assurer le service de titres d'emprunts subordonnés à durée déterminée sauf autorisation spéciale de la BNB. Cette clause s'applique aussi aux banques qui ne satisfont pas à des normes minimales fondées sur 11 ratios qui mesurent les divers aspects de la liquidité, conformément aux dispositions de la Réglementation relative à la liquidité des banques.

La Loi sur les banques et les opérations de crédit, ainsi que les divers règlements prudentiels, comportent aussi de obligations d'information, correspondant aux activités générales. Les banques sont tenues de communiquer à la BNB des comptes rendus mensuels et annuels. Les obligations d'information vis-à-vis des déposants ne couvrent que les termes du contrat spécifique. Il n'existait pas de mécanisme proprement dit d'assurance des dépôts jusqu'en décembre 1995. On trouvera des précisions à cet égard et sur la législation correspondante ultérieure dans l'encadré 6 de ce chapitre.

Tableau 14. **Respect de la réglementation bancaire de 1991-93**

	Fonds propres de base (milliers de leva)	Normes de fonds propres <sup>1</sup>	Grosses opérations de prêt <sup>2</sup> / fonds propres	Provisions obligatoires <sup>3</sup>
Lois et réglementations de 1991-1993	n.d.	> 8 <sup>4</sup>	< 8	75 (1994); 100 (1995)
Secteur bancaire consolidé, 1994	33 651 000	8.6	2.1	23.6
9 plus grandes banques, 1994	27 404 927	8.5	1.2	24.9
Secteur bancaire consolidé moins les 9 plus grandes banques, 1994	6 246 073	8.9	6.1	18.1
Secteur bancaire consolidé, 1995	21 374 481	4.6	7.7	23.7
9 plus grandes banques, 1995	11 073 452	3.3	8.0	26.7
Secteur bancaire consolidé moins les 9 plus grandes banques, 1995	10 301 029	8.0	7.4	14.6
Secteur bancaire consolidé, à l'exclusion de la Bulbank, 1994	11 264 000	4.5	6.4	23.6
8 plus grandes banques à l'exclusion de la Bulbank, 1994	5 017 927	2.8	6.8	24.9
Secteur bancaire consolidé, à l'exclusion de la Bulbank, décembre 1995	-3 379 519	0.0	-	23.7
8 plus grandes banques à l'exclusion de la Bulbank, 1995	-13 680 548	-0.1	-	26.7

N.B. : En raison principalement des effets de la réhabilitation des obligations ZUNK dans les bilans des banques en 1993, les données à partir de cette date sont peu comparables et ne figurent donc pas dans ce tableau ; il n'est pas tenu compte de la Caisse d'épargne nationale.

1. Égale aux actifs/composante risque (actifs pondérés par le risque).
2. Prêts représentant plus de 15 pour cent des fonds propres.
3. Pourcentage du montant requis.
4. La norme de fonds propres était de plus de 8 pour cent au 31 mars 1995.

Source : BNB, *Annual Report 1995*; Bulbank, *Annual Report 1995*; OCDE.

Tableau 15. **Solvabilité des banques commerciales**

Ratio de fonds propres <sup>3</sup>	1994 <sup>1</sup>		1995 <sup>2</sup>	
	Banques (unités)	Part de marché <sup>4</sup> (en pourcentage)	Banques (unités)	Part de marché <sup>4</sup> (en pourcentage)
> 8	20	51	22	40
4-8	6	23	5	17
0-4	3	10	4	14
< 0	4	14	9	29

1. En 1994, 2 banques (part de marché de 0.3 pour cent) étaient exemptes ; 9 banques (part de marché de 1.4 pour cent) étaient enregistrées mais pas en activité.
2. En 1995, 4 banques (part de marché de 0.4 pour cent) étaient exemptes.
3. Égale aux actifs/composante risque (actifs pondérés par le risque).
4. Définie comme étant le total des bilans divisé par la somme de tous les bilans.

Source : BNB, *Annual Report 1995*.



ne s'est en général pas matérialisée. Au contraire, parallèlement à la reprise partielle de la croissance économique et au progrès apparent de la stabilisation en 1995, les performances du secteur bancaire ont connu une détérioration sensible.

Les tableaux 14 à 17 illustrent ce qui apparaît marquer des différences importantes entre le groupe des grandes banques et celui des petits et moyens établissements. Une fois exclu le cas spécial de la Bulbank, le ratio global de solvabilité des huit autres grandes banques s'est dégradé, revenant d'un taux estimé à 2.82 pour cent en 1994 à un niveau négatif en 1995<sup>57</sup>. Pratiquement toutes ces grandes banques ont commencé à éprouver des difficultés financières durant cette période. La BNB a engagé des procédures de mise en faillite à l'encontre de deux d'entre elles en 1996 : la First Private Bank (seule grande banque privée) et la Mineralbank. La plupart des autres établissements ont été placés sous tutelle en septembre 1996. La part de marché (en termes de total du bilan) des banques qui sont parvenues à satisfaire au ratio de solvabilité de 8 pour cent est également revenue de 50.9 pour cent en 1994 à 39.6 pour cent en 1995, ces statistiques étant cependant biaisées par l'inclusion de la Bulbank dans ce groupe.

Parallèlement, d'après les normes comptables bulgares alors en vigueur, les petites et moyennes banques semblent dans l'ensemble avoir pu respecter les prescriptions en matière de solvabilité et de grosses opérations de prêt tant en 1994 qu'en 1995. Si ces banques avaient suivi la norme comptable internationale consistant à déduire des actifs les provisions obligatoires au titre des prêts pour le calcul de leurs fonds propres de base, leurs ratios de fonds propres auraient certainement été bien inférieurs. En outre, ces banques étaient encore plus loin de pouvoir respecter les prescriptions en matière de provisions que les banques publiques. Ce dernier élément a été généralement dû à une absence de bénéfices permettant de financer ces provisions. Les difficultés financières de nombreuses petites et moyennes banques étant connues, ces données traduisent peut-être le fait qu'au moins un sous-ensemble de ces banques plus petites enregistre de bons résultats. Il convient par ailleurs de noter que les renseignements sur ces banques peuvent être incomplets ou incorrects, dans la mesure où la BNB a beaucoup de mal à vérifier l'exactitude des comptes rendus par rapport à ceux des grandes banques publiques.

Dans le même temps, le groupe des petites et moyennes banques a connu des phénomènes très perturbants. Ces banques détiennent des portefeuilles de prêts dans lesquels plus de la moitié des créances sont douteuses ou irrécouvrables

Tableau 16. Indicateurs de bilan, 1994-95<sup>1</sup>

	Groupe 1 <sup>2</sup>		Groupe 2 <sup>3</sup>		Ensemble du système bancaire	
	Total 1995 (en milliards de leva)	Croissance 1995/94 (en pourcentage)	Total 1995 (en milliards de leva)	Croissance 1995/94 (en pourcentage)	Total 1995 (en milliards de leva)	Croissance 1995/94 (en pourcentage)
<b>Éléments de l'actif</b>						
Créances sur des banques et d'autres institutions financières	83.9	35.5	23.3	-6.8	107.1	23.4
Créances sur des institutions financières et d'autres clients	344.2	-1.5	115.0	60.8	459.2	9.1
Pertes déclarées	20.3	192.3	8.9	243.5	29.2	206.1
<b>Éléments du passif</b>						
Ressources provenant de banques et d'autres institutions financières	237.0	-29.6	54.0	27.9	290.9	-23.2
Ressources provenant d'institutions non financières et d'autres clients	285.4	32.8	106.4	62.2	391.8	39.7

1. A l'exclusion de la Caisse d'épargne nationale.

2. Neuf plus grandes banques.

3. Autres banques.

Source : BNB, *Annual Report 1995*, p. 143.

Tableau 17. **Prêts des banques commerciales en fonction de leur classification<sup>1</sup>**

En pourcentage

Prêts	1994					Décembre 1995				
	Prêts ordinaires	Créances douteuses (type A) <sup>2</sup>	Créances douteuses (type B) <sup>3</sup>	Créances irrécouvrables <sup>4</sup>	Total	Prêts ordinaires	Créances douteuses (type A) <sup>2</sup>	Créances douteuses (type B) <sup>3</sup>	Créances irrécouvrables <sup>4</sup>	Total
Total pour l'ensemble du système bancaire	17.7	66.9	3.5	12.0	100.0	25.9	54.5	4.2	15.4	100.0
Groupe 1 (banques dont l'actif est supérieur à 30 milliards de leva)	11.8	75.1	2.6	10.5	100.0	17.3	64.3	4.0	14.5	100.0
Groupe 2 (banques dont l'actif est inférieur à 30 milliards de leva)	41.6	33.7	6.9	17.8	100.0	49.0	28.6	4.8	17.6	100.0

1. En vertu de la Réglementation n° 9 de la BNB (voir encadré 1).

2. Un prêt est classé comme créance douteuse de type A si les arriérés datent de moins de 30 jours.

3. Un prêt est classé comme créance douteuse de type B si les arriérés datent de 30 à 90 jours.

4. Un prêt est classé comme créance irrécouvrable si les arriérés datent de plus de 90 jours.

Source : BNB, *Annual Report 1995*, p. 142.

(tableau 17) et les pertes qu'elles déclarent sont passées de 2.6 milliards de leva en 1994 à 8.7 milliards de leva en 1995 (tableau 16). Ces pertes affichées sous-estiment en outre la réalité en raison de la nature des normes comptables bulgares. Néanmoins, les créances de ces banques sur des institutions non financières ont progressé de 61 pour cent en 1995, soit à un rythme presque deux fois plus rapide que celui de l'inflation. Une bonne partie de cette croissance a aussi concerné les « grosses opérations de prêt », dont la part est passée de 49 pour cent à 61 pour cent de l'ensemble des crédits pour ce groupe de banques. En revanche, le total des prêts des grandes banques au secteur non financier a subi une contraction, même en termes nominaux (-1.5 pour cent) en 1995. Étant donné qu'une part plus importante des opérations de prêts des petites et moyennes banques représente des crédits nouveaux, la ventilation présentée au tableau 17 est certainement beaucoup plus perturbante que dans le cas des grands établissements. Les pertes affichées par le secteur bancaire dans son ensemble sont passées de 9.5 milliards de leva à 29 milliards de leva entre 1994 et 1995, soit 1.8 et 3.3 pour cent du PIB respectivement. Pour 70 et 73 pour cent respectivement, ces pertes sont à mettre au passif des grandes banques.

Comme le montre le tableau 16, l'un des autres phénomènes notables de 1995, qui s'est inversé de façon spectaculaire en 1996, aura porté sur la capacité des banques commerciales à attirer une part relativement croissante de l'épargne de la population. Cette progression s'est en partie exercée aux dépens de la Caisse d'épargne de l'État, les banques commerciales offrant une meilleure rémunération des dépôts. Ce phénomène traduit aussi la volonté de la population de détenir une plus grande part de leur épargne auprès des banques (graphique 4), ce qui correspond à la stabilisation temporaire de l'économie et à l'appréciation en termes réels du leva, comme on l'a vu dans le précédent chapitre.

## **Les relations entre les banques commerciales, la BNB et le gouvernement**

### ***Le redressement des banques par des émissions spéciales d'obligations de l'État***

Le gouvernement bulgare a rapidement pris conscience qu'il convenait de prendre certaines mesures pour alléger le poids que la dette non servie antérieure

à la transition fait peser sur les bilans des banques commerciales et des entreprises débitrices. L'effacement de ces prêts des bilans des banques et des entreprises pouvait se justifier et ce, pas uniquement d'un point de vue pratique, dans la mesure où ces crédits avaient été largement consentis sur la base d'une planification administrative par opposition aux principes de marché et où ils ne reflétaient l'initiative ni des dirigeants des banques, ni des entreprises concernées. A partir de 1991, une série de mesures ont été prises par le gouvernement pour remplacer une partie des dettes non productives par des émissions spéciales d'obligations de l'État, intégrées directement dans le portefeuille des banques commerciales. En 1991, l'État a annoncé pour la première fois son intention d'assainir les entreprises et les banques en remplaçant toutes les créances irrécouvrables contractées avant 1990 par des émissions spéciales d'obligations d'État. Cette opération a cependant été mise en œuvre progressivement et n'a pas été achevée avant 1994 pour les banques.

Deux émissions spéciales distinctes d'obligations, en 1991 et 1992, ont couvert une partie des prêts non productifs antérieurs à 1990 de quelque 125 entreprises. En décembre 1993, le Parlement a fini par adopter la grande «Loi sur le règlement des crédits non productifs négociés avant le 31 décembre 1990 (Loi sur les créances irrécouvrables)» ce texte concernant le reste de ces créances. Aux termes de cette loi, l'État a émis des obligations à concurrence de la valeur des dettes restantes correspondant aux contrats antérieurs à 1991 et ayant donné lieu à des arriérés de paiement de plus de 180 jours. Les obligations émises à cet effet sont connues sous leur abréviation bulgare de ZUNK. Elles ont été directement placées dans le portefeuille des banques. Les prêts libellés en leva ont été couverts par des ZUNK en leva (32 milliards de leva, soit environ 1 milliard de dollars, à fin 1993) et les prêts en devises fortes ont été couverts par des ZUNK en dollars (1.8 milliard de dollars). Les entreprises sont restées théoriquement redevables à l'État du principal (mais pas des intérêts) de ces prêts. La BNB a promulgué un règlement sur la mise en application de la Loi sur les créances irrécouvrables, interdisant à toute entreprise concernée par ce programme et ayant aussi des arriérés de paiement au titre d'un prêt négocié depuis décembre 1990 (créances douteuses de type B ou créances irrécouvrables – voir encadré 4) de bénéficier de nouveaux crédits de la part d'une banque commerciale<sup>58</sup>.

Compte tenu de la charge considérable que représente le service de ces emprunts obligataires pour un budget déjà soumis à des tensions, les conditions définitives de la Loi sur les créances irrécouvrables ont de fait représenté un compromis qui a laissé une partie de la charge constituée par les anciennes créances irrécouvrables aux banques. Premièrement, seuls les intérêts dus au titre de ces prêts jusqu'en 1993 ont été couverts par les ZUNK, les banques devant financer elles-mêmes les autres pertes d'intérêts. Deuxièmement, alors que les ZUNK libellées en dollars étaient rémunérées au LIBOR à six mois sur le dollar (les intérêts étant payés en leva au taux de change courant), les ZUNK libellées en leva n'étaient rémunérées qu'à concurrence d'un tiers, de la moitié ou des deux tiers du taux de base de la BNB pour les deux premières années, les deux années suivantes et deux années encore, respectivement, avant d'être rémunérées à ce taux de base par la suite. Ainsi, du point de vue des flux de revenus attendus, les ZUNK libellées en leva avaient une valeur sensiblement inférieure à leur valeur faciale. Parallèlement, les ZUNK peuvent être cédées à des tiers et remboursées à leur valeur nominale lors d'adjudications dans le cadre des privatisations, ce qui lie fortement leur valeur aux progrès des opérations de privatisation générant des liquidités. De même, dans les années qui ont suivi, la BNB a consenti des avances sur titres aux banques à concurrence de 70 pour cent de la valeur faciale des ZUNK (40 pour cent par la suite) et, à une occasion en 1994, elle a racheté des ZUNK à une banque à leur valeur nominale (*cf.* encadré 5).

Après l'application de la Loi sur les créances irrécouvrables, on a encore assisté à deux grandes émissions ultérieures d'obligations d'État destinées à renflouer des banques et à protéger les déposants. La première, décrite dans l'encadré 5, entrait dans le cadre de mesures spéciales visant à redresser la Mineralbank et la Banque Stopanska (Banque économique) à la mi-1995. Une deuxième émission obligataire a couvert la valeur des dépôts auprès de banques contraintes à arrêter leur activité à la mi-1996 (voir encadré 6). L'effet combiné de ces programmes de redressement des banques sur la dette intérieure a été sensible. Ces deux opérations représentent près de la moitié de l'ensemble de la dette intérieure de 1993 à 1996 et constituent l'une des principales raisons pour lesquelles le service de cette dette intérieure représente près de 27 pour cent de l'ensemble des dépenses budgétaires consolidées de 1994 et 1995.

### Encadré 5. Mineralbank et Banque Stopanska<sup>59</sup>

La Mineralbank et la Banque Stopanska (Banque économique) occupent une place particulière parmi les grandes banques bulgares en difficulté. Représentant ensemble environ 20 pour cent des actifs et passifs de l'ensemble du système bancaire en 1995, les prêts non productifs négociés avant 1991 ont connu une forte concentration dans ces deux établissements. En effet, après la mise en application de la Loi sur les créances irrécouvrables, les parts des obligations de type ZUNK dans l'ensemble des actifs de la Mineralbank et de la Banque Stopanska représentaient 69 pour cent et 64 pour cent respectivement. Pour les seuls actifs libellés en dollars, ces chiffres étaient de 74 pour cent et 67 pour cent respectivement. Lors de la rapide dépréciation du lev du début de 1994, ces banques ont souffert de la faiblesse de leur couverture en devises, les actifs libellés en devises représentant moins de 30 pour cent de leurs passifs en devises. Après le placement des ZUNK dans leur portefeuille en 1994, ce décalage s'est modifié avec une forte proportion d'actifs en devises par rapport aux passifs et avec un excédent correspondant des passifs en leva par rapport aux actifs en leva. Cette structure a elle-même suscité des problèmes de liquidité lors du redressement du lev en termes réels en 1995.

Ces deux banques ont été à l'origine de la majorité des opérations de refinancement de la BNB de 1994 à la mi-1995. Elles représentaient 21 pour cent de ces refinancements à la fin de 1993. (En ce qui concerne l'ampleur et la dynamique des refinancements de la BNB durant cette période, cf. graphique 14). Toutefois, cette part est rapidement passée à 60 pour cent vers la mi-1994, amenant la BNB à acquérir l'ensemble des ZUNK libellées en leva figurant dans le portefeuille de la Banque Stopanska à leur valeur faciale afin d'engager le remboursement de ces crédits. Mais l'association de la Loi sur les créances irrécouvrables et de cette mesure n'a pas suffi à empêcher une nouvelle détérioration de la situation de ces deux banques. A elles deux, elles représentaient de nouveau 65 pour cent de l'ensemble des refinancements de la BNB à la mi-1995. Elles comptaient aussi pour une large part des emprunts interbancaires auprès de la Caisse d'épargne de l'État (cf. graphique 15). A compter de février 1995, la BNB a cessé de collecter des intérêts sur les crédits de refinancement consentis à ces banques et a fini tout simplement par passer ces intérêts par pertes et profits. En mars 1995, la BNB a soumis au gouvernement un plan de rachat de l'ensemble des ZUNK restant dans le portefeuille de ces deux banques, à leur valeur faciale, à titre de dernière mesure de redressement. Le gouvernement n'a pas approuvé ce plan, mais en a adopté un autre aux termes duquel les ZUNK figurant dans le portefeuille de la Mineralbank et de la Banque Stopanska seraient remplacées par des obligations spéciales à sept ans, libellées en leva, d'une contre-valeur de 52 milliards de leva et rémunérées au taux du marché. Après l'annonce par la BNB de son intention de renflouer les deux établissements en difficulté, leurs engagements vis-à-vis de la BNB et de la Caisse d'épargne de l'État ont augmenté à un tel rythme que, au moment où elles ont été intégrées dans le portefeuille des banques trois mois et demi plus

*(voir page suivante)*

*(suite)*

tard, la grande majorité de ces obligations a dû être transférée à la BNB (20.6 milliards de leva) et à la Caisse d'épargne de l'État (22.3 milliards de leva) à titre de remboursement de leurs dettes. Une condition de cet accord stipulait que la BNB ne refinancerait plus ces banques en aucune manière. Pourtant les problèmes de la Mineralbank et de la Banque Stopanska se sont poursuivis jusqu'au moment où cet engagement a été révoqué au début de 1996 et les grandes opérations de soutien à ces banques de la part de la BNB et de la Caisse d'épargne de l'État ont repris, en sus des ressources considérables désormais absorbées par d'autres banques. Comme la Mineralbank et la Banque Stopanska ne détenaient plus d'obligations d'État en garantie desquelles elles auraient pu bénéficier de crédits de refinancement, ces opérations ont été abandonnées au profit de crédits non garantis. Le programme de réforme de la mi-1996 a entraîné la mise sous tutelle de la Mineralbank dans le cadre d'une injonction de mise en faillite de la BNB. La Banque Stopanska a bénéficié d'un renflouement partiel à la mi-1996 dans le cadre d'un programme bénéficiant de l'aide de la Bulbank (voir encadré 6), mais elle a été placée sous tutelle en septembre. La décision du gouvernement bulgare de ne pas honorer les engagements de la Mineralbank auprès de certains créanciers étrangers a suscité quelques controverses.

### ***Réglementation et refinancement bancaires***

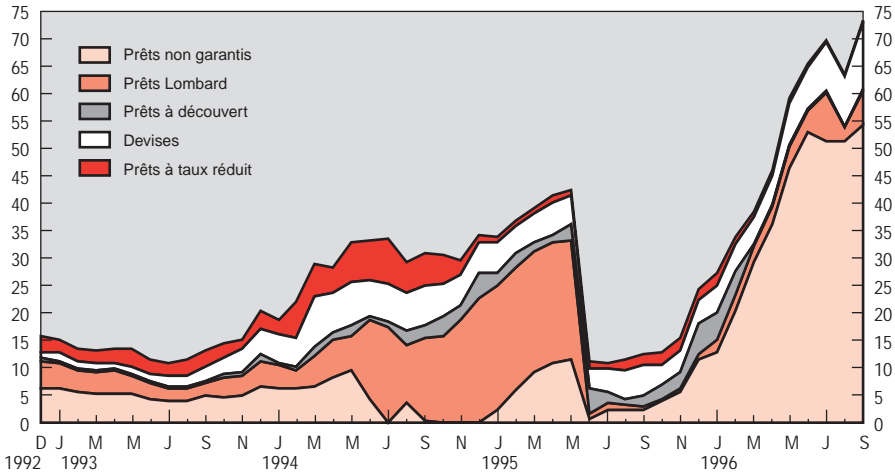
En dehors de l'aide apportée par les émissions spéciales d'obligations d'État et de leur capacité temporaire à attirer plus de dépôts de la population, plusieurs banques commerciales bulgares ont continué de s'appuyer sur un refinancement permanent de la BNB ou sur des crédits interbancaires auprès de la Caisse d'épargne de l'État pour assurer leur survie. Le graphique 14 résume la dynamique du refinancement des banques commerciales par la BNB entre décembre 1992 et juin 1996 sous forme d'avances sur titres, d'opérations de réescompte, de crédits par voie de découvert et de prêts sans garantie.

Le recul marqué des opérations de refinancement de la BNB en mai 1995 a correspondu au sauvetage par l'État de la Mineralbank et de la Banque Stopanska, évoqué dans l'encadré 5, dans le cadre duquel la BNB a bénéficié du remboursement de 20.6 milliards de leva de dettes. La baisse des refinancements de la BNB de la mi-1994 est aussi un peu artificielle, dans la mesure où elle est imputable à l'achat par la BNB des ZUNK figurant dans le portefeuille de la Banque Stopanska à leur valeur faciale (supérieure à leur valeur de marché) afin d'obtenir le remboursement de l'encours croissant de ses refinancements. Mais la



Graphique 14. REFINANCEMENT DES BANQUES COMMERCIALES AUPRÈS DE LA BNB

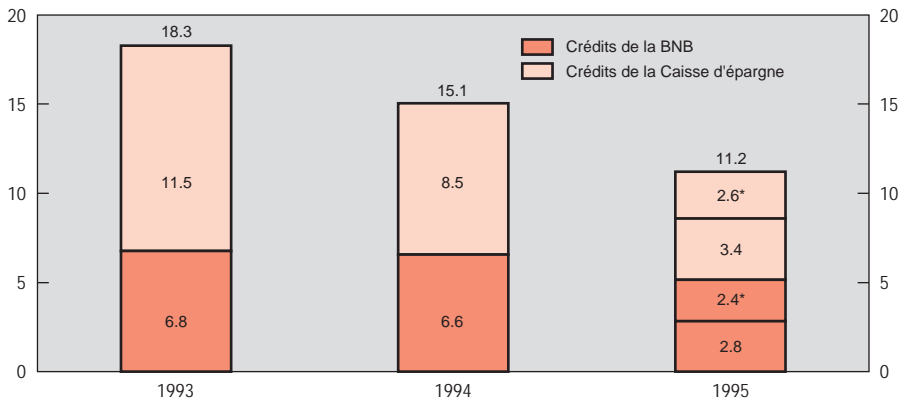
Milliards de leva



Source : BNB, *Monthly Bulletins* 1993-96.

BNB est parvenue à maintenir la croissance globale des opérations de refinancement à un rythme inférieur à celui de l'inflation en 1993-95. La part du refinancement des banques commerciales dans le PIB s'est également inscrite en recul (graphique 15). En 1993, 1994 et 1995, les taux de croissance de décembre à décembre des opérations de refinancement ont été respectivement de 29 pour cent, 68 pour cent et -28 pour cent (+31 pour cent hors opération de sauvetage), pour des rythmes de l'IPC de 64 pour cent, 122 pour cent et 33 pour cent. Il est intéressant de noter néanmoins qu'une certaine accélération du refinancement a précédé les crises aussi bien de mars 1994 que de 1996. Alors que la hausse de l'IPC de novembre 1993 à février 1994 a été de 13 pour cent, l'expansion des opérations de refinancement de la BNB s'est établie à 47 pour cent. Face à une inflation de l'ordre de 2.5 pour cent par mois d'octobre 1995 à janvier 1996, le refinancement des banques par la BNB a augmenté de 9 milliards de leva, soit 150 pour cent pour le seul mois de décembre 1995. En 1996, les opérations de refinancement se sont accélérées en présence d'importants retraits de la part des déposants.

Graphique 15. **ENCOURS DES CRÉDITS DE LA BNB ET DE LA CAISSE D'ÉPARGNE NATIONALE AUX BANQUES COMMERCIALES**  
En pourcentage du PIB



\* Remboursés à la BNB et à la Caisse d'épargne par une émission spéciale d'obligations publiques au milieu de 1995 destinée à renflouer la Mineralbank et la Banque Stopanska.  
Source : BNB Annual Reports 1993-1995 ; ISN.

La structure du refinancement de la BNB suit en outre un schéma intéressant durant la période de 1993 à juin 1996. Alors que les prêts non garantis représentaient une grande part du refinancement en 1993, la BNB a annoncé à la mi-1994 son intention de mettre un terme à tous les financements non garantis dans le cadre du train de mesures prévoyant la fin du recours à l'encadrement des crédits (voir plus loin) pour contrôler les crédits aux entreprises<sup>60</sup>. L'application de la Loi sur les créances irrécouvrables a facilité un énorme déplacement du refinancement vers les avances sur titres, ces concours étant principalement adossés à des ZUNK. Toutefois, progressivement, les perspectives d'asseoir des crédits sur des ZUNK se sont amenuisées, ce qui s'est traduit par l'escalade d'opérations de refinancement dans une large mesure non garanties vers la fin de 1995.

La Caisse d'épargne de l'État a aussi joué un rôle de premier plan dans la survie des banques commerciales en difficulté. La croissance et le volume des crédits de la Caisse d'épargne aux banques commerciales durant la période de 1993 à la mi-1996 a suivi le même schéma que les opérations de la BNB. La principale source de bénéfices de la Caisse d'épargne réside dans l'écart d'intérêts considérable entre des dépôts peu rémunérés, s'appuyant sur une

assurance publique des dépôts les couvrant explicitement à 100 pour cent, et un portefeuille considérable de titres d'État dans ses actifs. En conséquence, une partie de la croissance des crédits de la Caisse d'épargne aux banques commerciales doit être analysée comme des flux financiers de l'État vers ces banques commerciales. Le graphique 15 retrace l'encours relatif des crédits de la BNB et de la Caisse d'épargne aux banques commerciales à la fin des années 1993, 1994 et 1995. Comme l'opération spéciale de sauvetage en 1995 des deux grandes banques a abouti au transfert de ressources inscrites au budget de l'État vers la BNB et la Caisse d'épargne au titre du remboursement des prêts aux banques commerciales, ce montant est pris en compte dans les graphiques ci-après à des fins de clarté conceptuelle.

Comme le montre le graphique 15, avant la crise de 1996, la BNB et la Caisse d'épargne étaient parvenues à ramener la part de l'encours de leurs créances sur les banques commerciales dans le PIB de 18 pour cent à 11 pour cent (sans tenir compte des opérations spéciales de renflouement décrites précédemment). Toutefois, un niveau de 11 pour cent reste tout de même très élevé en valeur absolue. Des flux financiers supplémentaires considérables ont été apportés par l'État aux banques commerciales par le biais des ZUNK et autres émissions obligataires spéciales évoquées précédemment. Le paiement par l'État des intérêts au titre des ZUNK a représenté à lui seul 2.1 et 1.6 pour cent du PIB en 1994 et 1995. L'opération de sauvetage de la Mineralbank et de la Banque Stopanska a entraîné un nouveau prélèvement sur le budget pour le paiement de 11 milliards de leva d'intérêts à la fin de l'année. Parallèlement, les recettes fiscales au titre de l'impôt sur les sociétés collectées auprès de l'ensemble des institutions financières du pays ne représentaient que 0.3, 0.1 et 0.4 pour cent du PIB en 1993, 1994 et 1995 respectivement. Ces chiffres donnent au moins une image partielle des flux financiers implicites et explicites considérables qui sont venus du budget de l'État, de la BNB et de la Caisse d'épargne d'État pour être apportés aux banques commerciales durant la période concernée.

Jusqu'au second semestre de 1994, la BNB avait recours à un plafonnement direct de l'expansion des crédits des banques commerciales. Cet encadrement n'était cependant pas facile à mettre en œuvre. Le contrôle exercé par la BNB au second semestre de 1993 a entraîné l'imposition d'amendes à de nombreuses banques pour dépassement des plafonds. La mi-1994 a marqué un tournant qualitatif de la régulation par la BNB des banques commerciales, l'encadrement

du crédit étant alors aboli et les instruments principaux de la surveillance des banques devenant la politique des réserves, la politique de refinancement ainsi que l'amélioration et la mise en œuvre de la réglementation prudentielle. Parallèlement, les coefficients de réserves obligatoires ont été progressivement portés de 8 à 10 pour cent à la fin de 1994, puis jusqu'à 11 pour cent à la fin de 1995. L'accès des banques commerciales aux crédits par voie de découvert a alors été ramené de 100 pour cent à 50 pour cent des réserves et les intérêts sur ces découverts ont été sensiblement relevés.

Parallèlement, à compter de 1994, la BNB et la Société de consolidation bancaire (voir plus loin) ont accru les mesures visant à exercer une surveillance sur les banques commerciales et à faire respecter les textes législatifs et réglementaires. En 1994, avec l'assistance du programme PHARE, la BNB a renforcé son contrôle sur place et à distance des banques commerciales et a ainsi pu mettre en évidence des distorsions importantes dans les renseignements que de nombreuses banques commerciales avaient fournis à la BNB<sup>61</sup>. Des mesures disciplinaires spéciales ont été prises à l'encontre de certaines banques. De même, à la suite de l'effondrement de plusieurs mécanismes de prêts pyramidaux à la mi-1995, la BNB a commencé à accorder plus d'attention aux activités des institutions financières non bancaires. Toutes les demandes de créations de sociétés financières ont été rejetées en 1995 et les agréments de six sociétés de ce type ont été révoqués pour exercice illégal du métier de banquier. A fin 1995, il restait quelque 130 sociétés financières opérant en Bulgarie.

Le ministère du Développement économique a obtenu en 1995 une participation de contrôle de la Société de consolidation bancaire (SCB), qui détient elle-même la majorité du capital des banques publiques, grâce à un transfert d'actions jusque là détenues par les ministères de tutelle et la Bulbank. La BNB est l'autre principal actionnaire. Depuis lors, la SCB joue un rôle autonome dans la surveillance des banques commerciales placées sous son contrôle. A plusieurs reprises, la SCB est intervenue pour remplacer les dirigeants de banques qui soit étaient en difficulté, soit étaient coupables de violation de la législation. Parmi ces mesures, on retiendra le remplacement des dirigeants de trois grandes banques, ainsi que des changements moins spectaculaires de dirigeants de quelques autres établissements<sup>62</sup>. La BNB a pris le contrôle de deux banques privées en difficulté en 1995 et au début de 1996 et a décidé de retirer l'agrément de deux établissements. Toutefois, la Cour suprême a annulé cette première tentative de révocation de l'agrément de ces deux banques et n'y a pas consenti avant la mi-1996<sup>63</sup>.

Les mesures décrites précédemment n'ont cependant pas suffi à prévenir une dégradation sensible de la situation du secteur bancaire vers la fin de 1995 et durant les premiers mois de 1996. La perte de confiance de la population dans les banques commerciales, qui a culminé avec une accélération des opérations de refinancement et des ruées massives sur les dépôts bancaires vers la mi-1996 est décrite au chapitre I. La réaction des pouvoirs publics à la crise est présentée dans l'encadré 6.

### **Banques commerciales et entreprises : la distribution du crédit au secteur non financier**

Les entreprises ont le sentiment général que le crédit bancaire est devenu de plus en plus rare. Ce sentiment est conforté par la part déclinante du crédit dans le PIB bulgare au cours de ces dernières années, comme l'indique le tableau 18. Dans les dernières enquêtes, les entreprises, en particulier celles du secteur privé, évoquent souvent l'offre réduite de crédits bancaires coûteux comme le principal obstacle à l'amélioration de leurs résultats<sup>64</sup>. De nombreuses entreprises bulgares fonctionnent pratiquement sans accès au crédit commercial. Néanmoins, compte tenu du faible niveau de développement des marchés de capitaux en Bulgarie, l'expansion globale du crédit aux entreprises du secteur non financier en 1994-95 semble avoir été excessive.

Tableau 18. **Ratio : crédits aux secteurs hors administrations publiques/ PIB dans un certain nombre de pays d'Europe centrale et orientale**

	1993	1994	1995
Pologne	0.21	0.20	0.20
Hongrie	0.28	0.27	0.23
République tchèque	0.57	0.57	0.53
Slovaquie	0.70	0.60	0.59
Roumanie	0.24	0.19	0.23
Russie	0.18	0.10	0.06
Slovénie	0.21	0.23	0.27
<b>Bulgarie</b>	<b>0.68</b>	<b>0.51</b>	<b>0.41</b>

Source : Banques nationales de la Pologne, de la Hongrie, de la République tchèque, de la Bulgarie et de la Slovénie; Office statistique de la République slovaque; Goskomstat de la Fédération de Russie; Commission nationale de statistiques de la Roumanie.

Même si des ratios du crédit aux secteurs hors administrations publiques par rapport au PIB de l'ordre de 41 à 68 pour cent apparaissent raisonnables par rapport aux normes internationales, ils sont assez élevés pour un ancien pays socialiste en transition. En dehors de la République tchèque et de la Slovaquie, les ratios des autres économies en transition qui figurent dans le tableau 18, ont été inférieurs à 30 pour cent durant la période 1993-95, avec même moins de 20 pour cent pour la Pologne et moins de 10 pour cent pour la Russie en 1995. Il s'agit de pays dont une large part de l'importante dette antérieure a, en général, été épongée par la forte inflation du début des années 90. L'expansion du crédit bancaire aux entreprises est depuis lors restée relativement modérée en pourcentage du PIB dans ces pays, ce qui reflète naturellement le stade de développement encore faible des marchés de capitaux. Cette situation est notamment marquée par le manque d'institutions juridiques développées capables de faire respecter des contrats de dette, l'absence d'un certain nombre de données importantes, fiables et mises en commun pour assurer la notation et la répartition du crédit, la pénurie d'entreprises prêtes à défendre des réputations établies, le contrôle interne de la gestion de l'entreprise rendant difficile de sanctionner les dirigeants incompetents ou opportunistes, et par la persistance d'une forte instabilité macroéconomique et de risques élevés. Il est normal de voir dans ces pays les crédits aux entreprises se développer progressivement au fil des ans parallèlement au processus de développement des institutions. Contrairement au cas de la République tchèque et de la Slovaquie où la faiblesse de l'inflation n'a pas permis d'absorber un volume important de dettes héritées du passé, la grande majorité des dettes anciennes de la Bulgarie a été éliminée soit par l'inflation, soit par des programmes de redressement, dont le plus important est la Loi sur les créances irrécouvrables. Le cas bulgare est donc unique puisque le ratio relativement élevé qui figure dans le tableau 18 est imputable à de nouveaux crédits. Or, ces nouveaux crédits sont en général devenus très rapidement non productifs.

La Bulgarie présente certaines ressemblances avec la Russie quant à l'ampleur de la restructuration dont elle a besoin et à l'énorme impact qu'a produit le choc de la transition sur l'économie. La situation russe a aussi permis une apparition relativement facile de nouvelles banques privées au début des années 90. Pourtant, en Russie, le ratio des crédits au secteur non financier par rapport au PIB est particulièrement faible, ce qui correspond à un processus dans lequel les banques maximisant leurs bénéfices, dans le cadre d'orientations restrictives de la Banque centrale, ont déplacé leur portefeuille d'actifs vers des

titres d'emprunt d'État à haut rendement et faible risque, aux dépens des opérations de prêt. La relative rareté du crédit aux entreprises en Russie est confirmée par une récente étude comparative portant sur des PME en Bulgarie et dans la région de Krasnoyarsk en Russie<sup>65</sup>. Malgré la présence de titres d'État à haut rendement en Bulgarie, les banques bulgares ont continué de conserver la majorité de leurs actifs sous forme de prêts (irrécouvrables), quitte, en fin de compte, à absorber des ressources d'organismes publics (BNB, Caisse d'épargne, ministère des Finances) au profit de la sphère réelle de l'économie dans un flux largement à sens unique. Ce comportement apparemment pervers des banques commerciales en Bulgarie, que l'on étudiera dans la prochaine section, est essentiel si l'on veut comprendre l'évolution économique globale du pays dans les années 90.

On trouvera dans les tableaux 19 à 21 une description détaillée de la nature de la distribution de crédits des banques commerciales, tous ces tableaux reposant sur l'encours des crédits des banques commerciales à la fin de 1994 et de 1995.

D'après ces tableaux, le secteur privé recevait déjà à peu près la moitié des crédits des banques commerciales en décembre 1994 et ceci est resté le cas en 1995<sup>66</sup>. Les profils d'emprunt des entreprises privées et publiques de ces deux années sont très proches, quelles que soient les catégories de prêts. Non seulement le secteur privé reçoit près de la moitié des crédits à l'économie, mais encore il enregistre une part analogue de prêts non productifs dans toutes les catégories de crédits. Les deux exceptions à cet égard sont constituées par les «créances irrécouvrables» et les arriérés de paiement d'intérêts. Dans le premier cas, la part du secteur privé est plus élevée, tandis que la part des arriérés de paiement d'intérêts la plus élevée est détenue par le secteur public. En ce qui concerne la structure des échéances des crédits, la part des crédits à long terme (supérieurs à un an) dans l'ensemble des crédits au secteur privé a été sensiblement plus forte en 1994. En 1993, cette part était encore plus forte. Le bond en avant enregistré par les crédits ordinaires à plus de 5 ans d'échéance consentis aux entreprises publiques en 1995 est une énigme curieuse<sup>67</sup>. Compte tenu du caractère très sous-capitalisé du secteur privé et de la capacité en conséquence limitée de garantir les prêts, la concentration des prêts à long terme dans ce secteur est assez remarquable. De fait, Rozenov (1996) estime que le ratio fonds propres/fonds empruntés dans le secteur privé est de 0.27, contre 1.4 dans le secteur public, ce qui veut dire que, malgré les résultats médiocres du service de

Tableau 19. **Parts des crédits des banques commerciales par catégorie**

En pourcentage

	Particuliers et ménages	Entreprises privées	Entreprises publiques	Total
Décembre 1994				
Ensemble des prêts	1.8	45.9	52.3	100.0
Prêts ordinaires	4.8	48.4	46.7	100.0
<i>dont</i> : Prêts à long terme	15.1	52.8	32.1	100.0
Créances douteuses de type A <sup>1</sup>	0.1	47.8	52.0	100.0
Créances douteuses de type B <sup>2</sup>	0.5	67.2	32.4	100.0
Créances irrécouvrables <sup>3</sup>	0.5	48.7	50.8	100.0
Autres crédits	0.1	30.5	69.4	100.0
Arriérés d'intérêts	0.4	36.8	62.8	100.0
Décembre 1995				
Ensemble des prêts	1.7	51.7	46.6	100.0
Prêts ordinaires	4.9	43.8	51.3	100.0
<i>dont</i> : Prêts à long terme	14.1	28.3	57.6	100.0
Créances douteuses de type A <sup>1</sup>	0.5	52.6	46.9	100.0
Créances douteuses de type B <sup>2</sup>	0.7	81.0	18.3	100.0
Créances irrécouvrables <sup>3</sup>	0.3	57.0	42.6	100.0
Autres crédits	0.2	76.1	23.7	100.0
Arriérés d'intérêts	0.2	45.7	54.1	100.0

1. Un prêt est classé comme créance douteuse de type A si les arriérés datent de moins de 30 jours.

2. Un prêt est classé comme créance douteuse de type B si les arriérés datent de 30 à 90 jours.

3. Un prêt est classé comme créance irrécouvrable si les arriérés datent de plus de 90 jours.

Source : BNB, *Monthly Bulletin* (édition bulgare), n° 6, 1995 et n° 6, 1996; OCDE.

la dette du secteur privé, l'expansion des crédits à ce secteur ces dernières années n'a été dans une large mesure assortie d'aucune garantie. Si l'on prend de nouveau la Russie comme élément de comparaison, la part des crédits à long terme dans l'ensemble des crédits des banques commerciales à l'ensemble des entreprises s'est établie dans une fourchette de 5 à 10 pour cent ces dernières années<sup>68</sup>.

Bien que les tableaux 18 à 21 permettent de douter de l'idée que le secteur privé en Bulgarie est, dans l'ensemble, à court de crédits, en raison de l'orientation de l'activité des banques commerciales vers des entreprises publiques génératrices de pertes, cette image n'est pas du tout incompatible avec la quasi-absence de crédits des banques commerciales pour la grande majorité des entreprises privées. En fait, la distribution de crédits en Bulgarie, notamment au



Tableau 20. **Profils de prêts des secteurs privé et public**

En pourcentage

	Prêts ordinaires	Créances douteuses type A <sup>1</sup>	Créances douteuses type B <sup>2</sup>	Créances irrécouvrables <sup>3</sup>	Autres crédits	Arriérés d'intérêts	Total
Décembre 1994							
Particuliers et ménages	87.1	1.3	1.8	4.2	0.2	5.4	100.0
Entreprises privées	33.3	17.8	9.9	16.3	3.6	19.1	100.0
Entreprises publiques	28.2	17.0	4.2	15.0	7.1	28.6	100.0
Décembre 1995							
Particuliers et ménages	83.7	6.0	3.0	4.2	0.2	2.8	100.0
Entreprises privées	24.1	19.7	10.7	22.2	2.5	20.8	100.0
Entreprises publiques	31.3	19.4	2.7	18.4	0.8	27.4	100.0

1. Un prêt est classé comme créance douteuse de type A si les arriérés datent de moins de 30 jours.

2. Un prêt est classé comme créance douteuse de type B si les arriérés datent de 30 à 90 jours.

3. Un prêt est classé comme créance irrécouvrable si les arriérés datent de plus de 90 jours.

Source : BNB, *Monthly Bulletin* (édition bulgare), n° 6, 1995 et n° 6, 1996; OCDE.

Tableau 21. **Structure des échéances des prêts ordinaires**

En pourcentage

	Particuliers et ménages	Entreprises privées	Entreprises publiques	Total
Décembre 1994				
Jusqu'à 3 mois	4.4	23.5	23.8	22.7
De 3 mois à 1 an	10.6	46.9	57.6	50.2
De 1 an à 5 ans	35.1	25.8	18.1	22.7
Plus de 5 ans	49.8	3.8	0.5	4.5
Total des prêts ordinaires	100.0	100.0	100.0	100.0
Décembre 1995				
Jusqu'à 3 mois	2.8	33.9	15.9	23.2
De 3 mois à 1 an	11.1	46.6	50.4	46.8
De 1 an à 5 ans	58.0	17.5	10.7	16.0
Plus de 5 ans	28.1	1.9	23.0	14.0
Total des prêts ordinaires	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : BNB, *Monthly Bulletin* (édition bulgare), n° 6, 1995 et n° 6, 1996; OCDE.

secteur privé, est extraordinairement concentrée autour de quelques gros débiteurs. Le tableau 22 en donne une illustration spectaculaire. Comme il l'indique, le nombre de grosses opérations de prêt de plus de 100 millions de leva (1.4 million de dollars de l'époque) représente 1 pour cent du nombre total de prêts au secteur privé en décembre 1995. Or, en valeur, ces prêts correspondent à près de 50 pour cent de l'ensemble des concours au secteur privé, soit un volume de 9.6 pour cent du PIB. Si l'on revient au tableau 18, ce chiffre représente une part sensiblement plus grande du PIB bulgare que celle de l'ensemble des crédits des

Tableau 22. **Concentration des crédits aux entreprises du secteur privé : décembre 1995**

En pourcentage

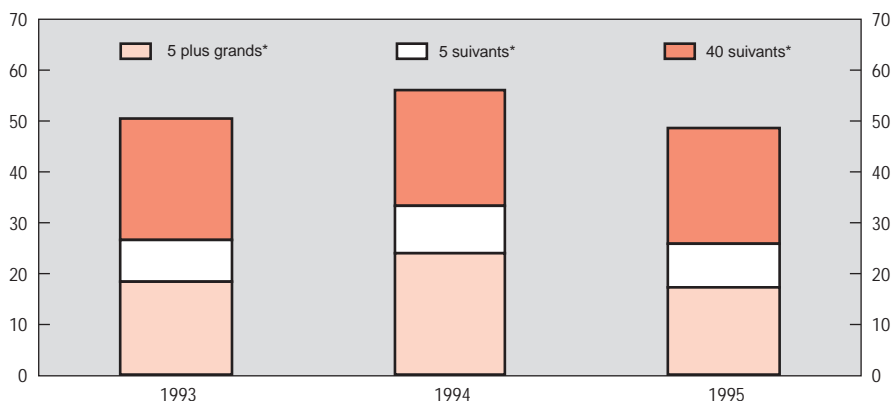
Montant des crédits (en milliers de leva)	< 100	100- 1 000	1 000- 5 000	5 000- 20 000	20 000- 50 000	50 000- 100 000	> 100 000
Part dans le crédit	0.00	0.03	0.08	0.13	0.13	0.12	0.49
Part dans le nombre de crédits	0.27	0.41	0.19	0.08	0.03	0.01	0.01

Source : BNB, *Monthly Bulletin* (édition bulgare), n° 6, 1996; OCDE.

banques commerciales dans le PIB de la Russie. Ce phénomène remarquable mérite d'être réaffirmé : 1 pour cent du nombre total des prêts au secteur privé bulgare en décembre 1995 correspond à une part sensiblement plus importante des crédits dans le PIB que celle de *l'ensemble* des crédits des banques commerciales dans le PIB de la Russie.

Le graphique 16 présente un indicateur plus général de la concentration des crédits des banques commerciales de 1993 à 1995. Les cinq entreprises les plus endettées (sur la base du total des crédits en 1995) ont obtenu de 17 à 25 pour cent de l'ensemble des crédits des banques commerciales en Bulgarie.

Graphique 16. **PART DES PRINCIPAUX DÉBITEURS DANS LE TOTAL DES CRÉDITS DES BANQUES COMMERCIALES AU SECTEUR NON FINANCIER**  
Pourcentage



\* Le classement est effectué par importance de la part de l'encours du crédit commercial au 31 décembre 1995.  
Source : 21 Century Foundation sur la base des données de l'ISN.

## Les problèmes d'incitation dans le secteur bancaire bulgare

Dans la Bulgarie d'aujourd'hui, il est devenu assez compliqué d'apporter les incitations convenables au développement et à la transformation du secteur des banques commerciales tout en évitant un effondrement général du système

financier. D'une part, il y a la nécessité de s'appuyer sur des principes directeurs fermes pour mettre fin à l'idée que les difficultés à venir seront surmontées par une politique discrétionnaire accommodante de la part de la BNB ou d'autres institutions publiques. Pourtant, compte tenu de l'instabilité et de l'imprévisibilité inhérentes au contexte économique, il est difficile de ne pas infléchir les orientations pour aider des banques en difficulté, *ex post*. Pour susciter une attitude responsable dans les directions des banques, la BNB et la SCB doivent surveiller étroitement leur comportement et agiter de façon crédible la menace de limogeage de la direction ou de fermeture de la banque en cas de mauvais résultats. Pourtant, ce contrôle est onéreux et difficile ; de plus, un régime trop rigoureux peut entraîner des distorsions des renseignements communiqués par les banques, des phénomènes de renouvellement de crédits pour déguiser les créances irrécouvrables ou, pire encore, une myopie de dirigeants convaincus qu'il « n'y a pas de lendemain ». La BNB a, on le comprendra, mis l'accent sur la réglementation prudentielle associée aux grosses opérations de prêt afin de contrôler les éventuels phénomènes de corruption de « parties liées ». Les statistiques fournies dans les tableaux 19 à 22 mettent en évidence l'ampleur du phénomène en Bulgarie. Cela étant, compte tenu de la rentabilité moyenne négative de l'économie et de la mise en œuvre peu rigoureuse des garanties juridiques de recouvrement des créances, dont 70 pour cent présentent actuellement des arriérés de paiement, peut-on s'attendre à voir les banques fonctionnant correctement diversifier leur portefeuille de prêts? Même si l'assurance des dépôts peut s'avérer essentielle pour renforcer la confiance des déposants, il convient d'empêcher les banques d'exploiter cette assurance pour enregistrer des gains à court terme au risque d'une faillite à long terme.

L'analyse de la précédente section donne une image un peu stylisée du comportement des banques commerciales bulgares en 1994-95. En résumé, si l'on compare la situation à celle des autres économies en transition, les crédits des banques commerciales au secteur non financier durant les dernières années ont été considérables, malgré un contexte dans lequel 70 pour cent de l'encours total des prêts présentent des incidents de paiement. L'expansion du crédit des banques commerciales au secteur privé, qui comporte en particulier des prêts à long terme, semble aussi avoir été excessive. En outre, près de la moitié de ces crédits au secteur privé correspond à une poignée de grosses opérations de plus de 1.4 million de dollars chacune. La part globale des crédits à long terme dans

l'ensemble des crédits aux entreprises apparaît très élevée, étant donné les difficultés particulières et la faible ampleur du développement des marchés de capitaux bulgares. Comme on va le voir, il y a là plusieurs problèmes d'incitations correspondant à la nature spécifique des relations entre les banques commerciales bulgares, les institutions publiques et les entreprises, nature qui peut contribuer à expliquer ce comportement.

### ***Problèmes de réalisation des objectifs affichés***

Avec le recul, les objectifs énoncés dans les textes législatifs de 1991 à 1993, tout en étant réalisables pour des banques nouvelles, semblent ne pas avoir été à la portée d'un grand nombre de banques en difficulté et ce, indépendamment des incitations et de la direction des établissements concernés. Si les règlements édictés ou les objectifs proprement dits ne sont pas réalisables, les institutions ne seraient généralement guère incitées à les mettre en œuvre, indépendamment de la question de savoir si leur mise en application est crédible, en d'autres termes que les banques croient ou non que les autorités prendront des sanctions significatives contre les contrevenants. S'il apparaît aux banques que les objectifs sont largement irréalistes, elles vont selon toute vraisemblance douter de leur crédibilité en partant du principe qu'ils seront modifiés ou supprimés une fois qu'une bonne partie d'entre elles se seront avérées incapables de les atteindre. Ce phénomène est lié au problème délicat posé aux pouvoirs publics par le risque corrélatif que court le secteur bancaire en aval<sup>69</sup>. Cela étant, si les banques croient à la mise en application d'objectifs irréalisables, les incitations sont encore pires. On peut alors assister à des investissements considérables destinés à fournir des informations trompeuses, à des renouvellements de crédit à taux élevés pour masquer des créances irrécouvrables et, dans le cas extrême, à l'unique maximisation des gains individuels à court terme des salariés<sup>70</sup>.

La Mineralbank et la Banque Stopanska auraient pu tirer parti d'un placement sous un régime spécial, comportant des calendriers explicites et bien ciblés pour leur retour à des conditions normales de capitalisation et de solvabilité parallèlement à un gel virtuel de tous leurs nouveaux crédits. Or, la Loi sur les créances irrécouvrables n'a pas efficacement recapitalisé ces établissements. Seule une partie des actifs non productifs a été remplacée et les ZUNK libellées en leva étaient rémunérées à des taux inférieurs à ceux auxquels les banques pouvaient attirer des dépôts. Cela a immédiatement placé les banques fortement

dépendantes des ZUNK dans une position extrêmement difficile en ne leur laissant guère d'autre choix que d'exercer des pressions sur la BNB et l'État en vue d'obtenir de nouvelles aides. Au moment de leur renflouement à la mi-1995, la situation de la Mineralbank et de la Banque Stopanska s'était dégradée au point qu'il a pratiquement fallu transférer la totalité du nouveau capital à la BNB et à la Caisse d'épargne dans le cadre du remboursement de leurs dettes antérieures, ce qui a laissé ces établissements dans leur situation initiale. Même si l'on peut affirmer que ces banques n'avaient pas d'incitation à opérer de façon saine puisqu'elles attendaient leur renflouement, on ne sait pas s'il existait une stratégie de rechange qui aurait permis à ces banques de survivre. Comme l'indique l'encadré 5, la Mineralbank et la Banque Stopanska ont été les premiers bénéficiaires, parmi les banques, des injections de ressources de la BNB, de la Caisse d'épargne et du budget de l'État en 1994-95, ce qui a joué un rôle important dans la déstabilisation ultérieure de l'économie. Même s'il est bien entendu difficile de déterminer *ex ante* la possibilité de réaliser des objectifs, il faut être conscient que l'affichage d'objectifs trop ambitieux en matière de réglementation bancaire peut produire des effets tout aussi dévastateurs que la passivité des pouvoirs publics.

### ***Problème de crédibilité de l'action des pouvoirs publics***

La crédibilité des mesures de réglementation du secteur bancaire a souffert au moins de deux autres problèmes importants. Premièrement, l'État opérait sans plan d'ensemble bien conçu pour traiter les problèmes du secteur bancaire (avant 1996), ce qui a instauré un contexte permanent d'interventions discrétionnaires et largement accommodantes. Contrairement aux problèmes évoqués précédemment dans le cas d'objectifs crédibles, mais irréalisables, la perspective de mesures discrétionnaires accommodantes peut aboutir aux distorsions inverses. Au lieu de fournir des renseignements erronés et de renouveler les prêts pour apparaître rentables, les banques vont en pareil cas chercher à cacher leurs bénéfices pour apparaître moins rentables (sélection négative). La perspective d'ajustements ultérieurs reposant sur des mesures discrétionnaires des autorités peut aussi inciter les banques à faire moins d'efforts pour éviter les pertes futures (aléas moral) ou à gaspiller leurs efforts à faire pression en faveur de changements de politique (coûts d'influence<sup>71</sup>). Pour que les banques commerciales soient incitées à aller dans le bon sens, il faut un engagement crédible *ex ante* de la BNB et de

l'État de limiter les mesures d'accommodation par des principes directeurs stricts. Revenir explicitement sur des engagements, comme ceux qui devaient mettre un terme au refinancement sans garantie en 1994 et à tout refinancement de la Mineralbank et de la Banque Stopanska en 1995, peuvent produire des effets dommageables sur la réputation de la BNB. Les autorités doivent explicitement prendre en compte ces coûts, ainsi que d'autres coûts et avantages, lors de l'évaluation des diverses mesures qu'elles envisagent.

Le deuxième problème de crédibilité et d'efficacité de la réglementation bancaire en Bulgarie provenait de la panoplie limitée d'instruments à la disposition de la BNB (avant 1996) pour discipliner les banques. La BNB était dotée de deux types d'instruments, financiers (amendes, intérêts de pénalité pour les découverts, etc.) et non financiers (retrait d'agrément, limitation des activités). Les instruments financiers sont d'une utilisation limitée pour discipliner les banques qui sont déjà enferrées dans les pertes financières. Par exemple, durant certaines périodes, la BNB a expérimenté l'application de taux très élevés sur les crédits par voie de découvert afin de décourager la demande (voir tableau 4A en annexe). Or, cette mesure n'a eu que très peu d'effets sur la demande de la part des banques qui luttent pour leur survie, en proie à des pertes énormes et espérant un renflouement. La demande de la part de ces banques n'était généralement limitée que par le plafond correspondant à 50 pour cent des réserves. Au même moment, les banques solvables ayant des besoins temporaires de liquidité ont dû être découragées de recourir aux découverts, ce qui a fait peser des coûts sur l'ensemble du secteur bancaire. Par ailleurs, l'un des principaux instruments non financiers de la BNB a été l'encadrement des crédits jusqu'à sa suppression en 1994. Avant 1996, la BNB n'avait que très peu de pouvoirs pour retirer l'agrément des banques et pratiquement aucun pouvoir de fermer une banque ou de la déclarer en faillite. Les limites des prérogatives de la BNB ont été illustrées sur le terrain à la fin de 1995, lorsque la Cour suprême a annulé la première décision de la BNB de retirer l'agrément de deux établissements manifestement coupables d'infractions à la réglementation.

Ce qui est sans doute fondamental pour comprendre l'expérience bulgare, ainsi que les problèmes bancaires observés en Europe centrale et orientale, c'est l'idée parmi les banques que l'État reste attaché à la poursuite de l'exploitation de certaines grandes entreprises «stratégiques» comptant de nombreux emplois. Si

ces entreprises sont dans l'incapacité d'assurer le service de leur dette, on peut penser que l'État n'en tiendra pas les banques pour responsables. Ce sentiment peut avoir été conforté par la plate-forme initiale du Parti socialiste bulgare lors de son arrivée au pouvoir. De fait, en 1995, le ministre de l'industrie de l'époque a fait une déclaration encourageant les entreprises en difficulté financière à interrompre le service de leur dette<sup>72</sup>. Même si pratiquement toutes les opérations de crédit au sein de l'économie bulgare sont assorties de risques élevés, certaines banques peuvent avoir adopté une stratégie de survie consistant à lier leur sort autant que possible à des entreprises publiques « stratégiques » en leur consentant des crédits. On constate aussi que certaines banques commerciales peuvent s'être senties poussées par certains organismes d'État à octroyer des crédits à des entreprises prioritaires. En dehors des programmes spéciaux de distribution limitée de crédits à l'agriculture, l'État n'a cependant jamais mis en œuvre de politique explicite visant à orienter la distribution des crédits des banques commerciales durant ces dernières années.

### ***Problèmes de sous-capitalisation***

Une autre série de problèmes est liée au fait que la réglementation relative à l'entrée de nouvelles banques était peu stricte, comme on l'a vu précédemment. En un sens, cela a créé une possibilité de bénéficier de l'assurance publique des dépôts à un très faible coût. En particulier dans le contexte difficile de l'économie bulgare où la plupart des crédits « légitimes » sont non productifs, les petites banques peu capitalisées sont fortement incitées à profiter de cette assurance en procédant à des investissements comportant des risques excessifs, voire en consentant des prêts à des parties liées à des fins de corruption, en pensant que leur activité ne sera que temporaire. Bien que l'entrée facile sur le marché de nouvelles banques privées aurait pu produire l'effet positif de favoriser la concurrence et le développement rapide d'institutions financières dans les économies en transition<sup>73</sup>, on peut dire que l'expérience bulgare démontre manifestement les problèmes potentiels que fait courir cette stratégie. Au moins dans les premières années de la transition, l'imposition de normes de fonds propres élevées, l'application de déductions importantes en contrepartie de l'assurance explicite des dépôts par l'État et la surveillance active des banques existantes constituent des mesures essentielles pour construire un système bancaire en bonne santé.



## *Problèmes d'interaction des banques et des entreprises*

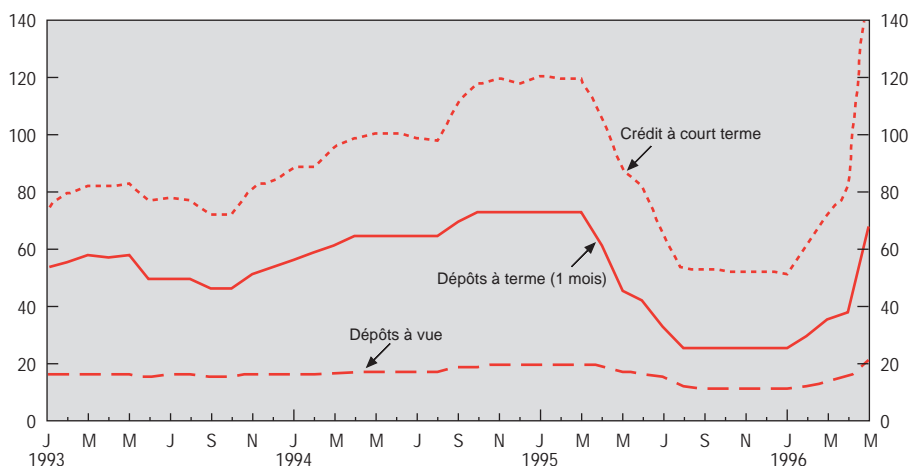
D'autres problèmes peuvent venir des distorsions de l'information au niveau des entreprises débitrices, en collusion ou non avec les banques. Ces pratiques sont liées à «l'interface» entre l'État et le secteur privé de l'économie, dont il sera question au chapitre IV. Si des entreprises publiques en proie à des pertes peuvent obtenir de l'argent auprès des banques, cela peut contribuer de façon essentielle à la transmission de ressources aux entreprises privées par des prix de transfert ou autres mécanismes. Compte tenu de la situation générale du secteur bancaire bulgare évoquée précédemment, cela permet des transferts de flux de ressources de la BNB, de la Caisse d'épargne et du budget de l'État par l'intermédiaire des banques commerciales ou des entreprises d'État, à des petites entreprises privées. Ces dernières peuvent souvent non seulement générer des bénéfices aux dépens de pertes des banques commerciales et des entreprises d'État, mais aussi échapper à l'impôt sur ces bénéfices. On pourrait bien entendu parvenir au même résultat par le moyen plus direct de prêts aux entreprises et aux particuliers, ce qui est conforme à l'expansion rapide de crédits irrécouvrables, sans garantie et fortement concentrés consentis au secteur privé. Théoriquement, il peut donc être intéressant pour des banques, des entreprises publiques et des firmes privées (agissant en collusion) de multiplier des crédits qui seront non productifs à des entreprises générant des pertes. Ce processus est encore compliqué en Bulgarie par la présence de certains groupements d'entreprises, entretenant des liens étroits avec les milieux politiques et économiques, qui peuvent tirer parti de ces possibilités d'arbitrage<sup>74</sup>.

Même si toutes ces catégories de facteurs peuvent certainement contribuer à expliquer les problèmes d'incitation dans le secteur bancaire bulgare, les limites aussi bien quant au volume et à la fiabilité des informations sont autant d'obstacles à une évaluation un tant soit peu pertinente de la situation. Les banques sont aussi elles-mêmes très hétérogènes. L'interaction de plusieurs de ces problèmes peut aussi accroître encore la distorsion des incitations. Par exemple, une banque sous-capitalisée consentant des crédits sans grande prise en compte des risques peut vouloir «aménager» ses comptes de façon à ne pas attirer l'attention des autorités ou à tirer parti d'un accès préférentiel à des refinancements auprès de la BNB ou sur le marché interbancaire. Cette stratégie peut reposer sur l'idée que, lorsque les pertes finiront par être trop lourdes pour être cachées, la BNB sera forcée d'être accommodante, en tenant notamment

compte du fait que pratiquement toutes les autres banques sont aussi insolvables. Cette logique recoupe pratiquement toutes les catégories de problèmes évoqués précédemment.

Un indicateur intéressant en matière d'incitations pour les banques réside dans la forte amplitude des écarts de taux de rémunération des dépôts et des crédits des banques commerciales.

Graphique 17. **ÉCARTS DE TAUX DES BANQUES COMMERCIALES**  
Taux effectif annuel



Source : BNB, *Monthly Bulletins* 1993-1995.

Des écarts d'une telle ampleur entre les taux débiteurs et créditeurs en Bulgarie constituent une énigme intéressante, compte tenu du nombre de banques en concurrence. Certains auteurs ont affirmé que l'écart de taux d'intérêt reflète correctement la prime de risque élevée en Bulgarie et la nécessité pour les banques commerciales de générer des bénéfices supplémentaires afin de provisionner leurs créances irrécouvrables. La cherté de l'argent exerce cependant un effet déprimant sur la demande de crédit chez les chefs d'entreprise qui prévoient

vraiment de rembourser leurs emprunts, ce qui accroît le risque global lié à l'ensemble de la demande de crédits<sup>75</sup>. Ce facteur, ainsi que la possibilité d'attirer plus de dépôts, restreint les écarts de taux de rémunération dans des conditions de concurrence et de « bonnes » incitations pour les banques commerciales. En revanche, des taux d'intérêt très élevés sur les prêts sont commodes pour des établissements qui cherchent à cacher leurs pertes et ce, pour deux raisons. Premièrement, la création d'un prêt place initialement une somme importante dans les postes des actifs « productifs » du bilan de la banque. Deuxièmement, la réglementation prudentielle impose aux banques commerciales de ne constituer des provisions qu'en contrepartie du principal et non des intérêts des créances douteuses ou irrécouvrables. En conséquence, un prêt à faible principal et à intérêts élevés dont le service n'est pas assuré est préférable pour la banque à un prêt analogue, mais de principal élevé et faiblement rémunéré. Cela étant, de tels prêts peuvent aussi être commodes pour une entreprise emprunteuse en proie à des pertes, parce que la banque est plus portée à lui prêter à des taux élevés sachant que le prêt ne sera de toute façon pas remboursé. C'est notamment le cas si la banque ou l'entreprise pense que l'État couvrira les pertes. Cela correspond plus spécialement aux affaires de collision pour le transfert de fonds entre banques et entreprises, dans lesquels les intérêts ne sont importants que pour l'effet qu'ils produisent sur le bilan de la banque.

Au cours de la surveillance des banques commerciales en 1994-95, la BNB a découvert une quantité importante de distorsions de l'information. Elle a en particulier mis en évidence la croissance des opérations de crédits de gros montant et de prêts internes<sup>76</sup>. Ces prêts ont pu être rattachés à nombre des problèmes évoqués précédemment, notamment la volonté des banques de cibler des entreprises stratégiques précises, ainsi que des phénomènes de collusion ou de corruption. Selon Rozenov (1996), les principaux destinataires de nombre de ces prêts de gros montant sont ces fameux groupements d'entreprises, ce qui serait cohérent avec la concentration extrêmement forte des crédits dans le secteur privé.

Il convient cependant de noter de façon générale que dans le contexte de l'économie bulgare, la présence d'une proportion importante de grosses opérations de prêts pourrait aussi correspondre à une situation de « bonnes » incitations dans le secteur bancaire. En l'absence d'institutions financières habituées à rationner le crédit dans une économie de marché développée, comme on l'a vu, et

en présence d'un taux moyen de rendement négatif des prêts, une banque bulgare cherchant à maximiser ses bénéfices ne peut pas détenir un portefeuille très diversifié de prêts. Au contraire, cette banque va prêter de l'argent à la sphère réelle de l'économie uniquement dans le cadre de relations spéciales, ce qui implique un suivi (coûteux) et des interactions répétées pour asseoir la confiance<sup>77</sup>. Ce seul fait plaide en faveur d'une concentration des crédits sur un nombre limité d'entreprises. Voilà un domaine dans lequel l'adoption complète de la législation des économies développées qui s'appuie sur des institutions financières développées, peut être une erreur. Malgré l'apparente corruption associée à de nombreuses grosses opérations de prêts en Bulgarie, on est en droit d'affirmer à cet égard que la réglementation prudentielle en Bulgarie ne devrait pas s'attacher en soi à ces «prêts de gros montant», mais veiller uniquement à l'équilibre entre les prêts à la sphère réelle de l'économie et d'autres actifs moins risqués ou plus liquides comme les titres d'État. Les problèmes liés aux grosses créances irrécouvrables en Bulgarie sont venus des distorsions initiales des incitations pour les banques, notamment la possibilité pour des banques commerciales souvent sous-capitalisées soit de capter des ressources auprès de l'État, soit d'exploiter implicitement l'assurance publique des dépôts à un coût négligeable. Il s'agit de problèmes qu'il convient de régler directement.

Comme l'illustre l'exemple de la Chine, il existe des situations économiques dans lesquelles même les activités de divers groupes dont la moralité est douteuse ne sont pas incompatibles avec la production de valeur ajoutée dans l'ensemble de la société, y compris si c'est moyennant une polarisation de la distribution<sup>78</sup>. Ce qui est peut-être plus troublant dans le cas de la Bulgarie, c'est qu'en raison des distorsions fondamentales des incitations, une partie de ces activités non seulement suscitent une polarisation de la distribution de richesse, mais encore elles ne contribuent que très peu à la valeur ajoutée. Au contraire, si l'on tient compte des coûts d'opportunité du temps et des efforts mobilisés pour exercer des influences provoquant des distorsions de l'information ou pour faire pression en vue d'obtenir des ressources financières auprès de l'État, ces activités sont de nature à soustraire de la valeur. En conséquence, l'utilisation du système bancaire commercial pour assurer des transferts à sens unique de ressources du budget de l'État et de la BNB est destructrice pour l'économie bulgare pratiquement quel que soit le point de vue que l'on adopte, y compris en termes de croissance du PIB, de stabilisation et de distribution de richesse.

## Encadré 6. Les banques et le Programme d'action de 1996 du gouvernement bulgare

Le Programme d'action de la mi-1996 du gouvernement bulgare, qui a été amendé durant les mois suivants, se compose d'une série de mesures rigoureuses visant à reprendre le contrôle d'une situation en détérioration rapide dans le secteur bancaire et dans l'économie en général. Comme on l'a vu au chapitre II, ce programme de restructuration a été élaboré en consultation étroite avec le FMI et la Banque mondiale et il constitue la pierre angulaire de l'accord de renouvellement de l'aide financière des Institutions financières internationales à la Bulgarie. Pour le court terme, l'essentiel du programme réside dans la mise en faillite (liquidation) de plusieurs entreprises ou banques et la mise à l'écart d'autres entreprises ou banques vis-à-vis de toute activité comportant des crédits bancaires, avec la menace d'une éventuelle mise en faillite. Des principes directeurs stricts ont aussi été définis pour l'évolution future des flux de ressources publiques dans le secteur bancaire.

Ce programme prévoyait l'adoption de deux textes législatifs essentiels à la mi-1996. Premièrement, la Loi sur les banques et les opérations de crédit de 1992, évoquée dans l'encadré 4, a été sensiblement modifiée et amendée<sup>79</sup>. Le texte ainsi révisé accroît considérablement les prérogatives de la BNB en matière de tutelle des banques commerciales. Une section spécifique sur l'insolvabilité accorde à la BNB et uniquement à elle, le droit d'entamer une procédure de faillite à l'encontre d'une banque commerciale à l'issue de laquelle la faillite de la banque doit être prononcée par les tribunaux. Des ajouts à la loi initiale habilite la BNB à remplacer les administrateurs ou les membres du conseil de surveillance de banques, même en l'absence de preuves d'infractions explicites. La BNB peut aussi placer des banques commerciales dont on pense qu'elles sont en « quasi faillite » sous « tutelle », ce qui signifie que les opérations de ladite banque sont suspendues pour l'essentiel et que l'institution est placée sous le contrôle d'un « administrateur provisoire » désigné. Une nouvelle loi étend aussi l'assurance des dépôts en vue d'apaiser les déposants. Contrairement aux dispositifs limités annoncés par la BNB en décembre 1995 et en mars 1996, la loi protège tous les particuliers titulaires de comptes par une garantie de l'État à concurrence de 100 pour cent. Les comptes des sociétés sont assurés à hauteur de 50 pour cent.

À la mi-1996, la BNB a immédiatement placé sous tutelle cinq banques et engagé des démarches pour leur mise en faillite. Il s'agissait de deux banques dont la BNB avait déjà tenté de retirer l'agrément en 1995. Toutefois, ce groupe comptait aussi la seule grande banque privée existante (First Private Bank) ainsi que l'un des deux établissements publics posant le plus de problèmes (Mineralbank). Des obligations d'État d'une valeur d'environ 28 milliards de leva ont été émises pour couvrir les engagements vis-à-vis des déposants de ces banques. La Caisse d'épargne a été chargée de la rémunération des dépôts en leva des deux grandes banques, tandis que la Post Bank, qui a reçu

*(voir page suivante)*

*(suite)*

l'essentiel des obligations spéciales libellées en devises fortes, assurait la même fonction pour les dépôts en devises fortes. La rémunération des dépôts de la First Private Bank et de la Mineralbank a commencé à la mi-juin. Les dépôts en devises ne devaient être retirés que par tranches de 25 pour cent sur deux ans, tandis que leur contre-valeur en leva, au taux de change courant, pouvait être retirée immédiatement. Toutefois, ces dispositions ont déjà été modifiées (voir plus loin).

Parallèlement, 64 entreprises, représentant, d'après des estimations, 29 pour cent des pertes au sein de l'économie en 1995 et employant environ 24 000 personnes, devaient être fermées immédiatement, ces mesures étant accompagnées par un programme spécial financé par la Banque mondiale pour aider les salariés concernés des entreprises. Outre les indemnités de chômage habituelles, on a promis à ces salariés six mois de salaire moyen brut à titre d'indemnité de licenciement. Cela étant, la fermeture de la plupart de ces entreprises ainsi que le déboursement des aides étrangères ont été retardés. Un autre groupe de 70 entreprises déficitaires, représentant quelque 58 pour cent des pertes, a été placé sur une «liste de confinement». Ces entreprises doivent être tenues à l'écart des crédits des banques commerciales, tout en étant autorisées à suspendre le service de leur dette en cours. Deux entreprises de cette liste, la Société nationale d'électricité et les Chemins de fer publics de Bulgarie pourront continuer de bénéficier de crédits des banques commerciales. Par la suite, une exception a également été consentie pour une grande usine sidérurgique, «Kremikovtsy». Cela étant, tous les prêts exceptionnels doivent recevoir le feu vert explicite du ministère des Finances<sup>80</sup>. D'autres aides financières peuvent provenir d'un fonds extrabudgétaire spécial, le «Fonds d'État pour la reconstruction et le développement». Dans un des sous-groupes, les entreprises seront liquidées si elles ne peuvent pas faire état de flux de trésorerie positifs durant une période déterminée. Les cas d'entreprises stratégiques spéciales, comme la Balkanair, des entreprises des secteurs de l'énergie ou des transports, seront traités individuellement. Pour les entreprises de production d'énergie, l'existence d'une réglementation des prix de production constitue l'une des raisons de leur faible rentabilité. Le plan d'action prévoit donc d'importantes mesures d'ajustement des prix de l'énergie, comme on l'a vu au chapitre II. Les salariés licenciés des entreprises placées sur la liste de confinement peuvent bénéficier des mêmes prestations que les salariés des firmes de la liste de liquidation.

En ce qui concerne les banques autorisées à poursuivre leur activité, le Programme d'action comporte un certain nombre de restrictions de leurs activités et de l'aide financière qu'elles peuvent attendre pour l'avenir de la BNB et de la Caisse d'épargne. Aucun plan de recapitalisation à grande échelle n'est prévu dans le programme initial. Seules des mesures limitées ont été prises pour apporter de l'argent frais à certaines banques, essentiellement par le biais de l'acquisition auprès de la Bulbank de 400 millions de dollars d'obligations ZUNK. Ce programme avait déjà été proposé en 1995, mais il est

*(voir page suivante)*

*(suite)*

loin d'apporter ce qui aurait été nécessaire pour éliminer les fonds propres nets négatifs de ce secteur. Les banques présentant des fonds propres nets négatifs ont l'interdiction de consentir de nouveaux prêts.

Toutes les banques recapitalisées dans le cadre du programme de la Bulbank ou présentant des fonds propres nets négatifs, ont été tenues de présenter à la BNB des Protocoles d'accord proposant des principes directeurs explicites dans le cadre desquels les établissements doivent s'efforcer de rétablir leur solvabilité et satisfaire à la réglementation prudentielle. Les progrès accomplis selon ces principes doivent faire l'objet d'un suivi mensuel par la BNB. Le nouveau calendrier de retour à la solvabilité impose aux banques d'atteindre un ratio de fonds propres de 2 pour cent au 1<sup>er</sup> janvier 1998, de 4 pour cent au 1<sup>er</sup> janvier 1999, pour atteindre 8 pour cent au 1<sup>er</sup> janvier 2001. Tant qu'elles n'ont pas atteint un ratio de 4 pour cent, les banques ne peuvent pas distribuer de dividendes. La position extérieure nette en devises des banques commerciales est limitée à moins de 30 pour cent du capital à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1997. Les banques commerciales ne sont pas autorisées à accorder des crédits à une quelconque firme dont les arriérés de paiement à des banques dépassent 30 jours. Une nouvelle loi de la fin de 1996 devrait aussi faciliter pour les banques la mobilisation de sûretés auprès d'emprunteurs défaillants.

A compter du 1<sup>er</sup> juin 1996, la Caisse d'épargne s'est vue interdire les opérations non garanties de crédit et de dépôt sur le marché interbancaire et elle est placée sous une surveillance croissante, avec pour objectif à moyen terme sa mise en conformité avec la réglementation prudentielle et sa transformation complète en banque commerciale. Des augmentations du refinancement par la BNB en 1996 doivent intervenir dans les limites strictes.

La crise et le mouvement de panique des déposants ne s'étant pas apaisés, même après l'annonce du train de mesures du milieu de l'année, le gouvernement bulgare a été contraint de prendre de nouvelles initiatives en septembre et en octobre 1996. A la fin du mois de septembre, le Conseil de la BNB a décidé de placer neuf banques supplémentaires sous tutelle, seules 13 banques étant encore autorisées à poursuivre normalement leur activité. La nouvelle loi sur l'assurance des dépôts a été amendée en octobre afin de dispenser les banques sous tutelle d'assurer la rémunération des dépôts. Les créances détenues par les déposants, qui restent couvertes par la loi (à hauteur de 100 pour cent pour les particuliers et de 50 pour cent pour les entreprises) ne peuvent être recouvrées qu'à l'issue d'une décision de faillite définitive. En outre, l'État a annoncé un plan spécial de privatisation en urgence, portant sur 18 des sociétés bulgares les plus rentables et sur 25 pour cent de la Société bulgare de Télécommunications, afin de pouvoir assurer l'éventuelle indemnisation des déposants.

## **Le Programme d'action de 1996 du gouvernement bulgare et conclusions**

Le Programme d'action de 1996 pour les banques et les entreprises traite nombre de problèmes abordés dans ce chapitre et servira, on l'espère, de première pierre d'un nouveau secteur financier reposant sur des incitations économiques plus saines. L'important pour le secteur bancaire, c'est notamment le développement de l'autorité de la BNB afin de lui permettre de prendre des sanctions à l'encontre des banques enregistrant de mauvais résultats et d'engager l'éventuelle mise en faillite des banques et entreprises insolvables. Le calendrier de réalisation des normes de fonds propres semble beaucoup plus réaliste que par le passé. Compte tenu de la perte de crédibilité des mesures du gouvernement et de la banque centrale dans un passé récent, notamment en 1996, il est essentiel de créer des précédents quant à une véritable application des engagements rigoureux et controversés du nouveau programme. Bien que l'évolution rapide et l'instabilité de la situation nécessite une certaine souplesse, le coût de nouveaux reculs de nature à compromettre la crédibilité des engagements de l'État est aussi considérable et doit être explicitement pris en compte à chaque étape. En raison de l'enchaînement malheureux des événements en 1996, on ne peut guère raisonnablement s'attendre à un rétablissement rapide de la confiance dans les banques et autres institutions financières bulgares. Les mesures immédiates doivent être conçues dans le cadre d'objectifs et d'anticipations réalistes de rétablissement progressif de la confiance. Ce processus pourrait être accéléré dans le contexte du vaste programme proposé par le FMI à la fin de 1996, qui prévoit la création d'une caisse d'émission bénéficiant d'importants soutiens financiers extérieurs pour assurer la stabilisation.

Contrairement à l'expérience du passé, le Programme d'action bulgare a adopté pour stratégie de résoudre le « problème de flux » en matière de crédit des banques commerciales, avant le « problème de stock », lié à l'encours des créances irrécouvrables. Le premier facteur de motivation en la matière réside dans l'absence de ressources publiques ou étrangères pour procéder à une recapitalisation de la majorité des banques. Il faut cependant procéder avec beaucoup de prudence. Tant que les bilans des banques commerciales seront contaminés par un excédent de créances irrécouvrables, il y aura, comme on l'a vu, d'importantes distorsions des incitations pour les banques et il faudra que la BNB assure une surveillance étroite du secteur. La création d'une caisse d'émission,



qui réduirait fortement les possibilités de refinancement bancaire, devrait probablement être assortie d'un programme visant à recapitaliser les banques commerciales autorisées à poursuivre leurs activités.

Les conséquences malheureuses de l'évolution défavorable du secteur bancaire dans les années 90 et qui a conduit à la crise de 1996 se feront sentir dans toute l'économie bulgare pour les années à venir. Un programme bien conçu permettant de mettre en place des incitations saines pour les banques commerciales, dans la période actuelle, va se traduire par une grande pénurie de crédits intérieurs pendant plusieurs années. La sphère réelle de l'économie va subir de graves contraintes de liquidité et divers groupes politiques vont sans doute avancer des programmes visant à alimenter une économie privée de crédits. Cela étant, le gouvernement bulgare et la BNB en particulier doivent être conscients de ces tendances et ne pas compromettre la crédibilité de leur promesse de mener à bien la réforme bancaire. Il serait en outre avisé d'envisager des mesures d'urgence pour promouvoir, au moins temporairement, l'expansion des activités des banques étrangères en Bulgarie durant cette période très difficile.

## **IV. Restructuration et compétitivité**

### **Introduction**

Dans le chapitre I de la présente Étude, nous avons identifié les deux principaux acteurs de la reprise modérée qu'a connue l'économie bulgare en 1994 et 1995, à savoir 1) les entreprises (essentiellement publiques) travaillant pour l'exportation, et 2) le secteur privé. Les chapitres II et III ont analysé la façon dont le transfert d'importantes ressources publiques aux secteurs public et privé, en grande partie par le biais de crédits commerciaux non performants, avait contribué à la déstabilisation de l'économie et amené la crise économique de 1996. Dans le présent chapitre, nous revenons sur ces questions dans une optique microéconomique, sur la base d'une analyse des entreprises bulgares. La première section examine la nature des entreprises publiques dans l'économie bulgare, l'ampleur de leurs pertes en pourcentage du PIB et la façon dont ces pertes ont été financées. La deuxième section traite de la compétitivité des exportations, la dernière section étant consacrée au secteur privé qui commence à émerger.

### **La gestion des entreprises publiques**

Dans la plupart des économies en transition, les entreprises publiques se caractérisent par l'ampleur du contrôle exercé par les équipes qui les animent. En conséquence, l'un des objectifs premiers des programmes de privatisation a été de développer des mécanismes extérieurs de gestion des entreprises pour contrôler la gestion des cadres et les remplacer s'ils se révèlent inefficients. Tant que ces dispositifs extérieurs de gestion n'auront pas été institués, l'efficacité des entreprises concernées risque d'être sérieusement entravée et leur capacité à attirer des capitaux étrangers en vue de leur restructuration sera le plus souvent très limitée. Le contrôle extérieur des entreprises peut être développé soit par des prises de participation à l'extérieur (marché des valeurs mobilières), soit par les

activités des bailleurs de fonds (banques), dans le cadre de mécanismes qui leur permettent de prendre le contrôle des entreprises débitrices en cas de défaillance. Les dirigeants des entreprises bulgares ont pu exercer un très important contrôle de fait au cours de la période de transition, la lenteur de la privatisation et le maintien de l'accès à des crédits bancaires assortis de conditions « favorables » ayant freiné le développement de dispositifs extérieurs de gestion.

Avec la suppression de la planification centralisée, les entreprises publiques bulgares sont devenues pleinement autonomes sur le plan juridique. Les subventions budgétaires directes ont été très fortement réduites et réservées à quelques branches spécifiques, telles que les charbonnages, l'énergie et les services d'intérêt public. Avant même ces modifications, on avait entrepris de transformer les entreprises publiques en sociétés anonymes ou en sociétés à responsabilité limitée (détenues à 100 pour cent par l'État). Un aspect important de la réforme bulgare a été la restructuration de l'organigramme des grandes entreprises publiques monopolistiques dans le cadre de la loi de 1991 pour la protection de la concurrence. En 1991-1992, la plupart des grands monopoles d'État ont été éclatés en unités indépendantes, plus petites et concurrentes.

Cette mesure avait pour but de permettre aux entreprises de mieux répondre aux fluctuations de la demande et de les soumettre au jeu de la concurrence pour favoriser leur restructuration. Cette adaptation a cependant été rendue difficile par les problèmes qui se sont posés au cours de la période de transition, notamment la perte des marchés traditionnels du CAEM, l'atonie de la demande intérieure, les perturbations intervenant du côté de l'offre, l'absence de compétences en matière de commercialisation et de gestion, et les lacunes des marchés intérieurs. Comme, par ailleurs, les faillites étaient quasiment inconnues, une telle adaptation n'était pas une nécessité absolue. Les entreprises publiques bulgares déficitaires ont continué de tourner à plein régime pendant les cinq premières années de la transition. Grâce à l'accès à de nouveaux marchés et au contrôle qu'ils exerçaient de fait sur leurs entreprises, les dirigeants en place pouvaient également dégager des bénéfices privés par le biais d'une « privatisation spontanée », en même temps qu'ils avaient la possibilité de transférer des actifs publics vers le secteur privé, voire le secteur informel.

Ces dernières années, l'influence de l'État sur les activités des entreprises publiques pourrait s'être quelque peu renforcée même si le contrôle des administrateurs en place est demeuré très élevé. Techniquement parlant, les entreprises

publiques appartiennent toujours à leur ministère de tutelle. Pour continuer à exercer son influence sur les entreprises qu'il chapeaute, le ministère dispose de deux instruments essentiels, à savoir *a*) la nomination des membres du conseil d'administration, et *b*) la négociation directe de contrats avec les directeurs généraux de la société. Le conseil d'administration d'une grande entreprise publique est le plus souvent très largement constitué d'administrateurs nommés par l'État et les banques commerciales. Il est difficile d'évaluer la mesure dans laquelle les ministères ont influencé les activités des entreprises ces dernières années puisque cette influence ne repose plus sur une législation ou une réglementation formelles. Le ministre de l'Industrie qui était en poste en 1995 avait la réputation d'être favorable à une plus grande ingérence de ses services dans la réglementation des entreprises. Le risque est que cette ingérence puisse être motivée par des préoccupations politiques ou «non marchandes». Ainsi, un exportateur pouvait se voir adresser par le ministère une «demande» (non obligatoire) de satisfaire un certain nombre de commandes destinées à des entreprises intérieures avant de servir ses clients étrangers. Certaines observations donnent à penser que le nombre de «demandes» de ce genre et d'autres formes de pression émanant des ministères pourrait avoir augmenté au début de 1995, dans la lignée de la plate-forme initiale du parti socialiste, mais il a semble-t-il diminué à la fin de l'année.

La crise actuelle du secteur bancaire, ainsi que le peu de confiance générale de la population dans les actifs financiers intérieurs nuiront sans aucun doute au développement d'une gestion effective des entreprises bulgares dans le proche avenir. Or, aussi longtemps qu'elles ne seront pas soumises à un certain contrôle extérieur exercé par le marché, les entreprises bulgares n'auront guère de chance d'attirer des capitaux d'investissements étrangers alors même que la crise de 1996 a conduit à un resserrement du crédit. Certaines caractéristiques de la situation bulgare sont favorables à un rôle actif des établissements bancaires dans le développement d'une gestion extérieure des entreprises<sup>81</sup>. Néanmoins, la crise que traverse malheureusement le secteur bancaire devrait limiter le rôle des banques locales dans ce domaine pendant encore plusieurs années. Comme on le verra au chapitre V, l'augmentation des ventes d'entreprises bulgares à des investisseurs étrangers est peut-être le seul moyen d'accélérer le développement de mécanismes de contrôle des entreprises en Bulgarie dans le futur immédiat.

## Contraintes financières et pertes du secteur public

Si les entreprises publiques déficitaires ont été aussi nombreuses à poursuivre leurs activités, c'est probablement parce qu'elles ont trouvé d'autres sources de financement que les profits. Parmi ces sources peuvent figurer le non respect d'engagements financiers et le retard ou le défaut de livraison de marchandises dûment commandées. Du point de vue des engagements pris, nombre de ces entreprises ont attiré de nouveaux crédits bancaires tout en cessant simultanément d'honorer le service de leur dette, d'acquitter leurs impôts ou leurs cotisations de sécurité sociale, de payer leurs fournisseurs et de rémunérer leurs salariés. Comme le montre le chapitre III, le secteur privé est lui aussi largement responsable des pertes financières de l'économie. Néanmoins, l'absence de données ne permet pas de procéder à une analyse des comptes financiers du secteur privé du même type que celle qui est faite ici pour le secteur public.

Le tableau 23 présente des informations sur les différents arriérés des entreprises publiques. Les intérêts dus aux banques constituent un poste particulièrement important à cet égard. Les paiements dûs au titre de l'impôt sur les profits et des cotisations de sécurité sociale ont également été en retard dans une proportion de l'ordre de 30 pour cent entre 1993 et 1995, alors que l'introduction de la TVA en 1994 a, semble-t-il, amélioré la collecte des impôts indirects dans le secteur public comme dans le secteur privé<sup>82</sup>. Outre les arriérés dus à l'État et aux institutions financières, les arriérés inter-entreprises ont représenté, selon les estimations, 14 et 12 pour cent du PIB en 1994 et 1995 respectivement<sup>83</sup>. Les principaux arriérés de ce type concernent le secteur de l'énergie. Selon un rapport

Tableau 23. **Arriérés d'impôts et de paiements d'intérêts des entreprises publiques**

Montant payé en pourcentage du montant dû

	Droits d'accise	Impôt sur le chiffre d'affaires (TVA)	Impôt sur les bénéfices	Intérêts	Cotisations de sécurité sociale
I-XII 1992	87.7	77.0	66.3	59.3	68.1
I-XII 1993	96.5	70.8	71.2	42.6	68.0
I-XII 1994	89.6	88.2	70.1	59.0	65.0
I-IX 1995	89.9	..	71.6	52.7	73.7

Source : ISN; Agence pour la coordination et le développement économiques, Business Survey Series, *Monthly Business Survey*, n° 2, 1996, p. 45.

de la Banque mondiale de décembre 1995, les sommes dues aux entreprises du secteur énergétique représentaient 4.5 pour cent du PIB<sup>84</sup>, tandis que les pertes du secteur de l'énergie étaient estimées à 8 pour cent du PIB. Des enquêtes réalisées en 1993-1994 confirment que certains dirigeants d'entreprises bulgares pensent que les arriérés dûs par leurs clients seront finalement monétisés (subventionnés) par l'intermédiaire du système bancaire<sup>85</sup>.

Comme on l'a vu au chapitre III, les mesures prises à l'égard du secteur bancaire n'ont pas réussi à réduire sensiblement l'offre au secteur non financier, notamment aux entreprises publiques, de nouveaux crédits, menacés de devenir rapidement irrécouvrables. L'absence d'une loi sur les faillites pendant les premières années de la transition a également empêché l'application de contraintes budgétaires strictes. La loi sur les faillites qui a été finalement adoptée en 1994<sup>86</sup> n'a pas entraîné de profondes modifications du comportement et des résultats des entreprises, les créanciers n'ayant engagé de procédures à l'encontre d'entreprises publiques de grande ou moyenne dimension qu'au milieu de 1996. Les rares cas de poursuites antérieurs à cette date concernaient de petites entreprises, essentiellement privées. Le contexte institutionnel et économique paraît poser de sérieux problèmes (lenteur bien connue de la justice, lacunes des normes législatives, faible liquidité des actifs) qui n'incitent guère les créanciers à engager une procédure de faillite, notamment s'ils tablent sur un renflouement ultérieur par l'État.

Le gonflement des créances irrécouvrables et des arriérés à l'égard du budget et des banques a constitué l'équivalent d'un nouveau type de subventions de l'État qui a protégé bon nombre d'entreprises publiques du jeu du marché. De telles subventions peuvent être encore plus destructrices que des aides budgétaires directes qui peuvent, du moins en théorie, être réglementées, être liées à des objectifs de résultats et ne pas compromettre les bilans et les incitations des banques commerciales. Outre les difficiles conditions de départ de la transition, la lenteur de la restructuration de l'économie bulgare reflète également des problèmes d'incitation dus au manque de discipline financière, notamment de menace de faillite. L'accumulation de pertes massives a dans le même temps fortement ébranlé la stabilité et la bonne santé de l'économie.

Bien qu'imparfaits, les comptes financiers des entreprises publiques réunis par l'Institut national de la statistique donnent au moins une idée approximative de l'ampleur des pertes générées dans le secteur public. Si on les mesure par les

«bénéfices nets après impôt», c'est-à-dire abstraction faite des subventions directes et indirectes, les pertes cumulées de l'ensemble des entreprises publiques en 1993 représentaient plus de 30 pour cent du PIB, avant de tomber à 22 pour cent en 1994 et 14 pour cent en 1995.

Les comptes financiers permettent de calculer approximativement la contribution du budget et des banques au financement des pertes des entreprises publiques. Ainsi qu'il apparaît au tableau 24, les deux principales sources de financement sont le budget de l'État et les banques commerciales. En vertu de la

Tableau 24. **Comptes financiers agrégés des entreprises publiques bulgares**

En pourcentage

	1993	1994	1995
	Bénéfices et marges d'autofinancement agrégés en pourcentage du PIB		
Revenu d'exploitation brut avant paiements d'intérêts et impôts <sup>1</sup>	-17.5	-6.6	-2.9
Bénéfices bruts avant impôts <sup>2</sup>	-28.2	-17.7	-10.3
Bénéfices nets après impôts <sup>3</sup>	-30.7	-22.2	-13.9
Marge brute d'autofinancement <sup>4</sup>	-23.0	-17.0	-9.8
Marge nette d'autofinancement <sup>5</sup>	-42.8	-26.7	-20.6
	Financement des pertes en pourcentage de la marge nette d'autofinancement		
Budget	19.5	66.6	22.4
<i>dont :</i>			
Subventions	8.0	9.3	7.1
Arriérés d'impôts et de cotisations de sécurité sociale	11.5	17.8	14.7
Opérations ZUNK <sup>6</sup>		39.5	0.6
Banques commerciales	41.2	13.7	31.7
<i>dont :</i>			
Encours net des nouveaux crédits	15.2	11.3	12.7
Prêts et arriérés d'intérêts	26.0	2.4	19.0
Autres sources	39.3	19.6	45.9
Total	100.0	100.0	100.0

1. Recettes d'exploitations (nettes des subventions directes et du montant estimé des subventions indirectes) moins dépenses d'exploitation. Le terme «d'exploitation» ne tient pas compte des recettes et dépenses sur les marchés financiers.
2. Recettes totales (nettes des subventions directes et du montant estimé des subventions indirectes) moins dépenses totales avant impôt sur les bénéfices.
3. Bénéfices bruts (nets des subventions directes et du montant estimé des subventions indirectes) moins impôts sur les bénéfices.
4. Bénéfices nets plus amortissement.
5. Marge brute d'autofinancement moins dépenses en capital plus montant net des nouveaux crédits à long terme.
6. Effet, sur la marge d'autofinancement, de la passation par profits et pertes des arriérés d'intérêts dus aux banques en vertu de la Loi sur les prêts improductifs.

Source : ISN; Banque mondiale; OCDE.

loi sur les créances irrécouvrables, les arriérés d'intérêt accumulés avant 1993 sur les prêts non performants contractés avant 1991 ont été pris en charge par l'État au moyen d'émissions spéciales d'obligations en 1994 (voir chapitre III). Cet allègement de dette est responsable de la lourde charge qui a pesé sur le budget en 1994. Ceci mis à part, la principale source de financement budgétaire est constituée par les arriérés de paiements au titre de l'impôt et de la sécurité sociale. Les banques commerciales financent elles aussi une forte proportion des pertes. Il est particulièrement intéressant de noter ici l'expansion ininterrompue du crédit par l'octroi de nouveaux prêts, phénomène qui a été analysé au chapitre III. Les « autres sources » sont difficiles à identifier. Peut-être figurent parmi elles certaines sources supplémentaires de financement extérieur, telles que des fonds extrabudgétaires<sup>87</sup>. Mais elles couvrent aussi des sources intérieures telles que les arriérés de salaire et, peut-être, une décapitalisation. A propos de ce dernier phénomène, les distorsions des données aboutissent très vraisemblablement à d'importants écarts statistiques. Afin de réduire leurs obligations fiscales, les entreprises sont tentées de sous-déclarer leurs profits, ce qui implique que les pertes apparaissant au tableau 24 sont très vraisemblablement surestimées. Mais ces estimations, aussi approximatives qu'elles puissent être, confirment bien que les activités des entreprises publiques déficitaires ont été largement financées par des fonds publics au cours des dernières années.

Pour calculer le montant global de la charge quasi-budgétaire que doit supporter l'État, il faudrait également prendre en compte le secteur privé qui a, on l'a vu au chapitre III, absorbé un volume de prêts non performants identique ou supérieur à celui du secteur public ces dernières années. Qui plus est, le nombre d'entreprises privées sont également bien connues pour leur fraude fiscale et leurs arriérés de paiements, comme on le verra ci-après.

## **La compétitivité de l'industrie bulgare**

Les exportateurs, qui appartiennent pour la plupart au secteur public, ont été partiellement à l'origine de la reprise de la croissance économique en Bulgarie en 1994 et 1995. Néanmoins, les nombreuses distorsions associées à la période de transition compliquent l'évaluation globale de la compétitivité de l'industrie bulgare. De même que dans les autres pays en transition, des contraintes de liquidités ont limité l'éventail de stratégies offertes aux entreprises pour



améliorer leur compétitivité au moyen d'importants investissements fixes. De plus, certaines entreprises exportatrices auraient développé leur production et leurs exportations grâce notamment à des subventions à la consommation d'énergie, des crédits particulièrement avantageux des banques commerciales pour le financement de pertes éventuelles, et des arriérés de paiements au titre des facteurs de production, des impôts et du service de la dette. Un autre facteur important est la très forte instabilité macroéconomique en Bulgarie, et par voie de conséquence, le peu de confiance dans la monnaie nationale, qui s'est traduit par une dépréciation du lev allant bien au-delà de ce qui aurait pu être supportable dans le cadre d'une reprise économique vigoureuse. Bien que la quasi-totalité des économies européennes en transition aient été le théâtre de fortes pressions poussant à l'appréciation de la monnaie à la suite de l'amélioration des perspectives de stabilisation et de croissance, ces pressions pourraient être à l'avenir particulièrement fortes en Bulgarie. Comme on le constate au tableau 25, du point de vue des parités de pouvoir d'achat, même après la forte appréciation du lev en termes réels en 1995, la Bulgarie est restée très en retrait des autres pays d'Europe centrale et orientale. Mais même une appréciation de cette ampleur a, semble-t-il, suffi pour causer de sérieux problèmes aux exportateurs dès la fin de l'année 1995. La déstabilisation de l'économie en 1996 a été marquée par une dépréciation du lev de plus de 600 pour cent, qui a encore fortement creusé l'écart illustré au tableau 25, en augmentant momentanément la rentabilité des secteurs exportateurs qui risquent de se trouver confrontés à de sérieux problèmes

Tableau 25. **Taux de change nominal rapporté à la parité de pouvoir d'achat pour certains pays en transition**

	1992	1993	1994	1995 <sup>1</sup>
République tchèque	3.1	2.8	2.6	2.2
<b>Bulgarie</b>	<b>4.1</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.2</b>
Hongrie	1.6	1.6	1.6	1.5
Pologne	2.0	2.1	2.1	1.7
Slovaquie	2.9	2.8	2.6	2.2
Roumanie	4.2	3.2	3.0	2.7
Ukraine	7.8	5.6	3.6	3.4
Fédération de Russie	7.7	4.2	2.4	1.7

1. Chiffres provisoires.

Source : OCDE; Institut d'études économiques comparatives de Vienne (WIIW, 1996).

à moyen et long terme. Dans le même temps cependant, la crise financière de 1996 a réduit l'accès des exportateurs aux crédits commerciaux et aux subventions à la consommation d'énergie.

Malgré l'avantage que présente pour les exportateurs bulgares une monnaie nationale sous-évaluée, plusieurs études ont donné à penser que la corrélation entre la rentabilité des entreprises et les résultats à l'exportation pourrait être très faible en Bulgarie<sup>88</sup>. Dans une récente étude portant sur un échantillon représentatif d'entreprises (publiques), Avramov et Sgard (1996) ont constaté l'existence d'une corrélation négative entre le ratio exportations/ventes et la rentabilité. Cette constatation vient à l'appui des théories, souvent avancées dans la presse bulgare, selon lesquelles les « stars » de l'exportation figurent aussi parmi les entreprises les plus largement déficitaires, dans la mesure où elles bénéficiaient de crédits particuliers des banques commerciales, de subventions à la consommation d'énergie et de l'accumulation d'arriérés de paiement. Une telle conclusion ne laisserait rien augurer de bon pour les chances, à court terme, de voir les exportations bulgares se redresser éventuellement au lendemain de la crise économique actuelle, qui exige un très net resserrement du crédit et une stricte discipline financière. Néanmoins, les rapports financiers annuels (établis sur la base du fait générateur) des entreprises à l'Institut national de la statistique tendent à montrer que cette conclusion est peut-être exagérée. S'il est vrai que quelques exportateurs déficitaires notoires peuvent correspondre à cette description, ce n'est sans doute pas là une caractéristique générale des principaux secteurs exportateurs de l'économie.

Les cinq premières entreprises de chaque branche, classées en fonction du volume de leurs exportations en 1995, assurent chaque année la grande majorité des exportations du secteur industriel auquel elles appartiennent. Les dix premiers exportateurs, toutes industries confondues, effectuent 40 pour cent des exportations bulgares. Plusieurs conclusions intéressantes (provisoires) peuvent se dégager des chiffres apparaissant au tableau 26. Premièrement, dans chacune des quatre principales branches exportatrices de l'industrie, les cinq premiers exportateurs ont eu depuis 1993-95 une rentabilité plus élevée que la branche industrielle dans son ensemble. Cela n'a rien que de très normal pour une économie qui a entrepris de se restructurer pour s'ouvrir au marché mondial, mais cela va à l'encontre de certains jugements portés sur la Bulgarie que nous avons évoqués plus haut. De plus, exception faite de la sidérurgie, qui a toujours

Tableau 26. **Rentabilité de l'industrie et des principales branches exportatrices<sup>1</sup>**

En pourcentage

	Rentabilité <sup>2</sup> (avant impôts et paiements d'intérêts)	Rentabilité brute <sup>2</sup> (avant impôts)	Rentabilité nette <sup>2</sup> (après impôts)	Part dans les exportations totales de la branche
1993				
<b>Ensemble des entreprises</b>				
Ensemble de l'industrie	0.4	-12.8	-14.8	
Métallurgie ferreuse	-5.4	-23.1	-23.1	
Métallurgie non ferreuse	-3.4	-10.7	-12.8	
Produits chimiques et pétrochimiques	5.8	-0.6	-3.8	
Transformation alimentaire, boissons et tabacs	3.4	-9.5	-11.9	
<b>Les plus grandes entreprises exportatrices</b>				
Ensemble de l'industrie – 10 plus grandes	2.6	-4.1	-6.6	
Métallurgie ferreuse – 5 plus grandes	-4.5	-21.6	-21.7	
Métallurgie non ferreuse – 5 plus grandes	3.9	-1.8	-4.2	
Produits chimiques et pétrochimiques – 5 plus grandes	5.8	3.8	0.3	
Transformation alimentaire, boissons et tabacs – 5 plus grandes	..	..	..	
1994				
<b>Ensemble des entreprises</b>				
Ensemble de l'industrie	6.7	-2.2	-6.0	
Métallurgie ferreuse	6.9	-5.5	-6.6	
Métallurgie non ferreuse	21.2	18.2	6.2	
Produits chimiques et pétrochimiques	6.7	1.1	-1.8	
Transformation alimentaire, boissons et tabacs	12.3	0.3	-4.5	
<b>Les plus grandes entreprises exportatrices</b>				
Ensemble de l'industrie – 10 plus grandes	7.8	3.9	1.0	
Métallurgie ferreuse – 5 plus grandes	5.2	-2.5	-3.7	
Métallurgie non ferreuse – 5 plus grandes	26.4	25.5	11.0	
Produits chimiques et pétrochimiques – 5 plus grandes	3.6	0.4	-0.6	
Transformation alimentaire, boissons et tabacs – 5 plus grandes	21.5	14.9	4.3	
1995				
<b>Ensemble des entreprises</b>				
Ensemble de l'industrie	5.2	-0.6	-4.0	
Métallurgie ferreuse	2.9	-3.2	-4.6	
Métallurgie non ferreuse	13.7	11.1	2.9	
Produits chimiques et pétrochimiques	7.1	3.0	-0.8	
Transformation alimentaire, boissons et tabacs	9.0	0.5	-2.9	
<b>Les plus grandes entreprises exportatrices</b>				
Ensemble de l'industrie – 10 plus grandes	7.1	4.0	0.3	39.2
Métallurgie ferreuse – 5 plus grandes	3.4	-2.6	-4.0	100.0
Métallurgie non ferreuse – 5 plus grandes	19.1	18.1	7.8	81.0
Produits chimiques et pétrochimiques – 5 plus grandes	6.5	4.2	0.8	68.2
Transformation alimentaire, boissons et tabacs – 5 plus grandes	8.6	4.3	-0.8	35.2

1. Chiffres des comptes financiers communiqués par les entreprises à l'ISN sur la base du fait générateur.

2. La rentabilité est égale aux (profits-pertes)/ventes.

Source : 21st Century Foundation sur la base des données de l'ISN ; OCDE.

travaillé à perte, les cinq premiers exportateurs des principales branches exportatrices ont tous annoncé des profits bruts positifs (avant impôt) tant en 1994 qu'en 1995. Les tableaux qui précèdent indiquent aussi le poids élevé des paiements d'intérêt dans l'économie bulgare, qui explique la forte baisse des chiffres de la rentabilité aux colonnes 1 et 2. En revanche, peut-être à l'exception du travail des métaux non ferreux, les chiffres qui précèdent ne dissipent guère les doutes existants quant à l'aptitude de ces branches exportatrices à conserver leur compétitivité en cas de forte appréciation future du lev.

On notera que les rapports financiers des entreprises, sur lesquels se fonde le tableau 26, soulèvent un certain nombre de difficultés d'interprétation. Premièrement, les niveaux absolus de rentabilité pourraient être quelque peu gonflés par les subventions sur les prix des facteurs de production. Au cours des dernières années, ce problème a essentiellement concerné les tarifs de l'électricité (voir l'analyse au chapitre II). Chavdarov et Pishev (1996) considèrent que les subventions à la consommation d'électricité peuvent être très importantes pour les gros exportateurs industriels. En revanche, le poids et l'instabilité de la fiscalité dans l'économie bulgare constituent une incitation directe à sous-déclarer les profits et détourner des fonds vers l'économie informelle, auquel cas les tableaux qui précèdent pourraient sous-estimer le niveau général de la rentabilité et de la compétitivité.

Comme dans beaucoup d'autres pays en transition, il est encore difficile de dire quelle sera la compétitivité à moyen et long terme de la Bulgarie. Les conditions particulières de la transition dans ce pays ont contribué à un volume élevé d'exportations dans certains secteurs dont la viabilité à long terme paraît très limitée (sidérurgie) et dans d'autres dont la viabilité à long terme paraît au mieux douteuse (produits chimiques). Néanmoins, le niveau d'instruction (capital humain) globalement élevé en Bulgarie, conjugué à des taux de salaires qui devraient rester bien inférieurs à la moyenne des pays de l'Europe de l'Est pendant encore plusieurs années, offre un potentiel de compétitivité qui pourrait être exploité par la réalisation d'investissements fixes. A titre d'exemple, la Bulgarie a déjà fait d'importants progrès pour réorienter son importante industrie vinicole, qui occupe une place prédominante dans les exportations de boissons, en fonction des goûts des consommateurs occidentaux. Étant donné cependant l'état très problématique de l'économie et des marchés financiers, c'est en attirant un important volume de capitaux étrangers, ce qui pourrait être possible si le

climat des investissements était amélioré, que la Bulgarie pourrait avoir le plus de chances d'améliorer durablement sa compétitivité dans le proche avenir (voir chapitre V).

## **Le secteur privé**

L'un des premiers moteurs de la croissance économique de la Bulgarie ces dernières années a été le secteur privé. Bien que la part de ce secteur dans l'activité économique reste un peu plus faible que dans la plupart des pays d'Europe de l'Est, son rapide développement n'en est pas moins remarquable. En tant que membre relativement orthodoxe du bloc socialiste, la Bulgarie a entamé le processus de transition avec un secteur privé très restreint (environ 5 pour cent du PIB à la fin des années 80, correspondant pour l'essentiel aux loyers imputés de logements occupés par leur propriétaire). Bien que la privatisation totale des entreprises publiques ait progressé à un rythme relativement lent en Bulgarie, comme on le verra au chapitre V, la restitution d'un grand nombre de bâtiments et de terres ces dernières années a contribué à fournir une infrastructure sur laquelle le secteur privé a pu se développer (voir chapitre V). Selon des estimations de l'Institut national de la statistique, le secteur privé, dès 1995, représentait 48.3 pour cent de la valeur ajoutée dans l'économie (41.2 pour cent si l'on exclut les loyers imputés sur des logements occupés par leur propriétaire). A l'exception partielle de l'agriculture, la croissance du secteur privé bulgare avant 1996 a été essentiellement due à l'émergence et à l'expansion de nouvelles entreprises. Selon plusieurs études récentes ces nouvelles entreprises privées, de même qu'un très petit nombre d'autres entreprises recevant d'importants investissements étrangers, sont celles qui peuvent le mieux accroître l'efficacité économique dans les économies européennes en transition dans leur ensemble<sup>89</sup>. Bien que ce soit probablement aussi le cas en Bulgarie, les distorsions persistantes des incitations économiques, sur lesquelles nous reviendrons ci-après, rendent difficile l'évaluation de la contribution du secteur privé.

Comme le tableau 27 permet de le constater, et de même que dans les autres économies en transition, la part du secteur privé s'est développée à un rythme particulièrement rapide dans les activités relativement négligées pendant la période de planification économique, activités qui se caractérisent par des coûts d'entrée fixes relativement faibles. C'est notamment le cas du commerce et des

Tableau 27. **Le secteur privé en pourcentage de la valeur ajoutée**

	En pourcentage			
	1992	1993	1994	1995
Industrie, total	2.8	6.9	8.3	14.6
Construction	24.9	40.9	52.5	63.3
Agriculture	58.8	74.6	84.6	81.8
Sylviculture	0.8	1.0	1.2	1.7
Transports	14.9	24.6	26.0	40.0
Communications	0.0	0.9	1.0	3.1
Commerce	41.5	54.4	61.7	70.2
Services aux entreprises	58.3	80.7	84.8	92.4
Logement, services d'utilité publique et équipements de loisirs	90.1	93.6	91.7	92.7
Ensemble des branches	26.5	37.9	41.6	48.3

Source : ISN.

services, dans lesquels le secteur privé occupe une place prédominante. Le rôle croissant du secteur privé dans les transports a été un développement important, qui a intensifié la concurrence à l'intérieur de cette branche en offrant une formule de remplacement à l'ancien réseau ferroviaire et routier sur lequel l'État avait le monopole du transport de marchandises. Le développement du secteur public dans l'agriculture a été la conséquence directe des mesures de restitution discutées au chapitre V. Bien que le secteur public continue d'occuper une place prédominante dans l'industrie, le secteur privé est majoritaire dans l'industrie de la construction. Parfaitement négligeable en 1992, la part (estimée) de l'investissement du secteur privé est montée à plus de 40 pour cent en 1995<sup>90</sup>. A la fin de 1996, 313 547 entreprises privées étaient enregistrées, contre 20 177 dans le secteur public, et 61 pour cent des entreprises privées avaient des activités commerciales<sup>91</sup>. Ces entreprises enregistrées ne sont cependant pas toutes en activité, et l'Institut national de la statistique reçoit les rapports financiers (obligatoires) d'environ la moitié d'entre elles. Les entreprises privées sont habituellement de très petite taille, la grande majorité employant moins de 5 personnes<sup>92</sup>.

En réponse aux enquêtes, les entreprises privées bulgares citent parmi les principaux obstacles à l'expansion de leurs activités leur accès limité au crédit, le niveau élevé des taux d'intérêt, et le poids et l'instabilité de la fiscalité<sup>93</sup>. Plusieurs études recommandent des mesures spéciales pour faciliter l'expansion d'un

crédit bon marché au secteur privé. Parallèlement, ainsi qu'on l'a vu au chapitre III, bien que l'accès à des crédits abordables paraisse être devenu relativement plus difficile en 1994-1995, l'expansion globale du crédit, y compris du crédit à long terme, au secteur privé en Bulgarie a été encore importante, et largement plus de la moitié des prêts à ce secteur n'étaient plus remboursés à la fin de 1995. Il s'agit néanmoins pour l'essentiel d'un petit nombre de prêts de fort montant.

La rentabilité globale du secteur privé a été relativement faible si l'on en croit les données notifiées, mais plus forte que celle du secteur public. Il est intéressant de constater qu'en raison d'une plus forte variabilité de la rentabilité (officielle) du secteur public et des nombreux avantages fiscaux dont bénéficient les entreprises privées et qui sont décrits à l'encadré 1 du chapitre II, le poids global des impôts sur les bénéfices déclarés du secteur privé (sur la base du fait générateur) a été sensiblement plus faible que celui qui pèse sur le secteur public. En 1994 et 1995, le secteur privé a dégagé des profits globaux nettement plus élevés que le secteur public, mais il ne devait aussi que 6 pour cent du montant global de l'impôt sur les profits en 1994, et 10 pour cent en 1995 (voir tableau 28). De plus, en raison de la fraude fiscale généralisée dans le secteur privé, il est généralement admis que les déclarations officielles sous-estiment sensiblement les bénéfices réels<sup>94</sup>.

Étant donné les possibilités accrues de fraude fiscale, les avantages fiscaux spécifiques prévus par la loi (notamment avant 1996) et le caractère particulier des relations entre les entreprises et les banques commerciales en Bulgarie, de fortes incitations ont poussé au transfert de ressources du secteur public au secteur privé. L'«interface» entre le secteur privé et le secteur public en Bulgarie a fait l'objet de plusieurs études récentes<sup>95</sup>. Plusieurs possibilités existent pour réaliser ces transferts. Les entreprises publiques étant concentrées dans l'industrie, et les entreprises privées dans le commerce, la formule des prix de transfert peut offrir un mécanisme efficace ; les entreprises privées peuvent vendre des facteurs de production aux entreprises publiques à des prix gonflés et acheter leurs produits à des prix au rabais. Miller (1994) a fait valoir que le taux de croissance relativement élevé de l'indice des prix à la consommation en Bulgarie par rapport à l'indice des prix à la production, et ce, pendant de longues périodes, pourrait être le reflet de ce phénomène. Parmi les autres mécanismes de transfert utilisés figurent les co-entreprises et les arrangements de crédit-bail. Dans ce dernier cas, le partenaire du secteur privé peut même être créé par les

Tableau 28. **Profits (pertes) globaux notifiés dans le secteur privé**

	1994	1995	1994	1995
	Milliards de leva		Part dans le PIB (en pourcentage)	
Profits nets notifiés (après impôts)	-2.22	6.95	-0.4	0.8
Profits bruts notifiés (avant impôts)	4.96	10.97	0.9	1.3
	Part dans le total (en pourcentage)			
Part des impôts dus sur les bénéfices				
Secteur public <sup>1</sup>	94	90		
Secteur privé	6	10		

1. A l'exclusion des entreprises agricoles.

Source : ISN, *Tekushcha Stopanska Koniunktura*, mars et juin 1995, février et juillet 1996; OCDE.

dirigeants de l'entreprise publique elle-même. Avramov (1994) et Avramov et Sgard (1996) ont fait valoir que le transfert de ressources par le biais de relations de ce type a été si important qu'il explique la forte décapitalisation des entreprises publiques pendant la période de transition. Cette situation diffère de celle de nombreux autres pays en transition, où les études réalisées n'ont guère constaté de décapitalisation réelle du secteur public.

Les coûts de ces transferts pour la collectivité sont tout sauf transparents. La privatisation de fait dans la quasi-totalité des pays en transition a impliqué d'importants transferts de ressources du secteur public au secteur privé. La lenteur de la privatisation explicite en Bulgarie a contribué à l'ampleur de la «privatisation spontanée». Dans nombre de cas, les ressources peuvent être utilisées de manière plus efficiente après le transfert, ce qui implique un avantage potentiel net pour la collectivité. Mais les coûts pour la collectivité sont également substantiels. Il s'agit en premier lieu du coût direct d'opportunité des ressources qui sont perdues pour l'État au cours de ce processus. Dans le cas de la Bulgarie, ceci ne concerne pas seulement les moins-values de recettes fiscales, mais aussi le coût du crédit bancaire et d'autres subventions destinées à financer les pertes correspondantes dans le secteur public. On peut considérer que ces facteurs ont largement contribué à la déstabilisation générale de l'économie bulgare, analysée aux chapitres II et III. Deuxièmement, ce type d'activité contribue très vraisemblablement à la polarisation de la distribution de la richesse en



Bulgarie. Ainsi que le montre le tableau 9, même si l'on ne considère que les revenus officiellement déclarés, les inégalités se sont rapidement aggravées pour atteindre un niveau relativement élevé pendant la période de transition. Si les gains du secteur informel étaient également pris en compte, les inégalités seraient presque certainement beaucoup plus importantes. Les moins-values de recettes fiscales ont aussi un effet implicite au niveau de la distribution en limitant les dépenses publiques en faveur des groupes les plus pauvres de la population. Il existe enfin des problèmes potentiels d'incitation. Aussi longtemps que les activités de recherche de rente, à partir du pillage des ressources publiques, peuvent permettre de dégager des profits élevés, on sera moins tenté de consacrer davantage d'énergies à des activités offrant une véritable valeur ajoutée.

Les autorités bulgares sont parfaitement conscientes de ces difficiles problèmes. La décision, prise en 1996, d'harmoniser le traitement fiscal des entreprises publiques et des entreprises privées est assurément justifiée. Aussi longtemps que l'État ne peut suivre et contrôler efficacement les flux de ressources entre ces deux secteurs, un traitement fiscal préférentiel du secteur privé n'aura guère de retombées positives. Néanmoins, il sera difficile dans le cas particulier de la Bulgarie de réintégrer le secteur informel dans l'économie « officielle » et de l'assujettir à une fiscalité harmonisée. Ce problème ne peut être que progressivement réglé en cherchant simultanément à *a)* atténuer quelque peu la charge fiscale globale que la loi fait peser sur les entreprises, *b)* assurer un niveau minimum de stabilité des taux et des règles fiscaux existants, et *c)* accroître les ressources publiques consacrées à des audits fiscaux. Ces mesures risquent de soulever un dilemme en ce sens qu'elles impliquent de renforcer les contraintes à court terme sur le budget, alors que l'on peut en attendre des effets exactement opposés en longue période.

## V. Privatisation et investissement étranger

### Introduction

La Bulgarie accuse un certain retard par rapport à la plupart des autres pays d'Europe centrale et orientale pour ce qui est des privatisations et des investissements étrangers. Les problèmes rencontrés dans ces deux domaines sont très semblables, mais ils ne se posent pas toujours en termes parfaitement clairs. Depuis 1991, la Bulgarie a élaboré un certain nombre de programmes de privatisation ambitieux et de dispositions législatives libérales concernant l'investissement étranger. Or, en septembre 1996, moins de 4 pour cent des moyennes et grandes entreprises d'État avaient été privatisées à plus de 67 pour cent (proportion nécessaire à un transfert intégral de propriété – voir ci-après)<sup>96</sup>. Après cinq ans de réformes, le programme de restitution des terres semblait être en grande perte de vitesse, et le statut de plus de la moitié des terres agricoles n'est pas encore fixé. Les investisseurs étrangers, qui continuent de considérer l'environnement général de la Bulgarie comme l'un des moins accueillants d'Europe orientale, se sont tournés vers d'autres pays. Ramenés au nombre d'habitants, les investissements étrangers en Bulgarie étaient, au milieu de l'année 1996, inférieurs à 6 pour cent de ceux réalisés en Hongrie, à 12 pour cent des investissements étrangers en République tchèque et à un quart des investissements étrangers en Pologne; ils sont inférieurs également aux investissements étrangers en Albanie et en Roumanie. D'un autre côté, certains actifs et ressources qui appartenaient à l'État ont été transférés au secteur privé, par voie de restitution et de « privatisation spontanée ». Le deuxième semestre de 1996 pourrait avoir été marqué par une reprise du processus de privatisation, si l'on en croit la forte augmentation des ventes directes et du lancement longtemps attendu d'un programme de privatisation de masse.

Ainsi qu'on l'a souligné à plusieurs reprises dans cette étude, étant donné la situation difficile que connaît actuellement l'économie bulgare, une accélération des privatisations, et notamment des ventes à des investisseurs étrangers, pourrait donner à la reprise et au développement économiques de la Bulgarie l'élan indispensable dont ils ont besoin. Des études récentes confirment que les ventes d'entreprises à des investisseurs étrangers ont très largement contribué à faciliter les restructurations économiques et les gains d'efficacité en Europe orientale<sup>97</sup>. Étant donné que les marchés financiers nationaux se sont pratiquement effondrés, les chefs d'entreprise bulgares se trouvent déjà dans une situation d'extrême pénurie de capitaux. Par ailleurs, on ne peut guère s'attendre à ce que les établissements financiers locaux contribuent dans un avenir proche à la mise en place de structures institutionnelles de gouvernement d'entreprise. Les autorités auraient donc probablement tout intérêt à s'attaquer aux problèmes décrits ci-après.

## **Privatisation**

### *Méthodes et dispositions législatives*

La privatisation en Bulgarie a été menée suivant trois méthodes distinctes : *a*) restitution des terres et des biens immobiliers urbains à leurs anciens propriétaires et aux héritiers de ceux-ci, *b*) vente directe des biens appartenant à l'État et *c*) privatisation de masse (au moyen de coupons). Ces trois méthodes se caractérisent par des approches différentes et s'appuient dans une large mesure sur des dispositions législatives distinctes.

La première initiative de privatisation a pris la forme de restitutions. Le gouvernement de l'Union des forces démocratiques a adopté à la fin de 1991 une loi générale sur la restitution des biens immobiliers urbains, avec effet dès le début de 1992. Les restitutions ont été effectuées en nature ou sous la forme de valeurs mobilières lorsque les biens avaient été sensiblement améliorés ou développés. La Loi foncière du début de 1991 proposait une procédure assez complexe pour la restitution des terres agricoles, par l'intermédiaire de « commissions foncières municipales ». Des modifications apportées à cette loi en 1992 ont simplifié les procédures, avec la création de « commissions de liquidation » pour la répartition des biens qui appartenaient aux coopératives.

Les ambiguïtés concernant les droits de propriété dans le contexte du programme de restitution, ainsi que certaines controverses au sein du gouvernement ont semble-t-il différé jusqu'en 1993 la mise en œuvre de la loi sur les privatisations directes, appelée Loi sur la transformation et la privatisation des entreprises d'État et des entreprises municipales (LTP). Cette loi définit le cadre général des ventes d'actifs appartenant à l'État (voir l'encadré 7). Cependant, la mise en œuvre de la LTP a mis en évidence un certain nombre d'ambiguïtés concernant l'utilisation exclusive de biens publics tels que les terres et les mines. Face à ces problèmes, une loi spéciale, désignée sous le nom de Loi sur les concessions, a été adoptée en 1995. Le gouvernement prévoyait initialement que les ventes directes constitueraient le principal moyen de privatisation des moyennes et grandes entreprises. Cependant, étant donné les difficultés et les retards observés depuis dans le processus de privatisation directe, un programme de privatisation de masse, reposant sur la distribution de coupons et s'inspirant dans une large mesure du modèle tchèque, a été lancé (voir l'encadré 8). Les premières offres, dans le cadre de ces ventes aux enchères, ont été faites en octobre 1996.

### ***Restitution : résultats et problèmes***

Le premier programme de privatisation que l'on peut qualifier de réussi en Bulgarie est celui qui se rapporte à la restitution des biens immobiliers urbains. En septembre 1996, près de 90 pour cent des demandes présentées avaient été traitées, avec comme résultat la restitution de plus de 22 000 sites, d'une valeur estimée à environ 200 millions de dollars, à leurs propriétaires ou aux héritiers de ceux-ci. Près de la moitié de ces biens sont des magasins<sup>98</sup>. L'impact économique des restitutions urbaines a été important. Ce transfert d'actifs a fourni l'infrastructure qui a permis la très forte expansion du commerce et des services privés, évoquée plus haut (voir les tableaux 4 et 27). Pratiquement d'un jour à l'autre, des entreprises d'État commerciales ou de services, qui étaient inefficaces et incapables d'acquitter des loyers comparables à ceux du marché, ont été remplacées la plupart du temps, dans les locaux commerciaux restitués, par de nouvelles entreprises privées.

La restitution des terres a été plus problématique et plus controversée. D'après l'Institut national de la statistique, en septembre 1996, alors que la plupart des terres arables avaient été au moins affectées à des utilisations temporaires, les commissions foncières avaient rendu des décisions définitives pour

54 pour cent de ces terres. Dix-huit pour cent d'entre elles seulement ont officiellement été restituées à leurs propriétaires dans leurs limites réelles, même s'il semble bien que les droits d'utilisation aient été plus largement invoqués. En outre, de véritables titres de propriété n'ont été délivrés que pour 6 pour cent de ces terres, principalement parce que l'obtention d'un titre peut être une opération à la fois coûteuse et lourde. Par ailleurs, le processus de restitution des terres s'est interrompu depuis le milieu de 1993 ; 3 pour cent seulement des terres arables ont été restituées dans leurs limites réelles au cours des dix-huit derniers mois.

La lenteur des progrès récents dans la restitution des terres s'explique par une controverse de plus en plus nourrie sur le plan politique, laquelle reflète de nombreux problèmes pratiques soulevés par la mise en œuvre du programme. Il a été plus difficile de rassembler les titres concernant les anciens propriétaires dans le cas des terres que dans le cas des biens urbains. De nombreux actes ont été perdus et les demandes de restitution ont été nettement supérieures aux terres disponibles<sup>99</sup>. L'établissement d'un véritable cadastre a été un processus long et difficile. En raison surtout de l'existence, sous l'ancien régime, de règles de succession qui imposaient la subdivision des biens entre les héritiers, la répartition des terres était extrêmement fragmentée avant l'arrivée du socialisme. Environ 1.1 million d'exploitations agricoles privées, d'une superficie moyenne de 4.3 hectares, étaient composées de 10 à 15 parcelles situées dans des zones

Tableau 29. **Progrès de la restitution des terres**  
Pourcentage de la superficie totale de terres arables; fin de période

	1992	1993	1994	1995	Juillet 1996
Propriétés restituées dans leurs limites réelles (art. 18, point G, section 1)	6.0	12.7	15.8	17.1	18.1
<i>dont</i> : Titres de propriété délivrés				3.0	5.9
Décisions prises par les commissions foncières municipales conformément au Plan approuvé de partage des terres (art. 27, section 1)	0.7	2.3	18.0	32.7	36.1
Autorisations d'utilisation temporaire de terres arables (art. 18, point I, section 1)	5.7	23.0	36.3	36.3	33.4
Coopératives (nombre)		1 007	1 638	2 623	3 048
Terres détenues par des coopératives		14.4	25.3	38.9	41.9

Source : ISN.

différentes. La superficie de ces parcelles était seulement de 0.26 à 0.39 hectare en moyenne<sup>100</sup>. Étant donné qu'aujourd'hui, les héritiers sont encore plus nombreux, il y a un risque de fragmentation encore plus prononcée du patrimoine foncier. Par ailleurs, d'après une étude récente, plus de la moitié des nouveaux propriétaires de terres restituées vivent dans des zones urbaines et n'ont pas l'intention de s'installer à la campagne ou de se lancer dans des activités agricoles<sup>101</sup>. Les agriculteurs qui ne détiennent pas les titres de propriété sur leurs terres (c'est le cas de la grande majorité d'entre eux) ne disposent généralement pas des garanties nécessaires pour obtenir des crédits commerciaux.

Tous ces problèmes pourraient en principe être résolus par le développement de marchés efficaces pour la vente et la location des terres. Cependant, ces marchés sont encore limités en Bulgarie, ainsi qu'en témoigne la très forte proportion de terres restituées qui sont pour l'instant inutilisées. On estime que les terres cultivées ont diminué de 13 pour cent entre 1992 et 1995, tandis que les vergers et les vignobles ont vu leur superficie se réduire de 27 pour cent<sup>102</sup>. La petite taille des parcelles, le manque de dynamisme des marchés agricoles soumis à des mécanismes de contrôle des prix et des exportations et les coûts de transaction élevés qu'implique l'établissement des documents et des contrats sont autant de facteurs qui contribuent à dissuader de nombreux propriétaires urbains de transférer les droits d'utilisation ou de propriété sur leurs terres. Même un ferme engagement, au niveau politique, de mener à bien rapidement la restitution des terres et de développer les marchés fonciers ne permettrait pas de rétablir la situation du jour au lendemain dans des circonstances aussi difficiles.

Or, dans le gouvernement actuel, rares sont ceux qui sont prêts à prendre un tel engagement. Au contraire, le gouvernement issu du Parti socialiste bulgare a encouragé la création de nouvelles coopératives agricoles afin de lutter contre la fragmentation des terres et de remédier aux difficultés des petits agriculteurs qui ne peuvent obtenir de crédits. Certains membres du gouvernement socialiste pensent sans doute aussi que les coopératives agricoles, contrairement aux agriculteurs privés, constituent une source potentiellement importante d'appui politique. En vertu d'une loi de 1991 sur les coopératives, les agriculteurs peuvent décider d'entrer dans des coopératives et de mettre en commun des «parts» spécialement déterminées, au lieu de recevoir de véritables titres de propriété sur des exploitations privées. Ainsi, une commission foncière peut légalement créer une coopérative au lieu de distribuer des parcelles individuelles. Le

gouvernement actuel a tenté à plusieurs reprises de modifier la Loi foncière afin de favoriser davantage la création de coopératives, mais il s'est opposé au refus de la Cour constitutionnelle. Néanmoins, en juillet 1996, les coopératives représentaient semble-t-il 42 pour cent de l'ensemble des terres arables du pays, contre 14 pour cent en 1993.

Tableau 30. **État de la restitution des terres par région**  
Pourcentage de la superficie totale des terres arables en juillet 1996

	Propriétés restituées dans leurs limites réelles	Décisions prises par les commissions foncières municipales conformément au Plan de partage des terres	Terres destinées à une utilisation temporaire	Coopératives
Total pour le pays	18.1	36.1	33.4	41.9
Bourgas	4.9	40.1	42.9	60.9
Varna	3.5	62.5	17.3	48.8
Lovech	19.8	41.5	28.8	44.5
Montana	20.5	19.9	51.1	39.3
Plovdiv	29.0	25.3	28.7	33.1
Rousse	4.2	54.7	40.5	50.6
Ville de Sofia	40.1	4.5	10.3	3.2
Région de Sofia	52.1	11.1	16.8	10.1
Haskovo	18.8	22.4	42.7	41.7

Source : ISN, *Tekushcha Stopanska Koniunktura*, juillet 1996, p. 31.

### ***Privatisation directe***

Comme dans la plupart des pays en transition qui s'étaient fixé des objectifs ambitieux en matière de privatisation directe, les résultats n'ont pas été à la hauteur des espérances. Dans le cas de la Bulgarie, ils ont même été très décevants. Cependant, le processus semble avoir trouvé un nouvel élan en 1996. Après avoir mené à leur conclusion 114 opérations représentant l'équivalent de 335 millions de dollars sur la période 1993-1995, l'Agence de privatisation a fait état de 148 ventes d'entreprises, pour l'équivalent de 394 millions de dollars pour la seule année 1996. Cette accélération tient en partie à la priorité accrue donnée à la privatisation directe dans le contexte de la crise budgétaire du second

Tableau 31. **Type, nombre et produit des opérations de privatisation<sup>1</sup>**

Type d'opération de privatisation	1993	1994	1995	1996	Entreprises et parties d'entreprises privatisées 1993-1996	Nombre total d'entreprises publiques en 1993
<b>Entreprises municipales</b>						
Nombre de ventes de petites entreprises	53	384	1 213	1 206	2 856	7 500
<i>Produit sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>2</sup></i>	2	16	60	25	103	
<i>Investissement sur la base des contrats (en million de dollars EU)<sup>3</sup></i>	..	..	..	..	..	
<b>Entreprises publiques</b>						
<b>Privatisées par les ministères techniques</b>						
Nombre de ventes portant sur des actifs fixes inférieurs à 70 millions de leva <sup>4</sup>	52	128	240	366	786	
<i>Produit sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>2</sup></i>	20	33	87	41	181	
<i>Investissement sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>3</sup></i>	2	25	79	13	119	
<b>Privatisées par l'Agence de privatisation</b>						
Nombre de ventes portant sur des actifs fixes supérieurs à 70 millions de leva <sup>4</sup>	11	34	69	148	262	
<i>Produit sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>2</sup></i>	54	203	98	394	749	
<i>Investissement sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>3</sup></i>	57	170	76	161	462	
<b>Total partiel</b>	63	162	309	514	1 048	3 500
<i>Produit sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>2</sup></i>	74	236	185	435	930	
<i>dont : Passif des entreprises repris par les acquéreurs (en millions de dollars EU)</i>	30	91	74	235	430	
<i>Investissement sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>3</sup></i>	59	195	155	174	583	
<b>Nombre total de ventes</b>	<b>116</b>	<b>546</b>	<b>1 522</b>	<b>1 720</b>	<b>3 904</b>	<b>11 000</b>
<i>Produit sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>2</sup></i>	<b>76</b>	<b>252</b>	<b>245</b>	<b>460</b>	<b>1 033</b>	
<i>Investissement sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>3, 5</sup></i>	<b>59</b>	<b>195</b>	<b>155</b>	<b>174</b>	<b>583</b>	
<i>dont :</i>						
Nombre de ventes de grandes entreprises à des investisseurs étrangers	2	10	5	14 <sup>6</sup>	31 <sup>6</sup>	
<i>Produit sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>2</sup></i>	22	144	28	47 <sup>6</sup>	241 <sup>6</sup>	
<i>Investissement sur la base des contrats (en millions de dollars EU)<sup>3</sup></i>	30	110	55	33 <sup>6</sup>	228 <sup>6</sup>	
Nombre de ventes avec échange de créances contre des participations au capital <sup>7</sup>	..	..	..	..	..	
<i>Produit sur la base des contrats (en millions de dollars EU)</i>	..	87	66	82 <sup>6</sup>	235 <sup>6</sup>	

1. Y compris privatisations d'entreprises entières ou de parties d'entreprises (il y a privatisation si plus de 50 pour cent des actifs ont été transférés au secteur privé); les valeurs en dollars EU sont données au taux de change en vigueur au moment de l'opération; les chiffres correspondent aux opérations sur la base des contrats et non aux paiements effectifs.

2. Indépendamment des paiements comptant prévus par les contrats, ces montants comprennent aussi les obligations Brady et les obligations des programmes de rééchelonnement de la dette intérieure («obligations ZUNK»), qui ont été échangées contre des actions, ainsi que les dettes des entreprises privatisées prises en charge par les acquéreurs.

3. Engagements d'investissements futurs figurant dans les contrats de privatisation.

4. Valeur comptable selon la dernière réévaluation des actifs en 1992. Au taux de change moyen qui prévalait à l'époque, ce seuil s'élevait à 3 millions de dollars EU.

5. Sans les opérations de privatisation municipales.

6. Jusqu'au 11 novembre 1996 seulement.

7. Les conditions préalables légales fixées pour l'utilisation des obligations Brady et des obligations des programmes de rééchelonnement de la dette intérieure («obligations ZUNK») datent du second semestre de 1994. Ces opérations ne concernent pas seulement les investisseurs étrangers car des investisseurs nationaux peuvent aussi utiliser, et utilisent effectivement, les obligations ZUNK pour des opérations de privatisation.

Source : Agence de privatisation.



semestre de 1996. Au cours de cette période, 18 des entreprises bulgares potentiellement les plus intéressantes ainsi que 25 pour cent du capital de la Compagnie bulgare des Télécommunications, ont été placées sur une nouvelle « liste de privatisation d'urgence ». L'une de ces entreprises, Sodi Devnya, gros producteur de sodas, aurait été vendue à une entreprise belge pour 160 millions de dollars à la fin de l'année. Il convient toutefois de souligner que l'Agence de privatisation comptabilise les ventes exclusivement sur la base des contrats. On s'accorde largement à reconnaître que les recettes effectives sont sensiblement inférieures aux chiffres présentés au tableau 31, en raison de l'existence de diverses options qui permettent de différer les paiements.

Outre Sodi Devnya, plusieurs ventes récentes de grandes entreprises ont fait intervenir des investisseurs étrangers, notamment dans les secteurs de l'industrie alimentaire (brasseries, confiserie), de la construction électrique et de l'hôtellerie. Au niveau des ministères techniques, des opérations relativement plus nombreuses ont eu lieu dans les secteurs du commerce, du tourisme et de la construction, tandis que la privatisation a été plus lente dans l'agriculture, l'industrie et les transports. En dépit du large éventail de possibilités offertes par la loi sur la privatisation directe, presque toutes les opérations portant sur des moyennes et grandes entreprises se sont faites par voie de négociations directes avec les acquéreurs potentiels. Les échanges de créances contre des participations en capital ont représenté environ 25 pour cent du produit des privatisations. Au niveau des municipalités, en revanche, les privatisations ont surtout pris la forme de ventes aux enchères et elles ont progressé un peu plus rapidement ces dernières années.

Les modifications récemment apportées à la Loi de privatisation, favorables aux salariés, ont sans doute entraîné une légère augmentation de la part des entreprises d'État reprises par leurs salariés, laquelle se serait élargie au premier semestre de 1996 (tableau 32). La part des investissements étrangers dans le produit des privatisations est de l'ordre de 25 pour cent.

Les programmes de privatisation directe se sont heurtés à des problèmes dans beaucoup de pays en transition, notamment lorsque les investisseurs étrangers se sont montrés peu intéressés ou lorsqu'ils n'ont pu y participer que de façon limitée. Le problème fondamental tient à l'insuffisance des ressources dont dispose la population, au développement insuffisant des marchés de capitaux et au fait que les informations restent entre les initiés. En Bulgarie, une certaine

## Encadré 7. **Privatisation directe : cadre législatif et organisationnel**

La Loi sur la transformation et la privatisation des entreprises d'État et les entreprises municipales (LTP) a été adoptée en avril 1992. Elle prévoyait de multiples méthodes de privatisation : vente aux enchères, appel d'offres, négociation directe, échange de créances contre des participations en capital<sup>103</sup>, offre publique d'actions, rachat par les cadres et les salariés, vente des entreprises « par appartements » et (après 1994) privatisation de masse. Divers organismes d'État peuvent prendre l'initiative d'une privatisation : les ministères, l'Agence de privatisation, le Conseil des ministres et les municipalités (pour ce qui concerne les entreprises municipales). Le programme de privatisation de masse relève d'un organe particulier (voir l'encadré 8). Les modalités d'évaluation, d'organisation des ventes aux enchères et appel d'offres, et de répartition du produit des privatisations font l'objet de décrets du gouvernement. En vertu de la LTP, les entreprises appartenant à l'État sont classées suivant plusieurs catégories. Les petites entreprises d'État, dont les actifs n'excèdent pas 70 millions de leva (3 millions de dollars)<sup>104</sup> doivent être privatisées par les ministères techniques. Les grandes entreprises (plus de 50 pour cent du patrimoine de l'État) relèvent d'un organisme public spécialisé : l'Agence de privatisation. Cette agence, dirigée par un Directeur général et placée sous l'autorité d'un Conseil de surveillance dont les membres sont désignés par le gouvernement, sert également d'organisme de coordination pour les privatisations au niveau des ministères et des municipalités. L'Agence de privatisation a changé quatre fois de Directeur général, tandis que son Conseil de surveillance a été remanié à de nombreuses reprises depuis 1992. Les transactions approuvées par l'Agence de privatisation n'ont pas à être officiellement entérinées par le Conseil des ministres, mais une approbation informelle semble au moins être nécessaire pour les ventes importantes (voir plus loin). La loi prévoit également l'établissement de listes d'entreprises qui ne doivent pas être privatisées ou qui ne peuvent être privatisées que sur autorisation spéciale du Conseil des ministres. Ces listes sont établies chaque année par le Parlement, à l'occasion de l'adoption du programme de privatisation annuel. En 1995 et 1996, ces listes ont représenté environ 36 pour cent de l'ensemble des actifs publics<sup>105</sup>.

La LTP définit une procédure relativement complexe pour les privatisations directes : évaluations juridique et économique spécifiques de l'entreprise, décision sur la méthode de privatisation, évaluation des offres et contrôle rigoureux, après privatisation, du respect des engagements concernant les investissements et le remboursement de la dette. La LTP a été modifiée à de nombreuses reprises, et une disposition y a récemment été ajoutée afin de la rendre compatible avec le programme de privatisation de masse. D'autres modifications ont permis de faire bénéficier les salariés d'un traitement préférentiel, alors que le texte initial ne favorisait pratiquement aucune catégorie d'acheteurs. Désormais, les salariés peuvent acquérir jusqu'à 20 pour cent des parts d'une société faisant l'objet d'une vente directe, avec une décote de 50 pour cent. Si une partie de

*(voir page suivante)*

(suite)

l'entreprise fait également l'objet d'une privatisation de masse, ils peuvent obtenir gratuitement, en plus, 10 pour cent de ces actions (voir l'encadré 8). Les salariés qui reprennent de petites entreprises d'État sous concession peuvent les acquérir à un prix « nominal » sans qu'il y ait adjudication. Enfin, les cadres comme les salariés peuvent différer leurs paiements pour l'achat de petites entreprises d'État (moins de 150 millions de leva).

résistance a aussi été manifestée par de nombreux acteurs importants, qui sont peu nombreux à souhaiter réellement une privatisation rapide. C'est le cas des ministères techniques, des salariés, des municipalités et de nombreux agents du secteur privé qui profitaient de la situation antérieure.

En général, les ministères techniques se sont montrés peu intéressés par les privatisations, principalement pour deux raisons. Premièrement, la privatisation menace de limiter directement leur influence sur les entreprises relevant de leur domaine d'activité. Deuxièmement, un certain nombre de hauts fonctionnaires des ministères font partie des conseils d'administration des entreprises d'État, ce qui leur assure en général une rémunération ou des gratifications largement supérieures à leur salaire normal de fonctionnaire. Outre qu'ils ont retardé la privatisation d'entreprises relevant de leur compétence, les ministères ont parfois fait pression auprès du gouvernement pour qu'il s'oppose à certains projets de l'Agence de privatisation. Quant aux municipalités, elles avaient l'obligation, jusqu'à la fin de 1994, de transférer la plus grande partie du produit des privatisations à l'administration centrale. Elles étaient donc fort peu incitées à vendre des biens, préférant les donner en location.

La plupart des dirigeants d'entreprises ont obtenu le contrôle *de facto* de celles-ci au cours de la période de transition. Pour certains chefs d'entreprise, outre qu'elle écarte la menace de se voir privés de leur emploi, de leurs pouvoirs ou de leurs privilèges particuliers par de nouveaux propriétaires venant de l'extérieur, la présence de l'État peut présenter un intérêt direct si elle facilite l'accès à divers crédits et subventions. Cette question est liée à l'« interface » entre le secteur public et le secteur privé, question qui est examinée au chapitre IV. Par ailleurs, les travailleurs peuvent craindre de perdre leur emploi en cas de privatisation.

Tableau 32. **Privatisations par type d'acquéreur**

Proportion du nombre d'unités privatisées (en pourcentage)

	Salariés des entreprises			Agents économiques bulgares						Investisseurs étrangers		
	Jusqu'en 1994	Jusqu'en 1995	Jusqu'en juillet 1996	Particuliers			Entités juridiques			Jusqu'en 1994	Jusqu'en 1995	Jusqu'en juillet 1996
				Jusqu'en 1994	Jusqu'en 1995	Jusqu'en juillet 1996	Jusqu'en 1994	Jusqu'en 1995	Jusqu'en juillet 1996			
<b>Total</b>	5.7	7.9	8.7	52.5	64.8	65.4	39.4	26.2	24.9	2.4	1.1	1.0
Entreprises	12.3	23.3	25.7	18.5	14.0	12.9	55.4	52.6	52.1	13.8	10.1	9.3
Entreprises et parties d'entreprises non transformées	4.8	6.5	7.3	57.6	69.3	69.5	36.9	23.8	22.8	0.7	0.4	0.4
<b>Entreprises publiques</b>	20.0	25.8	31.8	23.0	32.8	31.3	50.0	37.1	33.3	7.0	4.3	3.6
Entreprises	10.3	22.0	25.3	13.9	11.9	10.9	60.3	54.2	52.9	15.5	11.9	10.9
Entreprises et parties d'entreprises non transformées	27.8	28.0	35.1	30.5	44.5	41.2	41.7	27.5	23.7	0.0	0.0	0.0
<b>Entreprises municipales</b>	0.8	3.7	3.3	62.7	72.3	73.3	35.7	23.6	23.0	0.8	0.4	0.4
Entreprises	28.6	30.0	28.6	57.1	25.0	23.8	14.3	45.0	47.6	0.0	0.0	0.0
Entreprises et parties d'entreprises non transformées	0.3	3.3	3.0	62.9	73.1	74.0	36.0	23.2	22.6	0.8	0.4	0.4

Source : ISN, *Tekushcha Stopanska Koniunktura*, juillet 1996, p. 22; *Statistical Yearbook, 1994*, p. 406; *Statistical Yearbook, 1995*, p. 211.

L'instabilité politique particulièrement grande qu'a connue la Bulgarie constitue un autre problème important du point de vue de la privatisation. Les sept gouvernements qui se sont succédé depuis 1990 ont eu, en général, des attitudes différentes à l'égard du processus de privatisation. Cela s'est traduit par des modifications assez fréquentes de la législation ainsi que par un remaniement constant des institutions et du personnel concernés. Depuis sa création en 1992, l'Agence de privatisation a changé quatre fois de Directeur et son Conseil de surveillance a aussi été modifié à de nombreuses reprises. Les changements de personnel dans les ministères techniques ont été encore plus fréquents, ce qui a souvent entraîné des remaniements à des niveaux inférieurs<sup>106</sup>. Avec les changements de personnel, la politique a manqué de continuité. Dans certains cas, les nouveaux venus se sont opposés à des opérations déjà approuvées ou ont insisté pour que des opérations déjà conclues soient renégociées.

Un autre problème tient à un certain manque de volonté politique de la part de l'Agence de privatisation elle-même, qui l'a rendue vulnérable aux pressions du Conseil des ministres et du Parlement, le Conseil de surveillance servant généralement de courroie de transmission. Dans plusieurs cas, le Conseil des ministres a rejeté ou différé des opérations déjà approuvées par l'Agence de privatisation<sup>107</sup>.

Les procédures complexes et longues prévues par la LTP ont aussi entraîné des retards. La loi spécifie plus de 15 procédures, souvent longues, qui doivent impérativement être respectées préalablement à toute cession d'actifs. Elles prévoient notamment une analyse juridique et une évaluation économique. Celle-ci nécessite un appel d'offres, une évaluation et une approbation, même lorsque le prix sera déterminé sur le marché par voie de vente aux enchères ou d'adjudication. Le nombre d'opérations de privatisation en attente est en permanence très important. En juillet 1996, des procédures de privatisation avaient été entamées pour 1 404 entreprises publiques, représentant 20 pour cent des actifs totaux de l'État. Or, seulement 364 entreprises, ou 3.8 pour cent des actifs, avaient été privatisées à plus de 67 pour cent (proportion nécessaire pour une prise intégrale de contrôle)<sup>108</sup> à cette date. Les opérations en instance sont particulièrement nombreuses à l'Agence de privatisation et dans les ministères de l'Industrie, de l'Agriculture et des Transports<sup>109</sup>. Dans certains cas, des projets sont en attente depuis 1993.

Certains de ces problèmes ont été traités dans le cadre des modifications récemment apportées à la LTP et aux modalités du nouveau programme de privatisation de masse. Comme le montre le tableau 31, les opérations de privatisation menées par les municipalités se sont accélérées dès que celles-ci ont été autorisées à conserver la plus grande partie des recettes ainsi dégagées. Les salariés se montrent manifestement plus intéressés par les privatisations, en raison à la fois des nouvelles possibilités qui leur sont offertes et de la menace croissante d'une prise de contrôle par des intérêts extérieurs à l'entreprise, dans le cadre d'une privatisation de masse. D'une manière plus générale, la menace que représente le programme de privatisation par distribution de coupons est sans doute l'une des principales raisons qui poussent les entreprises concernées à conclure au plus vite des opérations de privatisation directe. En termes de valeur, une grande partie des privatisations a eu lieu au second semestre de 1996, même si les paiements correspondants ont sans doute été très largement différés. Cette accélération pourrait se poursuivre dans les prochains mois, étant donné le caractère ambitieux des premiers projets de privatisation en 1997.

### *Privatisation de masse*

Dans le but d'accélérer le processus de privatisation et de traiter les problèmes qui ont retardé les privatisations directes, le gouvernement bulgare a lancé un programme de privatisation de masse par distribution de coupons. La décision de recourir à une privatisation de masse avait en fait été prise en 1994, mais elle ne s'est vraiment concrétisée qu'en 1995. Le programme de privatisation de masse de la Bulgarie se caractérise par le fait qu'il associe privatisation directe et privatisation de masse pour les mêmes entreprises tout en offrant plusieurs avantages aux salariés (voir l'encadré 8).

Deux vagues de privatisations sont programmées. La première a commencé en janvier 1996 avec l'inscription des participants, et elle devrait s'achever en mars 1997. La seconde débutera à l'automne de 1997. La privatisation de masse a déjà permis de sensibiliser le public au processus de privatisation, la moitié de la population adulte ayant participé au programme. La vaste majorité des participants (80 pour cent) a décidé d'utiliser les bons par l'intermédiaire de l'un des 81 nouveaux fonds de privatisation, dont la plupart sont privés. Accessoirement, comme on l'a vu plus haut, la privatisation de masse semble avoir accru l'attrait

## Encadré 8. Le programme de privatisation de masse en Bulgarie

Le programme de privatisation de masse avait été annoncé par les autorités bulgares en 1993. Cependant, le cadre juridique et institutionnel nécessaire n'a été définitivement mis en place qu'en 1995, date à laquelle a commencé la préparation concrète du programme. Un nouvel organisme public rattaché au Conseil de ministres, le Centre pour la privatisation de masse, a été chargé de l'administration du programme.

Le programme bulgare repose sur un mécanisme de privatisation au moyen de coupons qui est proche du modèle tchèque. Chaque citoyen adulte peut acquérir, contre versement d'un droit peu élevé (sensiblement réduit pour les étudiants et les retraités) un coupon d'une valeur de 25 000 «Leva d'investissement». Les salariés et les retraités des entreprises d'État visées par le programme peuvent recevoir gratuitement jusqu'à 10 pour cent des actions faisant l'objet d'une procédure de privatisation de masse. En novembre 1996, environ un demi-million de citoyens avaient demandé à bénéficier de titres gratuits. Les coupons ne sont pas négociables et ne peuvent être transférés qu'à de proches parents ou à des fonds de privatisation. La campagne de distribution des coupons a commencé en janvier 1996 et s'est achevée cinq mois plus tard. Environ 3 millions de Bulgares, soit un peu moins de 50 pour cent de la population concernée, ont acheté des coupons ; plus de la moitié d'entre eux sont des retraités. Chaque coupon est divisible et peut être utilisé par son détenteur pour acquérir des parts d'une ou de plusieurs entreprises figurant sur la liste du programme. Les offres d'achat peuvent être faites directement ou par l'intermédiaire de fonds de privatisation, lesquels peuvent se faire concurrence pour obtenir les coupons des participants. La plupart de ces derniers (environ 80 pour cent) ont décidé de passer par l'intermédiaire des fonds de privatisation pour la première série d'opérations. Quarante vingt un fonds de privatisation ont réussi à accumuler suffisamment de capitaux (l'équivalent de 2 000 participants, au minimum). Six fonds sont apparemment parvenus à accumuler plus de la moitié du nombre total de coupons. La plupart des fonds de privatisation sont patronnés par des banques publiques et privées, des sociétés, des syndicats, des fondations et même des partis politiques. La participation de non-résidents est autorisée et est effective dans une douzaine de fonds.

Du côté de l'offre, le programme de privatisation de masse concerne 1 050 entreprises d'État appartenant à toutes les branches d'activité. En général, seules des parts minoritaires des grandes entreprises sont offertes à la vente, tandis que les petites entreprises seront privatisées à hauteur de 90 pour cent (les 10 pour cent restants devant servir à répondre aux demandes de restitution). Si l'on prend comme point de repère le transfert complet du contrôle de l'entreprise au secteur privé (plus de 67 pour cent du capital social), environ 8 pour cent des actifs appartenant à l'État seront privatisés au cours de la première tranche. Le programme comprend deux tranches, comportant chacune trois ventes aux enchères informatiques centralisées. Les participants soumettent individuellement leurs offres pour les entreprises choisies en spécifiant le nombre de parts et le prix,

*(voir page suivante)*

*(suite)*

qui ne peut être inférieur au prix minimum publié avant les enchères. Toutes les actions non vendues et tous les coupons inutilisés font l'objet, respectivement, de la deuxième et de la troisième vente. Les actions non vendues à l'issue de la troisième vente sont transférées sur un fonds collectif spécial. La première tranche du programme de privatisation de masse sera achevée en principe en mars 1997, et la seconde tranche est programmée pour l'automne 1997.

Les détenteurs des actions des entreprises privatisées ne peuvent pas en disposer pendant un délai de six mois après l'achèvement de la dernière vente aux enchères. Ensuite, les actions sont librement négociables en bourse.

des privatisations directes. Elle pourrait aussi contribuer à promouvoir le développement des marchés financiers bulgares, et notamment la marchandisation du contrôle des sociétés.

## **Investissement étranger**

### ***Rappel***

La Bulgarie a en fait été l'un des premiers pays d'Europe centrale et orientale à autoriser les investissements étrangers directs sur son territoire, en adoptant dès 1980 une loi sur les co-entreprises. Cependant, une réglementation rigide dans le domaine des prix et des opérations commerciales, jointe au monopole de l'État sur les échanges extérieurs, a considérablement limité les activités ouvertes aux entreprises étrangères. En 1989, il y avait en Bulgarie 31 co-entreprises, pour la plupart dans les secteurs de la construction mécanique et de l'électronique. Dès le début de la transition économique, la Bulgarie a été une fois encore l'un des premiers pays de la région à adopter des dispositions destinées à attirer les investisseurs étrangers. La Loi sur l'investissement étranger adoptée en 1991, l'une des plus libérales de la région, a accordé le traitement national à tous les investisseurs étrangers, autorisant ces derniers à détenir 100 pour cent du capital d'une entreprise, abaissant au maximum les obstacles à l'entrée et facilitant l'enregistrement des sociétés. Par ailleurs, elle permettait le rapatriement intégral des bénéfices, lequel était également facilité par le régime de change. Des incitations fiscales étaient offertes pour les investissements importants dans des domaines prioritaires.



Le cadre normatif régissant l'investissement étranger a été complété par la Loi de privatisation qui permet aux étrangers de se porter acquéreurs, au même titre que les résidents, des entreprises visées par les privatisations. La Loi sur la banque et le crédit prévoyait une présence limitée des banques étrangères en Bulgarie. Enfin, la Loi sur les concessions, adoptée en 1995, a ouvert les portes aux investissements étrangers entièrement nouveaux ou dans les infrastructures. Le seul secteur qui soit actuellement fermé aux investisseurs étrangers pour cinq ans est celui de l'assurance. En vertu de modifications apportées en 1996 à la Loi relative à l'impôt sur les bénéfices, les entreprises nouvellement privatisées, y compris celles qui sont vendues à des investisseurs étrangers, bénéficient d'importantes exonérations temporaires d'impôts pendant leurs premières années d'existence. L'Agence pour l'investissement étranger, rattachée au Conseil des ministres, a été créée en 1995 afin de fournir aux étrangers un « guichet unique » pour l'ensemble des opérations d'investissement et pour résoudre les problèmes éventuels.

Le volume des investissements étrangers effectivement réalisés contraste vivement avec la ferme volonté apparemment manifestée par les autorités sur le plan législatif et administratif. En septembre 1996, les investissements directs étrangers en Bulgarie s'élevaient au total à quelque 719 millions de dollars<sup>110</sup> répartis entre près de 7 100 projets. Ce chiffre représente 2 à 3 pour cent de l'ensemble des investissements étrangers en Europe centrale et orientale. Si l'on rapporte ce chiffre au nombre d'habitants, la Bulgarie se place derrière tous les autres pays, sauf certains de ceux qui sont issus de l'ex-Yougoslavie et de l'ex-Union soviétique (voir tableau 33).

La plupart des investissements étrangers en Bulgarie sont par ailleurs relativement peu importants : à la fin de 1995, 65 pour cent d'entre eux s'élevaient à moins de 1 000 dollars et 22 pour cent ne dépassaient pas 10 000 dollars. En revanche, 36 investissements sont supérieurs à 1 million de dollars, et ils représentent à eux seuls 90 pour cent de l'investissement étranger total<sup>111</sup>. En septembre 1996, la valeur moyenne des projets était de 101 000 dollars, chiffre près de trois fois plus faible qu'en Hongrie, en Russie et en République tchèque et 2.5 fois moins élevé qu'en Pologne.

En termes de secteurs d'activité, la plus grande partie des investissements étrangers (45 pour cent) sont réalisés dans l'industrie, et notamment dans l'industrie alimentaire, l'électronique et la métallurgie des métaux non ferreux.

Tableau 33. Investissement direct étranger par habitant dans les PECO

Dollars EU

	1992	Milieu de 1996
Pays du groupe de Visegrad		
République tchèque	151	586
Slovaquie	44	152
Hongrie	457	1 299
Pologne	37	265 <sup>1, 2</sup>
Europe du Sud-Est		
Albanie	51	97 <sup>3</sup>
Roumanie	24	84 <sup>2</sup>
Slovénie	522	895
Croatie	128	268
<b>Bulgarie</b>	<b>18</b>	<b>69</b>
États baltes		
Estonie	156	424
Lettonie	78	145 <sup>4</sup>
Lithuanie	20	85 <sup>5</sup>
CEI		
Russie	19	44
Ukraine	3	21

1. En raison d'une modification de la définition de l'IDE, les chiffres de 1992 et du milieu de 1996 pour la Pologne sont peu comparables.  
2. Juillet 1996.  
3. Mars 1996.  
4. Fin 1995.  
5. Octobre 1996.  
Source : Investissement étranger : ministère fédéral autrichien des Affaires économiques, statistiques nationales; population : *Rapport de la Banque mondiale sur le développement*, 1995.

Le commerce (17 pour cent) en a aussi attiré une part importante. La ventilation de l'investissement direct étranger par pays d'origine est étroitement liée à la structure des échanges. Environ 80 pour cent des investissements proviennent de pays de l'OCDE, l'Allemagne à elle seule étant à l'origine de 33 pour cent d'entre eux, comme l'indique le graphique 18.

### ***Problèmes***

Le faible niveau des investissements étrangers en Bulgarie, en dépit d'une législation relativement favorable en matière d'IDE, tient à de nombreux problèmes. Il convient tout d'abord de noter qu'un certain nombre de facteurs

Tableau 34. Investissement direct étranger en Bulgarie<sup>1</sup>

	Jusqu'à la fin de 1992	1993	1994	1995	30 sept. 1996
Nombre de contrats par an	73	604	2 277	1 938	2 196
Nombre cumulé	73	677	2 954	4 892	7 088
Entrées annuelles (millions de dollars EU)	65	127	220	105	202
Variation par rapport à l'année précédente (en pourcentage)		95	73	-52	
Entrées cumulées (millions de dollars EU)	65	192	412	517	719
Indice, 1992 = 100	100	295	634	795	1 106
Montant moyen par projet (milliers de dollars EU)					
Par an	890.4	210.3	96.6	54.2	92.0
Montant cumulé	890.4	283.6	139.5	105.7	101.4

1. Ces chiffres correspondent à la définition de l'Agence pour l'investissement étranger, représentant la valeur des capitaux effectivement transférés et enregistrés devant les tribunaux plus l'investissement financé à l'aide des bénéfices non distribués des entreprises étrangères.

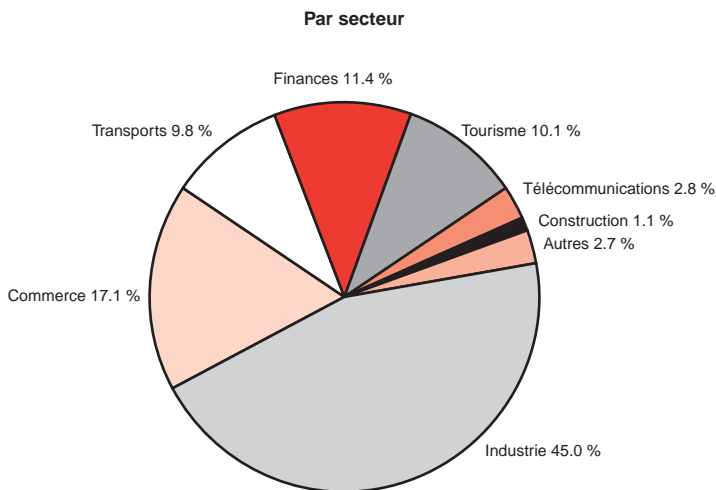
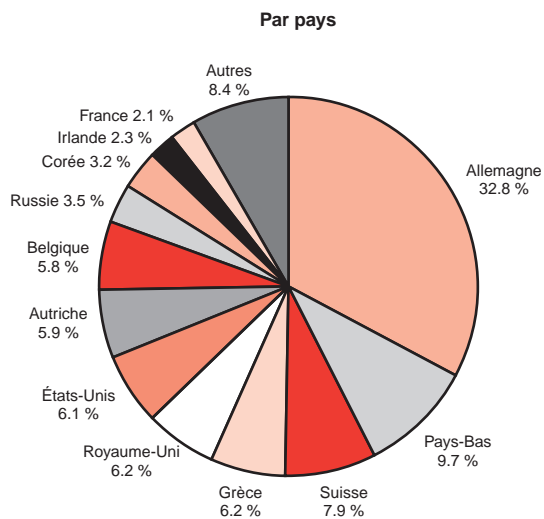
Source : Agence pour l'investissement étranger; OCDE.

géographiques, démographiques et culturels particuliers font qu'il est relativement plus difficile d'attirer les investissements étrangers en Bulgarie. Elle a un marché intérieur très limité en termes de taille et de ressources, et elle est culturellement et géographiquement plus éloignée de la plupart des pays de l'OCDE que beaucoup d'autres économies en transition concurrentes. Elle a aussi des ressources naturelles peu abondantes, ainsi que des infrastructures et des communications relativement médiocres. La restructuration dont les industries manufacturières ont besoin pour pouvoir affronter la concurrence internationale impose d'importants investissements d'infrastructure dans un environnement incertain et instable.

Néanmoins, des enquêtes réalisées auprès d'investisseurs étrangers révèlent que ceux-ci manifestent parfois beaucoup d'intérêt pour la Bulgarie. Cela tient pour l'essentiel au fait que la main-d'œuvre bulgare apparaît très qualifiée, très motivée et très peu coûteuse, même par comparaison avec celle des autres économies en transition. Les investisseurs étrangers citent également comme avantage l'accès relativement facile au marché intérieur pour les opérations réalisées en Bulgarie<sup>112</sup>. L'accès préférentiel au vaste marché russe, ainsi que la liaison directe entre l'Europe et l'Asie qu'offre la Bulgarie, pourraient aussi représenter de puissants arguments.

### Graphique 18. INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS

Total : 718.5 millions de dollars EU au 30 septembre 1996



Source : Agence pour l'investissement étranger.

Cependant, les investisseurs étrangers semblent estimer que l'environnement de l'investissement étranger en Bulgarie est non seulement « l'un des plus difficiles du monde » mais que, même au cours de la légère reprise de 1994-1995, cet environnement s'est détérioré<sup>113</sup>. Cela s'est traduit par une baisse des investissements étrangers en 1995 par rapport à 1994, comme on peut le voir au tableau 34, et par une diminution de la part des bénéficiaires des entreprises étrangères réinvesties, qui est passée de 14 pour cent en 1994 à 7 pour cent en 1995<sup>114</sup>. D'après une enquête réalisée en 1995, 35 pour cent des chefs de co-entreprises en Bulgarie ne prévoyaient pas de développer leurs activités et 31 pour cent n'auraient pas recommandé à leurs partenaires d'investir en Bulgarie<sup>115</sup>.

Bien que la persistance d'une grande instabilité sur le plan macroéconomique ait certainement une incidence négative directe sur l'évaluation des possibilités d'investissement en Bulgarie, la plupart des investisseurs étrangers mentionnent également d'autres problèmes. Nombre de ces problèmes sont étroitement liés à ceux qui ont été évoqués plus haut à propos de la privatisation. Les investisseurs étrangers se plaignent souvent de l'instabilité et du manque de transparence de diverses règles, procédures, dispositions législatives et décisions de l'exécutif, ainsi que des différents retards administratifs qui entourent les activités d'investissement. Comme pour la privatisation en général, bon nombre de ces difficultés tiennent sans doute elles-mêmes à des problèmes d'incitation. Les personnes en place, à différents niveaux, qui profitent des dispositions en vigueur voient probablement la présence d'intérêts étrangers comme une menace pour leur bien-être et leur sécurité.

Les investisseurs se plaignent de fréquentes décisions discrétionnaires de la part de divers fonctionnaires, qui modifient ou annulent ce que les partenaires étrangers considéraient comme des engagements contractuels implicites ou explicites. Les télécommunications, dont le manque de développement fait aussi obstacle aux investissements étrangers sur le plan de l'offre, constituent un exemple particulièrement frappant. Depuis 1991, plusieurs entreprises étrangères se sont montrées intéressées par les télécommunications en Bulgarie, ce qui a abouti à un certain nombre de co-entreprises et d'accords contractuels spécifiques. Cependant, au cours des cinq années qui se sont écoulées depuis, ces entreprises se sont heurtées à un tel barrage de règles et conditions fluctuantes, telles que la suppression d'avantages fiscaux temporaires ou de réductions des

droits d'importation, que le processus d'investissement dans ce secteur s'est pratiquement interrompu à la fin de 1995<sup>116</sup>. Très récemment, un accord important en vertu duquel une entreprise ayant son siège aux États-Unis devait assurer les liaisons téléphoniques à longue distance des hôtels bulgares a été tout à coup annulé unilatéralement par le gouvernement bulgare<sup>117</sup>. Le même type de problème se pose en ce qui concerne les lois et règlements. En 1995, par exemple, le gouvernement a décidé tout à coup de modifier les conditions applicables aux opérations de privatisation par échange de créances contre des participations en capital, qui ne faisaient jusqu'alors l'objet de pratiquement aucune restriction. En vertu des nouvelles dispositions, les échanges de créances contre des participations au moyen d'obligations Brady sont limités à 50 pour cent du paiement, les bénéfices des entreprises acquises de cette manière ne peuvent pas être rapatriés avant quatre ans et les capitaux ne peuvent pas être rapatriés avant dix ans. A la fin de 1996, le Parlement a voté de nouveaux amendements à la Loi sur les investissements étrangers qui introduisent une discrimination à l'encontre des petits investisseurs, dans la mesure où le ratio minimum de fonds propres doit être désormais d'au moins 50 000 dollars pour qu'un investissement soit considéré comme «étranger». Ce genre de modification ou d'annulation de conditions ou règles contractuelles préexistantes est jugé courant par les investisseurs étrangers<sup>118</sup>, qui les considèrent comme l'un des principaux risques pesant sur les investissements en Bulgarie.

Le niveau élevé et l'instabilité de la fiscalité ont aussi eu des effets dissuasifs sur les investisseurs étrangers<sup>119</sup>. Les étrangers sont soumis aux mêmes changements rapides dans les lois, règles, décisions et pratiques fiscales que leurs homologues bulgares. Un point mérite d'être souligné à cet égard. Dans l'environnement actuel, qui se caractérise par une fiscalité élevée et instable, et par une application peu rigoureuse de la législation fiscale, le succès d'une entreprise bulgare dépend souvent de sa capacité de contourner la législation ou de s'y soustraire, ainsi que d'éventuelles relations spéciales avec différents fonctionnaires qui peuvent en faire autant. C'est là l'un des aspects du problème de la fraude généralisée aux impôts directs et aux droits de douane<sup>120</sup>. Une telle situation peut avoir pour effet immédiat de désavantager les entreprises étrangères réputées, qui hésiteront sans doute davantage que les entreprises locales à recourir à de telles pratiques et seront moins à même de le faire.

Compte tenu de ces problèmes et de la situation économique globalement difficile que connaît actuellement la Bulgarie, il est compréhensible que de nombreux investisseurs étrangers adoptent une attitude d'attente. Le manque de dynamisme de l'investissement étranger est bien entendu directement liée à la lenteur des progrès des privatisations. Comme le montrent les tableaux 31 et 34, une part importante des investissements étrangers concerne des opérations de privatisation.

## **Conclusions**

Les problèmes qui entourent les privatisations et les investissements étrangers en Bulgarie semblent très comparables et sont le reflet d'une attitude complexe et ambiguë des autorités bulgares et des personnes en place dans les entreprises à l'égard de ces processus. Cette attitude est en partie compréhensible. Cependant, la crise économique que connaît actuellement la Bulgarie exige un engagement beaucoup plus ferme en faveur de ces processus. Il s'agit non seulement de permettre à l'état de dégager, à court terme, des recettes dont il a bien besoin. Surtout, après le quasi-effondrement des marchés financiers locaux en 1996, les entreprises étrangères, financières notamment, pourraient jouer un rôle important dans le redressement et le développement de ces marchés, qui sont indispensables pour soutenir la croissance et le bien-être économique en Bulgarie.

Pendant la crise de 1996, le rythme de privatisation et des investissements étrangers s'est sensiblement accéléré. Pour que ce processus aboutisse, il faudra que le gouvernement s'engage plus fermement à créer des conditions stables permettant aux entreprises privatisées et étrangères de fonctionner de façon rentable. Il est particulièrement important à cet égard, comme dans d'autres domaines de la politique économique, que le gouvernement bulgare commence à montrer qu'il est capable d'honorer ses engagements, y compris certains engagements importants, au moins, des gouvernements précédents. Il faut pour cela à la fois limiter le nombre et la portée des engagements qui sont pris et tenir dûment compte des coûts que représente la perte de crédibilité qu'entraîne le non-respect des précédents engagements.

## Notes

1. OCDE-CCET (1992), *La Bulgarie : Évaluation de la situation économique*.
2. Il convient de noter, cependant, que beaucoup considèrent que la mesure de l'investissement dans les statistiques officielles n'est pas du tout fiable.
3. Banque nationale bulgare (1996), Rapport annuel, 1995.
4. Voir Koparanova (1995) pour un examen détaillé de cette question.
5. On ne dispose pas de données pour le secteur privé.
6. Les chiffres relatifs au commerce, qui sont cités ici, sont exprimés sur une base fab-fab.
7. Voir encadré 2 du chapitre II.
8. Agence de coordination et de développement économiques (1996), *L'économie bulgare en 1995...*
9. Agence de coordination et de développement économiques, *op. cit.*
10. Voir l'étude de Dobrinsky et Yaneva (1996).
11. Institut statistique national, *Statisticheski Izvestiya*, 1994, 1995, 1996.
12. Pour une étude des facteurs qui pourraient avoir réduit les coûts de l'embargo pour la Bulgarie, voir l'Agence de coordination et de développement économiques (1994).
13. Le taux n'a atteint un niveau plus élevé qu'en septembre 1995, à 4.8 pour cent.
14. Dans tous les cas, la notion de «parité d'intérêt non couverte» retenue dans le texte est un peu différent de l'estimation (brute) du graphique 2. L'estimation du graphique 2 est liée au taux de change nominal et au taux d'intérêt, pas à l'inflation. En réalité, toutefois, l'inflation influe sur la parité d'intérêt non couverte par le biais des anticipations.
15. Il convient de noter que, si l'on se fonde sur des mesures comme la parité de pouvoir d'achat, le lev est resté fortement sous-évalué même après l'appréciation de 1995 (voir tableau 25 du chapitre IV). Compte tenu de la croissance des exportations en 1995 et du renforcement de la balance courante (d'après les estimations préliminaires, il y aurait même eu un excédent en 1995 de plus de 300 millions de dollars), les autorités ont peut-être cru que la pression à la baisse s'exerçant sur le lev ne serait que temporaire.
16. Certains éléments de ces événements renvoient au modèle de Krugman (1979). Dans les deux cas, les autorités bulgares ont essayé implicitement d'utiliser le taux de change comme point d'ancrage de la stabilisation alors même que les autres politiques et modifications économiques jouaient continuellement dans le sens de la dépréciation. Dans ce cas, le seul résultat d'équilibre d'anticipations rationnelles est une crise de change. En outre, cette crise



doit apparaître avant que les réserves ne tombent à zéro. Voir aussi Agenor et Flood (1994). Cependant, comme on l'a vu dans le chapitre II, certains aspects de l'expérience bulgare ne se conforment pas exactement à ce modèle et l'existence d'un équilibre multiple n'est pas à écarter.

17. Comme on peut le voir dans l'encadré 6 du chapitre III.
18. Walton (1995).
19. Institut national de statistique (1996), *Sotsialno...*, p. 89.
20. Institut national de statistique (1996), *Annuaire statistique*, 1995, p. 67.
21. Institut national de statistique (1996), *Zhizneno...*, p. 90.
22. Institut national de statistique (1996), *Sotsialno...*, p. 91.
23. Institut national de statistique (1996), *Sotsialno...*, p. 93.
24. OCDE (1995), «La distribution des revenus dans les pays de l'OCDE...».
25. Institut national de statistique (1996), *Annuaire statistique*, 1995.
26. Institut national de statistique (1996), *Statisticheski Spravochnik*.
27. Voir OCDE-ELSA (1996).
28. OCDE-CCET (1996), *Examens des performances environnementales : Bulgarie*.
29. Si la masse monétaire au sens large rapportée au PIB n'a pas reculé en 1994, cela tient à la forte dévaluation du lev en mars et avril de cette année-là, qui a sensiblement accru la valeur en lev des monnaies fortes entrant dans la composition de la masse monétaire.
30. Les crédits destinés au refinancement des banques commerciales ont pratiquement doublé entre novembre et décembre 1995. L'agrégat M1 s'est accru de 18.1 pour cent entre ces deux mois.
31. Certaines études ont fait état d'une accélération de la croissance des opérations de refinancement de la BNB à partir du milieu de 1995 pour conclure que des facteurs opérant du côté de l'offre étaient déjà à l'œuvre à cette époque. Mais il ne s'agit en fait là que d'un artifice statistique. Une opération de sauvetage intervenue au milieu de l'année, dans le cadre de laquelle deux banques commerciales ont reçu des obligations d'État qu'elles ont partiellement utilisées pour rembourser des emprunts à la BNB, ont réduit l'encours de crédit de refinancement de cette dernière pour le ramener de 37 milliards de leva en mai 1995 à 7 milliards en juin. Du fait de cette réduction en termes absolus, les taux ultérieurs de croissance ont semblé relativement (artificiellement) élevés, alors qu'un examen des données permet de constater que l'accélération véritable du crédit de refinancement n'a commencé qu'en décembre 1995.
32. Ainsi, la quasi-totalité de la réduction de la part de l'encours de crédit au secteur non financier dans le PIB en 1994 a été neutralisée par une augmentation correspondante de la dette publique pour couvrir des créances irrécouvrables (voir tableau 14 et la discussion qui suit).
33. Elle se distingue par là même des deux autres pays en transition où le ratio du crédit au secteur non financier dans le PIB est très élevé, à savoir la République tchèque et la Slovaquie, pays dans lesquels ces ratios résultent pour une large part de dettes héritées du passé. Ainsi qu'on le verra au chapitre III, si le ratio crédit/PIB est également très élevé dans

nombre de pays développés, cela tient à l'existence d'institutions financières solides qui font encore défaut dans les économies en transition.

34. Voir l'analyse présentée au chapitre III.
35. Voir tableau A4 à l'annexe I.
36. Voir graphique 15 au chapitre III.
37. La possibilité de se tourner vers des crédits Lombard a été créée par les obligations spéciales d'État «ZUNK» qui ont été placées dans les portefeuilles des banques en 1994, représentant la valeur de créances improductives contractées avant 1991. Les crédits Lombard ont été essentiellement adossés à ces obligations (voir chapitre III pour plus de détails).
38. Article 46, Loi relative à la Banque nationale, 1991, dans Bulgarian National Bank (BNB) (1995), *Banking Laws and Regulations*.
39. Bulgarian National Bank (1995), *Annual Report, 1994* and Bulgarian National Bank (1996), *Annual Report, 1995*.
40. On notera que dans la mesure où le graphique 11 est calculé au taux de change actuel, la dynamique de cette courbe ne doit pas être interprétée comme représentant des mouvements de redistribution de portefeuilles. Voir le graphique 3 du chapitre I sur ce point.
41. Beaucoup pensent que c'est là l'une des raisons pour lesquelles les chiffres du commerce extérieur fondés sur les paiements des banques sont en général nettement supérieurs aux chiffres fondés sur les statistiques douanières (tableau A2). Certains de ces paiements pourraient être des transactions déguisées sur le compte des opérations en capital. Ces données doivent cependant être traitées avec prudence dans la mesure où l'on pense qu'elles présentent aussi de nombreuses autres lacunes (ainsi, il existe apparemment un double comptage de certains paiements bancaires).
42. Ainsi qu'on l'a vu au chapitre I, sur la base des enquêtes auprès des ménages réalisées par l'Institut national de la statistique, la part des salaires dans le revenu est tombée de 56 pour cent en 1989 à 38 pour cent en 1995. Bien que de nombreux spécialistes mettent en doute la validité de ces chiffres, ils donnent une idée approximative du pourcentage (déclaré) des salaires que les autorités pourraient théoriquement contrôler.
43. La hausse de l'IPC en septembre 1995, par exemple, est souvent attribuée à un assouplissement de l'encadrement des prix des services d'intérêt public. Le pourcentage des produits assujettis à des contrôles de prix était supérieur à 20 pour cent ces dernières années, et il a semble-t-il augmenté en 1996 (selon la Banque mondiale).
44. Mitov (1995) analyse de manière fort pertinente les problèmes posés par les mesures qui réglementaient les prix de l'essence pendant les premières années de la transition. L'important écart creusé entre les prix de gros et les prix de détail par les mesures prises par les autorités pour subventionner les ménages a eu finalement pour effet de créer d'importantes possibilités d'arbitrage ainsi que d'autres distorsions, en privant en même temps l'État de recettes fiscales potentielles.
45. Les prix de l'électricité à usage industriel sont plus élevés que ceux de l'électricité domestique mais encore très inférieurs au niveau du marché mondial. Ceci soulève des questions relatives à l'expansion de la production des exportateurs fort consommateurs d'électricité au cours des dernières années (voir chapitre IV).

46. Pour une analyse détaillée des premiers résultats obtenus en 1994, voir Bogetic et Hillman (1995) et Banque mondiale (1996b), *Bulgaria : Private Sector Assessment*. On notera cependant que depuis 1994, le succès de la TVA est plus contestable.
47. Déclaration du ministre adjoint des Finances, Bisser Slavkov, citée dans le journal *Trud*, 19 janvier 1996.
48. Cette opération est décrite au chapitre III.
49. Ministère des Finances, *Government Debt Management*, juillet 1996.
50. Banque nationale bulgare (1996), *Rapport annuel*, 1995.
51. La majorité des titres intérieurs qui sont libellés en monnaies fortes sont constitués de ce que l'on appelle les obligations ZUNK qui ont été placées dans les portefeuilles des banques commerciales en 1994 pour un montant équivalant à la valeur des créances improductives en monnaies fortes contractées avant 1991. Il semble donc bien que la Bulgarie paie à nouveau chèrement le gonflement de la dette en monnaies fortes intervenue *avant* la période de transition.
52. Hanke et Jonung (1993) exposent dans le détail les avantages potentiels d'une caisse d'émission pour une économie en transition.
53. Il convient également de noter que si une caisse d'émission assurerait la valeur de la monnaie locale grâce à des réserves de devises, il n'en va pas de même des dépôts bancaires : autrement dit, les agrégats comme M1 ou M2 pourraient fort bien dépasser les réserves de change en cas de création d'une caisse d'émission. Ainsi, les banques commerciales devraient individuellement détenir d'importantes réserves. C'est l'une des raisons pour lesquelles une caisse d'émission ne constitue toujours pas une garantie contre une crise financière générale. Voir J. Williamson (1995) à ce sujet.
54. OCDE-CCET (1992), *Bulgarie. Une Évaluation économique*.
55. Cf. Dobrinsky (1994).
56. Banque nationale bulgare (1996), *Rapport annuel 1995*, Bulbank (1996), *Rapport annuel de la Bulbank pour 1995*, et autres documents fournis par la Bulbank (1996).
57. Jusqu'en 1996, les pratiques comptables bulgares surestimaient en fait gravement aussi bien la solvabilité que la rentabilité. Les banques n'étaient pas tenues de déduire des actifs les provisions au titre de leurs crédits non productifs, comme c'est le cas avec les normes comptables internationales. Depuis 1996 en revanche, elles sont obligées de le faire.
58. Banque nationale bulgare (1995), *Le système bancaire bulgare*. Cette disposition a apparemment restreint les crédits bancaires pour de nombreuses entreprises d'État, mais un certain nombre d'exceptions ont été accordées par la suite.
59. Les informations de cet encadré sont extraites de deux sources principales : 1) Banque nationale bulgare, *Rapports annuels*, 1993-95, 2) Balyozov (1995).
60. Banque nationale bulgare (1995), *Rapport annuel 1994*.
61. Banque nationale bulgare, *Rapports annuels*, 1994 et 1995.
62. Informations provenant d'un entretien avec le responsable de la SCB, Dimiter Dimitrov, en mai 1996.
63. *Perspectives économiques de la Bulgarie*, 26 juillet-3 août 1996.

64. Par exemple, voir le programme PHARE en direction des PME (1996), Dobrinsky, Yaneva (1996), Pissarides, Singer, Svejnar (1996).
65. Pissarides, Singer, Svejnar (1996).
66. Il convient de noter que les chiffres portant sur le secteur privé comprennent ici le secteur coopératif ainsi que les entreprises privées au sens strict. La plupart des coopératives fonctionnent dans une large mesure comme des entreprises privées. Toutefois, les coopératives agricoles constituent une exception à cette règle, puisqu'elles peuvent faire l'objet de crédits à taux préférentiels. Nous ne pensons cependant pas que cela nuise à l'exactitude de l'image donnée ici. On dispose des mêmes données pour 1993, mais en fonction d'une définition plus restrictive du secteur privé qui exclut les coopératives. Ce fait, et plus précisément l'effet de la Loi sur les créances irrécouvrables sur le portefeuille de crédits aux entreprises publiques, rend cependant les statistiques de 1993 non comparables à celles de 1994 et 1995. En conséquence, nous ne présenterons pas ces statistiques ici. Toutefois, nous pouvons faire état de chiffres pour le secteur privé au sens plus étroit pour cette année. Malgré le volume considérable de crédits antérieurs à 1991 aux entreprises publiques qu'il fallait encore passer par pertes et profits dans les bilans des banques, le secteur privé au sens étroit représentait déjà 26 pour cent de l'ensemble des crédits bancaires en décembre 1993. De plus, 53 pour cent de ces crédits étaient déjà répertoriés comme non productifs. Le plus étonnant peut-être réside dans la part des crédits à long terme au secteur privé qui était alors de 45 pour cent [Banque nationale bulgare, *Bulletin mensuel* (édition bulgare), n° 6, 1993 et calculs de l'OCDE].
67. Selon des conversations avec les fonctionnaires bulgares, ce chiffre semblerait trompeur. Aucune poussée importante des crédits à long terme aux entreprises publiques n'est apparemment intervenue en 1995. Les statistiques de 1994 et de 1995 peuvent avoir été ventilées en fonction de définitions ou de méthodes différentes et elles sont donc peut-être difficilement comparables si l'on veut comprendre la *dynamique* de la distribution du crédit.
68. Banque centrale de Russie (1994-96).
69. Voir Stiglitz (1994) et Mitchell (1993).
70. Voir Aghion et Bolton (1996).
71. Pour une étude de ces coûts, voir Milgrom et Roberts (1990).
72. Dobrinsky, Dochev et Nikolov (1996).
73. Claessens (1996) plaide très fortement pour cette argumentation.
74. Voir Oxford Analytica (1996) et Rozenov (1996). On pense en outre généralement que l'un des facteurs essentiels d'explication de la faillite de la Banque de crédit agricole (reprise par la BNB à la suite d'un certain nombre de nouvelles alarmistes au début de 1996 qui avaient déclenché une série de ruées sur cette banque) résidait dans une tentative de la banque de recouvrer ses créances auprès de l'un de ces groupes. Voir Petrov (1996).
75. Stiglitz et Weiss (1981).
76. Banque nationale bulgare (1995, 1996), *Rapports annuels*, 1994, 1995.
77. Williamson (1995) qualifie cette relation de «structure de partage des pouvoirs».
78. Voir Nee et Su (1993).

79. *Bulgarian Business News* (1996), «Law on Banking...»
80. *Bulgarian Business News*, 15-21 juillet 1996.
81. Ces caractéristiques ont été résumées par Aoki (1995).
82. Voir encadré 1 au chapitre II.
83. Estimations de l'Institut national de la statistique.
84. Banque mondiale (1995), Quarterly Report n° 1.
85. Voir Perotti et Kotzeva (1996).
86. La loi sur les faillites de 1994 est en fait un amendement à la Loi commerciale de 1991 et régleme les procédures de faillite de toutes les entreprises à l'exception des banques. Comme on l'a vu au chapitre III, une loi spéciale sur les faillites dans le secteur bancaire n'a été adoptée qu'en 1996.
87. Par exemple, le Fonds public pour la reconstruction et le développement et le Fonds pour l'énergie.
88. Voir par exemple Rozenov (1996) et Chavdarov et Pishev (1996).
89. Voir Aghion et Carlin (1996).
90. Institut national de la statistique (1996), *Sotsialno....*
91. Institut national de la statistique (1996), *Statisticheski Spravochnik*.
92. Banque mondiale (1996b), *Bulgaria : Private Sector Assessment*.
93. Voir Pissarides, Singer et Svejnar (1996) et programme PHARE en direction des PME (1996).
94. Voir Banque mondiale (1996b), *Bulgaria : Private Sector Assessment*.
95. Voir, en particulier, Bogetic et Hillman (1995), Avramov et Sgard (1996).
96. Estimation de la Banque mondiale.
97. Voir Aghion et Carlin (1996).
98. Information fournie par l'Agence de privatisation bulgare.
99. OCDE-CCET (1994), p. 31.
100. Kopeva (1995).
101. *Bulgarian Business News* (1996a).
102. Estimation de la Banque mondiale.
103. La Bulgarie est le seul pays d'Europe centrale et orientale qui autorise l'échange de créances contre des participations au cours du processus de privatisation. Les créances intérieures aussi bien qu'extérieures peuvent être directement échangées contre des participations. Jusqu'à 50 pour cent du prix de la privatisation peut être réglé au moyen d'obligations Brady (voir l'encadré 2); les obligations à prime d'émission sont acceptées pour leur valeur faciale et les obligations de réduction des intérêts pour 50 pour cent de leur valeur faciale. Les obligations de la dette intérieure peuvent également être utilisées pour acquérir jusqu'à 50 pour cent de la valeur de la transaction. Les ZUNK (voir le chapitre III) peuvent être utilisés pour acquérir des parts de sociétés, avec une décote de 40 pour cent sur leur valeur faciale.

104. Les actifs des entreprises d'État ont été réévalués en 1992 mais ne l'ont pas été depuis, malgré la forte inflation qui a suivi. Par conséquent, la valeur des actifs en dollars est estimée sur la base du taux de change moyen de 1992, soit 23 leva pour un dollar.
105. Estimation de la Banque mondiale.
106. Par exemple, à l'agriculture et à l'industrie, six ministres se sont succédé depuis 1992.
107. La privatisation du Centre commercial international de Sofia en est un exemple : la première offre a été rejetée parce qu'elle avait été jugée irréalisable; la deuxième a été jugée insuffisante et la troisième a été approuvée, mais l'investisseur a été obligé d'accepter de verser l'équivalent en dollars de sa participation à un taux de change beaucoup plus élevé. Enfin, une fois l'opération approuvée, la banque qui devait consentir le prêt a été mise sous tutelle (source : Banque mondiale).
108. Estimation de la Banque mondiale. Selon le Code bulgare du commerce, dans le cas des sociétés anonymes, une participation de 67 pour cent est requise pour contrôler les décisions concernant notamment les augmentations ou réductions de capital, ou la transformation de la société (dans le cadre de fusions par exemple). Dans le cas des sociétés à responsabilité limitée, une majorité des deux tiers est nécessaire pour obtenir leur liquidation.
109. Institut national de la statistique, *Tekushcha Stopanska Koniunktura*, juillet 1996, p. 21.
110. D'après la définition utilisée par l'Agence pour l'investissement étranger, il s'agit de la valeur des capitaux effectivement transférés et enregistrés par les tribunaux.
111. Djarova (1996), p. 120.
112. Djavora (1996), pp. 126-127.
113. BIBA (1996). Ce document, établi par l'Association bulgare des entreprises internationales en 1996 pour le compte du gouvernement, résume l'attitude de diverses entreprises étrangères en Bulgarie.
114. Bobeva (1996).
115. Bobeva (1996).
116. Voir BIBA (1996), pp 20-23. Les investissements pourraient toutefois se redresser à la suite de la décision, prise à la fin de 1996, de céder 25 pour cent de la Compagnie bulgare de télécommunications dans le cadre d'une privatisation directe.
117. Voir *Bulgarian Business News* (1996b), p. 16.
118. L'échec récent du constructeur automobile Rover Group Ltd. a été largement commenté par la presse parce que l'important investissement initial réalisé par cette entreprise avait été considéré comme l'investissement étranger « phare » en Bulgarie. Bien que les conditions dans lesquelles Rover s'est retiré de Bulgarie soient assez complexes et controversées, la publicité qui a été faite à cette affaire a malheureusement réduit davantage encore la crédibilité du gouvernement bulgare aux yeux des investisseurs étrangers. La société Rover fait valoir qu'elle a investi des capitaux après que les membres du gouvernement aient pris l'engagement, au nom de leur pays, de lui acheter une quantité minimum d'automobiles et de la faire bénéficier de droits d'importation réduits. Cependant, aucun contrat écrit de cette nature n'a été signé et le Parlement bulgare a rejeté ces conditions (informations provenant de *Bulgarian Economic Outlook*, 1996a, pp. 1-2, *Bulgarian Business News*, 1996c,

*Bulgarian Business News*, 1996d et d'un entretien téléphonique avec Vincent Hamersley, responsable chez Rover Group Ltd. des relations avec la presse, en date du 2 juillet 1996).

119. Pour un aperçu du système fiscal bulgare, voir l'encadré 1, chapitre I.
120. Dans BIBA (1996), p. 12, des investisseurs étrangers se plaignent en particulier du fait que les agents de douane bulgares, même de rang inférieur, peuvent dans une large mesure modifier les règles ou en altérer le sens.

## Bibliographie

- Agency for Economic Co-ordination and Development (AECD) (1994), *The Bulgarian Economy in 1993, Annual Report 1994*, Sofia.
- Agency for Economic Co-ordination and Development (AECD) (1996), *The Bulgarian Economy in 1995 : Trends and Prospects over the 1996-98 Period*, Sofia.
- Agency for Economic Co-ordination and Development (AECD) (1996), *Monthly Business Survey* n° 2, 1996, Série business Survey.
- Agenor, Flood (1994), «Macroeconomic Policy, Speculative Attacks, and Balance of Payments Crises», dans Van Der Ploeg, éd. *The Handbook of International Economics*, Blackwell Publishers.
- Aghion, P. et P. Bolton (1996), «Delegated Financial Restructuring in Eastern Europe», avril 1996.
- Aghion, P. et W. Carlin (1996), «Restructuring Outcomes and the Evolution of Ownership Patterns in Central and Eastern Europe», mimeo.
- Aoki (1995), «Controlling Insider Control : Issues of Corporate Governance in Transition Economies», dans *Corporate Governance in Transition Economies : Insider Control and the Role of Banks*, Banque mondiale.
- Avramov, R. et J. Sgard (1996), «Bulgaria : From Enterprise Indiscipline to Financial Crisis», CEPII Document de travail, 1996.
- Avramov, R. et K. Guenov (1994), «The Rebirth of Capitalism in Bulgaria», *Bank Review*, n° 4, pp. 3-24.
- Balyozov, Z. (1995), «Ailing Banks and Their Restructuring», *Bank Review* n° 3, pp. 1-7.
- Banque centrale de russie (1994-1996), *Vestnik bankovskoi statistiki*, différentes éditions.
- Banque mondiale (1995), *Quarterly Report* n° 1, Mission résidente en Bulgarie.
- Banque mondiale (1996a), «From Plan to Market», dans *World Development Report 1996*, Washington.
- Banque mondiale (1996b), *Bulgaria : Private Sector Assessment*, World Bank Report 14546-BUL, 28 juin 1996.
- Banque nationale bulgare (1993-1996), *Monthly Bulletin*, différentes éditions.
- Banque nationale bulgare (1994-1996), *Annual Reports* de 1993, 1994, 1995.
- Banque nationale bulgare (1995), *Banking Laws and Regulations*.
- Banque nationale bulgare (1995), *The Bulgarian Banking System*, Sofia.
- Banque nationale bulgare (1996), *Bulgarian National Bank Report January-June 1996*.



- Bobeva, D. (1996), «Foreign Investment in Bulgaria in 1995», in *Bulgarian National Bank – Monthly Bulletin 1/1996*.
- Bogetic Z. et A. Hillman (1995), éd., *Financing Government in Transition : Bulgaria, Banque mondiale*, Washington.
- Bulbank (1996), *Bulbank Annual Report* de 1995.
- Bulgarian Business News (1996), «Law on Banking and Credit Activities (revised version)», dans différentes éditions.
- Bulgarian Business News (1996a), «Land Reform Alarminglly Slowed Down», 4-10 mars 1996.
- Bulgarian Business News (1996b), «BTC Breaks Off with Global Communications Group», 22-29 juillet 1996.
- Bulgarian Business News (1996c), «Britain's Rover Closes Shop in Bulgaria», 15-21 avril 1996.
- Bulgarian Business News (1996d), «New Motor Vehicle Sales Drop 9 Per Cent in First Quarter», 20-26 mai 1996.
- Bulgarian Business News, différents numéros, 1996.
- Bulgarian Economic Outlook (1996a), «Bulgarian Production of Rover Maestro Closed Down», 12-18 avril 1996.
- Bulgarian Economic Outlook, différents numéros, 1996.
- Bulgarian International Business Association (BIBA) (1996), *White Paper on Foreign Investment in Bulgaria*, Sofia.
- Bulgarisches Wirtschaftsblatt (1996), «Ausländische Investitionen : Probleme und Tendenzen», mai 1996.
- Bulgarisches Wirtschaftsblatt (1996), «Hemmnisse für deutsche Unternehmen in ihrer Geschäftstätigkeit in Bulgarien», avril 1996.
- Charvdarov, V. et O. Pishev (1996), «Comparative Advantage and Subsidies in the Bulgarian Economy», mimeo.
- Claessens, S. (1996), «Banking Reform in Transition Countries», Banque mondiale, mimeo.
- Djarova, J. (1996), *Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe : The Case of Bulgaria*, Erasmus University, Rotterdam.
- Dobrinsky, R. (1994), «The Problem of Bad Loans and Enterprise Interindebtedness in Bulgaria», *Most-Most*, n° 4, pp. 37-58.
- Dobrinsky, R. et I. Yaneva (1996), «Bulgaria», chapter 1 in J. Gacs (éd.), *Impediments to Exports in Small Transition Economies*, Edward Elgar, à paraître.
- Dobrinsky, R., N. Dochev et B. Nikolov (1996), «Debt Work-Out and Enterprise Performance in Bulgaria», mimeo.
- Dobrinsky, R. (1996), «Monetary Policy, Macroeconomic Adjustment and Currency Speculation under Floating Exchange Rate : The Case of Bulgaria», *The Economics of Transition*, vol. 4(1), pp. 185-210.
- Due, J.M., S.C. Schmidt (1995), «Progress on Privatisation in Bulgaria», in *Comparative Economic Studies*, vol. 37, no. 1, printemps 1995.

- Helmstedt, K., M. Schekulin, «Direct Investment in Central and Eastern Europe : All-time High in 1995», in *Central European Quarterly* n° 2/1996, pp. 69-73.
- Hanke, S., L. Jonung (1993), «Russian Currency and Finance : A Currency Board Approach to Reform», Londres.
- Hillman, A., L. Mitov et K. Peters (1995), «The Private Sector, State Enterprises and Informal Economic Activity», in Z. Bogetic and A. Hillman (éd.), *Financing Government in the Transition : Bulgaria*, Banque mondiale, Washington, pp. 47-70.
- Institut national de la statistique (1994-1996), *Statistical Yearbooks*.
- Institut national de la statistique (1995, 1996), *Tekushcha Stopanska Koniunktura*, différentes éditions.
- Institut national de la statistique (1996), *Sotsialno-Ikonomichesko Razvitie Bulgaria '95*.
- Institut national de la statistique (1996), *Statisticheski Spravochnik*.
- Institut national de la statistique (1996), *Zhizneno Ravnishte na Naselenieto v Bulgaria*.
- Institut national de la statistique et OCDE-CCET (1996), *National Accounts for Bulgaria – Sources, Methods and Estimates*.
- Koparanova, M. (1995), «Enterprise Restructuring and International Competitiveness of Bulgarian Industry : Empirical Evidence of a Microeconomic Study», miméo.
- Kopeva, Diana (1995), «Setting up New Farms and the Situation of Private Farming in the CEE Countries : The Case of Bulgaria», in *Institute for Market Economies : Review of the Bulgarian Economy*, Séries d'articles, novembre 1995.
- Kotzeva, M. et E. Perotti (1996), «The Rational Creation of Financial Arrears : Evidence from a Survey of Bulgarian State Managers», miméo.
- Krugman, P.R. (1979), «A Model of Balance-of-Payments Crisis», *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), pp. 311-325.
- Law on prices (1995), «Law on Prices», *Durzhaven vestnik* (State gazette), n° 87, 29 septembre 1995.
- Milgrom, P. et J. Roberts (1990), «Bargaining Costs, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity», J. Alt et K. Shepsle, éd., *Perspectives in Political Economy*, Cambridge University Press.
- Miller, J. (1994), «The Price Index Gap : A Window to Understanding the Bulgarian Economy», Discussion Paper, University of Delaware.
- Ministère des finances et Banque nationale bulgare (1996), *Government Debt Management*, différentes éditions, 1995-1996.
- Mission résidente de la Banque mondiale en Bulgarie (1995) éd., *Quarterly Report*.
- Mitchell, J. (1993), «Creditor Passivity and Bankruptcy : Implications for Economic Reform», dans Colin Mayer and Xavier Vives, éd. *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.
- Mitov, L. (1995), «Excise Taxation of Fuel : A Case Study of Lost Revenue», dans Z. Bogetic et A.L. Hillman (eds), *Financing Government in Transition : Bulgaria*, Banque mondiale, Washington, D.C., pp. 161-172.

- Nee, V. et S. Su (1993), «Local Corporatism and Informal Privatization in China's Market Transition», miméo.
- Neue Zürcher Zeitung (1996), «Bulgariens schwerer Abschied vom Staatseigentum», 7 juin 1996.
- OCDE (1995), «La distribution des revenus dans les pays de l'OCDE», *Études de politique sociale* n° 18.
- OCDE, différentes études nationales.
- OCDE-CCET (1992), *La Bulgarie. Évaluation de la situation économique*, Paris.
- OCDE-CCET (1994), *Politiques, marchés et échanges agricoles : Suivi et perspectives 1994 dans les pays d'Europe centrale et orientale, les nouveaux États indépendants, la Mongolie et la Chine*.
- OCDE-CCET (1995), *Politiques, marchés et échanges agricoles dans les pays d'Europe centrale et orientale, dans certains nouveaux États indépendants, en Mongolie et en Chine : Suivi et perspectives, 1995*.
- OCDE-CCET (1996), *Examens des performances environnementales : Bulgarie*.
- OCDE-CCET (1996), *Politiques, marchés et échanges agricoles dans les pays en transition : Suivi et évaluation, 1996*.
- OCDE-CCET, *Indicateurs économiques à court terme : Économies en transition*, différents numéros.
- Oxford Analytica (1995), «Bulgaria : Red Conglomerates», dans *Daily Brief*, 29 mars 1995.
- Oxford Analytica (1996), *Daily Brief*, 25 juin 1996.
- Petrov, A. (1996), «Das Orion-Problem : Alte Parteispitze erneut in Führungsparition», dans *Bulgarisches Wirtschaftsblatt*, mars 1996.
- Pissarides, F, M. Singer et J. Svejnar (1996), «Small and Medium Enterprises in Transition : Evidence From Bulgaria and Russia», miméo, avril 1996.
- Programme Phare pour les PME (1996), «Development of the SMEs in Bulgaria», Projet n° 9105, préparé par l'Union for Private Economic Enterprise, Sofia.
- Roland, G. et T. Verdier (1991), «Privatization in Eastern Europe : Irreversibility and Critical Mass Effects», miméo.
- Rozenov, R. (1996), «Barriers to Economic Growth», dans *Bulgarian National Bank – Monthly Bulletin* 5/1996.
- Salomon Brothers (1995), «Bulgaria : Wrestling with Reform», in *Emerging Markets Research – Central and Eastern Europe*, 17 août 1995.
- Stiglitz, J. (1994), «The Role of the State in Financial Markets», dans Michael Bruno et Boris Pleskovic, éd., *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, Washington D.C. : Banque mondiale.
- Stiglitz, J. et Weiss, A. (1981), «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review* 71(3) : pp. 393-410.
- The Vienna Institute for Comparative Economic Studies (WIIW) (1996), «Slower Growth in Central and Eastern Europe, Delayed Stabilization in Russia and Ukraine», *Research Report* n° 228, juillet 1996.

*Trud* (1996), 19 janvier 1996.

Walton, M. (1995), «Household and the State», dans Bogetic et Hillman (eds), *Financing Government in Transition : Bulgaria*, Banque mondiale, Washington.

Willett, T.D. et F. Al-Marhubi (1994), «Currency Policies for Inflation Control in the Formerly Centrally Planned Economies», *The World Economy* 17(6), pp. 795-815.

Williamson, J. (1995), «What Role for Currency Boards?», *Policy Analyses in International Economics*, n° 40, Institute for International Economics, Washington, septembre.

Williamson, O. (1995), *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Economic Press.

Wissema, J. (1996), «Recommendations», in *Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe – The Case of Bulgaria*, J. Djarova (éd.), Rotterdam.

## **Contrôle des prix et réglementation des exportations agricoles en Bulgarie**

Outre d'autres facteurs (lenteur de la restitution des terres, difficulté d'accès des agriculteurs au crédit, faiblesse de la demande intérieure et perte de marchés extérieurs), le développement de l'agriculture bulgare a souffert de l'omniprésence et de l'instabilité des réglementations en matière de prix et d'échanges. La plupart de ces dispositifs visent à maintenir les prix intérieurs des produits agricoles de base à un faible niveau afin de subventionner indirectement les consommateurs. Il semble cependant que ce soit surtout les grandes entreprises publiques de transformation, qui disposent d'un pouvoir considérable sur le marché intérieur, qui aient tiré parti de ces contrôles. Les chiffres de 1995 et 1996 n'étaient pas disponibles au moment de la rédaction de la présente étude, mais sur la période 1990-1994, l'indice des prix agricoles à la production avait été multiplié à peu près par neuf, l'indice des prix des intrants par plus de 23, et les prix alimentaires de détail par 24<sup>1</sup>. De plus, au cours de la période 1992-1995, les minoteries de l'État et les négociants en grains ont bénéficié d'une différence de l'ordre de 60 dollars la tonne entre les prix d'achat intérieurs et les prix internationaux<sup>2</sup>. Les marges bénéficiaires des négociants s'en sont trouvées naturellement gonflées, tandis que la faiblesse des prix à la production décourageait les producteurs de produits primaires. Les problèmes liés à la politique réglementaire dans l'agriculture ont atteint leur point culminant avec la « crise du pain » du milieu de 1996, lorsque l'offre locale de céréales et de pain sur le marché a chuté de manière inquiétante, conduisant à des pénuries de pains ordinaires (base de l'alimentation bulgare) dans les magasins et au mécontentement de l'opinion.

La réglementation des prix agricoles a souvent pris la forme d'un encadrement direct des marges bénéficiaires à différents stades de la production de certains produits « surveillés ». En 1994 par exemple, la liste des produits surveillés incluait l'huile de tournesol, le beurre, les saucisses, les œufs, le sucre blanc, les lentilles, le riz, les pommes de terre et les aliments pour enfants en bas âge<sup>3</sup>. D'autres aliments de base ont fait l'objet de contrôles par la fixation de prix plafond. L'État fixe explicitement les prix d'achat des céréales. La Loi sur les prix, adoptée en septembre 1995, prévoit des prix plafond et des marges de profit contrôlées pour une vingtaine de produits alimentaires essentiels. Des contingents et des taxes spéciales sont les principales mesures de contrôle visant les exportations. Le premier régime général du commerce extérieur, mis en place en 1992, prévoyait des réglementations spécifiques pour l'agriculture et les produits alimentaires :

enregistrement, délivrance de licences, restrictions quantitatives aux exportations (remplacées partiellement plus tard par des taxes à l'exportation), interdiction d'exporter certains produits spécifiques, taxes à l'importation, droits à l'importation. Par la suite cependant, ce régime s'est révélé très instable. En 1993 par exemple, le gouvernement a attendu la fin de la récolte (c'est-à-dire après que la plupart des décisions concernant l'offre aient été prises) pour fixer le prix d'achat des céréales à un faible niveau et y associer une interdiction d'exporter. Cette interdiction des exportations de céréales a été prolongée jusqu'en septembre 1994, puis jusqu'à la fin de 1995.

Les prix agricoles intérieurs sont demeurés très faibles en 1994 et 1995, notamment en ce qui concerne les céréales. En 1995 cependant, l'interdiction des exportations de céréales a été dans un premier temps remplacée par un contingentement des exportations, puis par une taxe à l'exportation. Cette taxe, d'abord de 35 dollars la tonne, puis de 55 dollars la tonne, n'a cependant pas suffi pour couvrir l'écart entre le prix intérieur et le prix international des céréales. Les exportations de blé sont montées en flèche, passant de 15 000 tonnes en 1994 à 774 000 tonnes en 1995<sup>4</sup>. Le stockage de céréales par le secteur privé a, semble-t-il, également augmenté dans l'attente d'un éventuel relèvement des prix intérieurs. En conséquence, à l'automne 1995, les offices publics n'ont pu acheter le volume de blé jugé nécessaire pour assurer l'approvisionnement en pain de la population. Malgré la réintroduction d'une interdiction des exportations en octobre 1995, et sa prorogation jusqu'à la fin de 1996, l'offre intérieure de céréales et de pain a continué de se dégrader pendant les premiers mois de 1996, conduisant à la « crise du pain » du milieu de l'année.

L'année 1995 a été également marquée par l'adoption de la Loi sur la protection des producteurs agricoles, dont le but était de donner à la réglementation de l'agriculture une nouvelle base plus stable et plus large, à la différence des interventions discrétionnaires du passé. Ce texte préserve cependant l'esprit fondamental des politiques suivies ces dernières années. Des « prix d'achat de soutien » ont été fixés, prix auxquels le Fonds d'État pour l'agriculture doit acheter des quantités fixées à l'avance d'un large éventail de produits, parmi lesquels le blé, le maïs, la betterave sucrière, les pommes de terre, le lait et la viande. Des restrictions à l'exportation ou des mesures visant les importations peuvent être utilisées pour veiller à ce que les prix de ces produits demeurent faibles. En mars 1996, le prix intérieur des céréales était encore inférieur à peu près de moitié au prix sur le marché mondial. Au milieu de 1996, les prix d'un certain nombre de produits, notamment du blé, de la viande de porc, du tabac et des betteraves sucrières, ne couvraient pas les coûts de production<sup>5</sup>. En conséquence, l'allègement et la rationalisation des réglementations régissant les prix et les exportations agricoles demeurent un axe prioritaire de réforme en Bulgarie et doivent faire partie intégrante d'une stratégie d'ensemble visant à favoriser le redressement de l'agriculture et la création de marchés fonciers.

## Notes

1. OCDE-CCET (1996), *Politiques, marchés et échanges agricoles dans les pays en transition*, p. 233.
2. Information communiquée par la Mission résidente de la Banque mondiale à Sofia.
3. OCDE-CCET (1995), p. 36.
4. Information communiquée par la Mission résidente de la Banque mondiale à Sofia.
5. *Bulgarian Business News*, différents numéros de l'été 1996.

Tableau A1. **Budget consolidé du secteur public**

Chiffres effectifs, en millions de leva

	1993	1994	1995	1996 <sup>1</sup>
Recettes	111 264	209 924	314 094	533 318
Recettes fiscales	86 468	167 110	257 943	443 719
<i>dont :</i>				
Impôt sur les bénéfiques	6 714	19 416	33 137	68 989
Impôt sur le revenu	15 008	23 337	36 469	71 377
TVA et droits d'accise	21 736	56 553	82 522	131 936
Droits de douane	9 109	14 802	21 425	36 771
Cotisations sociales	30 074	46 841	69 815	117 757
<i>dont :</i> Caisse d'assurance-chômage	4 374	6 826	10 310	
Autres recettes fiscales	3 827	6 161	14 575	16 889
Autres recettes	18 646	40 021	50 007	81 815
<i>dont :</i> Comptes extrabudgétaires	6 150	2 793	6 144	7 784
Dépenses totales	143 802	240 077	363 689	733 534
Dépenses courantes hors intérêts	110 117	161 217	229 524	379 903
Salaires et traitements	19 048	27 606	40 460	61 968
Entretien et exploitation	19 523	33 616	48 131	75 568
Défense et sécurité	11 986	18 968	31 667	52 299
Subventions	6 458	7 243	9 341	12 846
Dépenses sociales	45 279	68 512	94 642	162 374
<i>dont :</i> Caisse d'assurance-chômage	2 854	3 730	5 950	
Comptes extrabudgétaires	7 823	5 272	5 283	14 848
Investissement	5 727	8 046	9 985	11 441
Solde primaire	1 147	48 707	84 572	153 415
Intérêts de la dette intérieure	24 832	64 251	99 541	294 550
Réforme du secteur financier	1 959	10 825	25 487	
Financement du déficit	22 873	53 426	74 054	
Solde intérieur	-29 412	-23 590	-24 956	-152 576
Intérêts de la dette extérieure	3 126	6 562	24 641	47 641
Déficit (secteur public consolidé)	-32 538	-30 153	-49 595	-200 216
Financement				
Financement extérieur	-3 666	-2 750	-11 713	-36 480
Prêts	210	51	113	13 100
Remboursements de crédits	-3 876	-2 801	-11 826	-49 580
Comptes de compensation		-870		
Remboursements de prêts	-489	-1 377	-7 177	
<i>dont :</i> Paris Club	-429	-379	-3 898	
Arriérés d'intérêts sur les prêts extérieurs	-2 484		-3 385	
Arrangements de l'ancien CAEM	-903	-554	-1 265	
Financement intérieur	36 204	32 902	61 308	236 696
Financement non bancaire, net	3 447	3 886	18 600	23 122
Financement bancaire	32 757	29 016	42 708	213 574
Titres publics	24 831	33 456	51 465	
Émissions	48 773	57 601	106 432	
Remboursement	-23 942	-24 145	-54 967	
Banque nationale bulgare	10 528	7 878	-4 013	
Crédit	12 274	11 100		
Remboursements	-1 746	-32 222	-4 013	
Dépôts	-301	-12 067	-3 960	
Autres banques, net	-2 301	-251	-784	
Financement total	32 538	30 152	49 595	200 216

1. Chiffres provisoires.

Source : Ministère des Finances.



Tableau A2. **Balance des paiements**

Millions de dollars EU

	1991	1992	1993	1994	1995	Janv.-Sept. 1996 <sup>1</sup>
Compte des opérations courantes	-77.0	-360.5	-1 097.9	-31.9	-25.6	-33.7
Biens, services et revenu, net	-146.1	-403.3	-1 134.8	-198.6	-157.6	-128.2
Crédit	4 192.4	5 151.3	4 990.6	5 276.5	6 926.2	4 447.3
Débit	-4 338.5	-5 554.7	-6 125.4	-5 475.1	-7 083.8	-4 575.5
Biens, net <sup>2, 3</sup>	-32	-212.4	-885.4	-16.9	121.0	131.8
Exportations	3 737	3 956.4	3 726.4	3 935.1	5 345.0	3 337.2
Importations	-3 769	-4 168.8	-4 611.9	-3 952.0	-5 224.0	-3 205.4
Services, net <sup>4</sup>	-85.9	-95.4	-57.1	10.8	153.4	122.0
Crédit	399.9	1 069.8	1 171.5	1 256.8	1 431.5	993.2
Débit	-485.8	-1 165.2	-1 228.7	-1 246	-1 278.0	-871.2
Revenu, net <sup>5</sup>	-28.1	-95.6	-192.3	-192.5	-432.0	-382.0
Crédit	55.6	125.1	92.6	84.6	149.8	116.8
Débit	-83.7	-220.7	-284.9	-277.2	-581.8	498.9
Transferts courants, net	69.1	42.9	36.9	166.7	132.0	94.5
Crédit	123.4	114.1	285.9	357.1	256.9	183.5
Débit <sup>6</sup>	-54.3	-71.2	-249	-190.4	-124.9	-89.0
Compte des opérations en capital et compte financier <sup>7</sup>	-153.6	389.7	1 080.9	-40.6	-113.8	58.6
Compte des opérations en capital	0.0	0.0	0.0	763.3	0.0	49.5
Transferts en capital, net	0.0	0.0	0.0	763.3	0.0	49.5
Crédit	0.0	0.0	0.0	763.3	0.0	49.5
Débit	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Compte financier	-153.6	389.7	1 080.9	-803.9	-113.8	9.1
Investissements directs <sup>8</sup>	55.9	41.5	40.0	105.4	98.4	81.6
Investissements de portefeuille	0.0	0.0	0.0	-231.8	-65.8	-183.8
Autres investissements	101.1	939.6	794	-333.8	87.3	-652.5
Avoirs	-191.9	244.3	338.4	-209.2	404.2	-608.1
Prêts	92.4	307.7	285.5	263.1	292.6	258.8
Autorités monétaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Administrations publiques <sup>9</sup>	92.4	307.7	285.5	263.1	292.6	259.1
Banques	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3
Monnaie et dépôts	-284.3	-63.4	52.9	-472.3	171.4	90.7
Autres actifs	0.0	0.0	0.0	0.0	-59.9	-80.7
Autres <sup>10</sup>				0.0	0.0	-877.0

Tableau A2. **Balance des paiements** (suite)

Millions de dollars EU

	1991	1992	1993	1994	1995	Janv.-Sept. 1996 <sup>1</sup>
Engagements	293	695.3	455.6	-124.6	-316.9	-44.4
Prêts <sup>11</sup>	537.5	325.4	28.5	-391.7	-306.4	-214.4
Autorités monétaires	393.1	285.4	45.8	559.1	-240.1	-70.2
Administrations publiques	192.5	172.2	-27.6	-894	-1.9	-40.7
Banques	-48.1	-132.2	10.3	-56.8	-64.4	-101.6
Autres secteurs			-1.9			
Monnaie et dépôts <sup>12</sup>	-244.5	-147.6	-0.1	17.0	-29.8	43.9
Autres engagements	0.0	0.0	0.0	-57.0	33.0	126.1
Autres <sup>13</sup>	0.0	517.5	427.2	307.1	-13.6	0.0
Réserves (augmentation : -)	-310.6	-591.4	247	-343.7	-233.7	763.9
Devises	-310.6	-591.4	239.3	-329.7	-219.0	743.2
Erreurs et omissions, net	230.6	-29.2	17	72.5	139.4	-24.9

N.B. : Conformément à la 5<sup>e</sup> édition du *Manuel de la balance des paiements* du FMI.

1. Chiffres provisoires.
2. Statistiques douanières fournies par l'ISN.
3. Chiffres des règlements fournis par les banques commerciales.

	1991	1992	1993	1994	1995	Janv.-Sept. 1996 <sup>1</sup>
Balance commerciale	-32.0	484.5	-476.7	417.5	182.1	-172.2
Exportations, f.a.b.	3 737.0	5 093.0	4 890.1	9 228.6	8 491.5	2 734.7
Importations, f.a.b.	3 769.0	4 608.5	5 366.8	8 811.0	8 309.4	2 907.0

4. Y compris les transports, estimés par la BNB ; voyages : chiffres estimés par la BNB, sur la base des données fournies par l'ISN ; autres services.
5. Depuis 1995, les données sont calculées sur la base des droits échus, sauf pour les paiements d'intérêts en 1995 ; depuis T3 1996 les chiffres comprennent la rémunération des salariés.
6. Y compris des données communiquées par l'Agence pour l'investissement étranger.
7. Pour les actifs, un signe (-) indique une augmentation des avoirs et un signe (+) indique une diminution ; pour les engagements, un signe (+) indique une augmentation et un signe (-) indique une diminution.
8. Données du ministère des Finances concernant l'investissement direct en Bulgarie.
9. Compte tenu des livraisons de gaz effectuées en application de l'accord de Yamburg.
10. Y compris d'autres actifs à court terme.
11. Depuis 1995, tient compte des paiements et arriérés rééchelonnés.
12. Compte tenu des remboursements sur le compte de compension des banques aux pays de l'ancien CAEM.
13. Y compris les capitaux non classés et les capitaux à court terme, estimés par la BNB.

Source : BNB, Département des études économiques et monétaires, Division de la balance des paiements et de la dette extérieure.

Tableau A3. **Monnaie**  
Fin de période, millions de leva

	1991	1992	1993	1994	1995	Septembre 1996
Avoirs extérieurs, net	-206 901	-239 584	-340 089	-131 710	-10 344	-102 836
Avoirs extérieurs	49 231	71 218	77 458	208 486	254 844	616 663
Moins : Engagements extérieurs	256 132	310 802	417 547	340 196	265 188	719 499
Avoirs intérieurs, net	318 509	398 150	574 161	549 719	594 007	929 309
Crédit intérieur	167 271	254 022	396 278	543 224	628 485	1 208 129
Leva		125 923	214 783	308 301	494 768	539 498
Monnaies convertibles		128 099	181 495	234 923	133 717	668 631
Créances sur l'administration centrale, net	52 994	101 354	193 579	276 727	269 378	494 625
Leva		34 250	103 137	119 963	207 108	301 054
Monnaies convertibles		67 104	90 442	156 764	62 270	193 571
Créances sur des entreprises publiques non financières	104 744	134 827	166 735	189 884	169 023	320 615
Leva	59 395	73 832	75 682	111 725	97 576	102 541
Monnaies convertibles	45 349	60 995	91 053	78 159	71 447	218 074
Créances sur le secteur privé	9 533	17 841	35 964	76 613	190 084	392 889
Leva			25 408	37 525	106 393	135 903
Monnaies convertibles			10 556	39 088	83 691	256 986
Autres postes, net	151 238	144 128	177 883	6 495	-34 478	-278 820
Capitaux et réserves	-28 760	-39 188	-66 664	-170 322	-190 338	-464 067
Réévaluation comptable	183 632	200 574	251 796	111 242	-2 761	-177 670
Autres postes, net	-3 643	-17 258	-7 249	65 575	158 621	362 917
Masse monétaire au sens large	111 608	158 567	234 072	418 009	583 663	826 473
Leva	68 702	117 585	186 468	281 612	424 899	475 704
Monnaies convertibles	42 713	40 542	46 295	133 023	158 764	350 769
Monnaies non convertibles	193	440	1 309	3 374		
Masse monétaire (M1)	26 890	37 833	48 303	75 131	107 886	142 663
Monnaie hors banques	11 866	18 268	25 151	38 498	61 615	85 438
Dépôts à vue	15 024	19 565	23 152	36 633	46 271	57 225
Quasi-monnaie	81 132	117 149	181 619	333 978	463 419	651 749
Dépôts à terme	25 867	59 409	109 966	164 954	255 570	275 370
Dépôts d'épargne	15 945	20 217	28 049	40 851	57 819	51 822
Dépôts en devises	39 320	37 523	43 604	128 173	150 030	324 557
Dépôts à l'importation et dépôts soumis à restrictions	3 586	3 585	4 150	8 900	12 358	31 887

Source : BNB, Monthly Bulletins.

**Tableau A4. Taux d'intérêt**  
Taux effectifs annuels, en pourcentage

	Taux de base	Avances (moins de 3 jours)	Avances (3 jours et plus)	Dépôts non garantis	Marché interbancaire <sup>1</sup>	Lombard <sup>2</sup>	Lombard <sup>3</sup>	Taux réduit client privilégié <sup>4</sup>	Taux commerciaux appliqués aux transactions en leva			Rendement annuel moyen des émissions de titres publics <sup>5</sup>
									Prêts à court terme	Dépôts à terme (1 mois)	Dépôts à vue	
Jan-93	55.93	69.59	88.33	61.65	61.73	55.95		57.05	74.47	53.46	15.81	56.77
Fév-93	60.61	76.19	95.60	66.37	62.12	60.61		63.21	78.90	55.31	16.18	55.68
Mars-93	60.61	76.19	95.60	66.37	64.88	60.61		63.21	81.77	57.32	16.21	54.59
Avr-93	60.61	76.19	95.60	69.78	66.43	60.61		63.21	82.06	57.07	16.02	61.36
Mai-93	60.61	76.19	95.60	69.78	66.28	60.61		63.21	82.24	57.14	16.06	60.33
Juin-93	57.35	90.12	63.84	63.84	59.84	57.35		58.57	77.04	49.18	15.31	53.12
Juil-93	57.35	90.12	63.84	63.84	60.12	57.35		58.57	77.81	49.32	15.56	48.43
Août-93	51.81	64.78	83.04	65.92	56.63	51.81		52.57	76.30	48.79	15.56	55.00
Sep-93	51.81	64.78	83.04	57.72	54.38	51.81		52.57	71.87	45.67	15.33	50.36
Oct-93	51.81	64.78	83.04	58.27	54.66	51.81		52.57	71.81	45.68	15.21	49.54
Nov-93	63.05	138.18	138.18	70.96	68.15	63.05		64.78	81.63	51.22	15.63	56.54
Déc-93	63.05	77.88	97.46	72.53	71.76	63.05		64.78	83.59	53.59	15.56	58.44
Jan-94	68.90	108.95	108.95	88.90	77.66	68.90		71.22	88.65	56.09	15.65	66.52
Fév-94	68.90	108.95	108.95	92.73	75.66	68.90		71.22	87.81	58.12	15.67	65.19
Mars-94	77.96	310.99	310.99	213.84	79.35	77.96		81.30	95.10	60.84	16.04	70.53
Avr-94	77.96	149.50	149.50	127.33	84.45	77.96		81.30	98.17	63.92	16.56	74.79
Mai 94	77.96	149.50	149.50	127.33	85.58	77.96	79.62	81.30	99.78	63.98	16.47	75.35
Juin-94	77.96	116.94	116.94	95.60	84.78	77.96	79.71	81.30	99.93	63.96	16.47	72.69
Juil-94	77.96	116.94	116.94	95.60	87.92	77.96	79.55	81.30	98.56	63.96	16.49	70.64
Août-94	77.96	653.85	653.85	95.60	85.01	77.96	79.55	81.30	97.88	63.99	16.51	71.74
Sep-94	98.33	213.84	213.84	114.92	103.61	93.88	97.25	99.33	110.90	69.10	18.54	82.33
Oct-94	98.33	213.84	213.84	114.92	105.11	93.88	102.80	113.59	117.55	72.21	18.75	81.10
Nov-94	98.33	138.18	138.18	114.92	108.44	93.88	109.62	113.59	118.79	72.31	19.50	87.78
Déc-94	98.33	138.18	138.18	114.92	105.26	93.88	104.78	113.59	117.69	72.37	19.55	92.04

Tableau A4. **Taux d'intérêt** (suite)  
Taux effectifs annuels, en pourcentage

	Taux de base	Avances (moins de 3 jours)	Avances (3 jours et plus)	Dépôts non garantis	Marché interbancaire <sup>1</sup>	Lombard <sup>2</sup>	Lombard <sup>3</sup>	Taux réduit client privilégié <sup>4</sup>	Taux commerciaux appliqués aux transactions en leva			Rendement annuel moyen des émissions de titres publics <sup>5</sup>
									Prêts à court terme	Dépôts à terme (1 mois)	Dépôts à vue	
Janv-95	98.33	138.18	138.18	94.70	106.93	93.88	102.28	113.59	119.89	72.53	19.50	90.55
Fév-95	98.33	138.18	138.18	94.70	106.77	93.88	98.45	113.59	118.96	72.56	19.52	93.07
Mars-95	98.33	138.18	138.18	94.70	106.09	93.88	98.45	113.59	119.54	72.66	19.43	88.81
Avr-95	74.90	112.91	112.91	75.66	87.92	74.90	78.73	77.88	105.96	60.92	18.80	81.75
Mai-95	69.95	81.30	101.22	66.68	75.41	65.95	69.34	67.97	87.30	45.07	16.38	65.75
Juin-95	57.35	71.22	90.12	58.06	67.75	57.35	60.18	58.57	81.31	41.37	15.81	63.03
Juil-95	45.08	57.05	74.52	45.75	53.89	45.08	48.42	45.37	64.65	32.61	14.70	50.21
Août-95	38.59	49.65	66.37	39.23	44.11	38.59	41.81	38.48	52.07	25.32	11.62	39.00
Sep-95	38.59	49.65	66.37	39.23	43.85	38.59	41.16	38.48	53.15	25.33	11.20	41.15
Oct-95	38.59	49.65	66.37	39.23	43.42	38.59	41.16	38.48	51.56	25.33	11.09	42.13
Nov-95	38.59	49.65	66.37	39.23	44.75	38.59	41.16	38.48	52.06	25.27	11.12	42.34
Déc-95	38.59	49.65	66.37	39.23	43.90	38.59	41.16	38.48	51.43	25.29	10.83	42.73
Jan-96	38.59	49.65	66.37	39.23	42.69	38.59	43.71	38.48	50.96	24.98	10.64	42.17
Fév-96	49.09	61.65	79.59	49.77	54.37	49.09	53.61	49.65	60.54	29.36	12.08	53.88
Mars-96	58.76	72.86	91.93	59.47	64.10	58.76	61.61	60.10	71.60	35.25	13.66	61.26
Avr-96	85.79	105.50	127.33	86.59	72.45	85.79	89.00	90.12	78.80	37.75	14.20	63.56
Mai-96	160.14	199.87	262.66	161.17	140.25	160.14	164.27	178.70	163.38	67.80	20.53	127.53
Juin-96	160.14	199.87	262.66	161.17	190.43	160.14	164.27	178.70	205.51	78.81	24.58	133.42
Juil-96	160.14	199.87	262.66	161.17	189.69	160.14	164.27	178.70	203.87	78.40	24.72	152.98
Août-96	160.14	199.87	262.66	161.17	189.58	160.14	164.27	178.70	202.76	78.46	24.62	174.70

1. Plus d'un mois.
2. Contre nantissement en or ou en monnaie convertible.
3. Contre nantissement en titres publics.
4. Prêts à taux réduit (aux emprunteurs de premier rang).
5. Rendement moyen de toutes les émissions au cours du mois respectif; court terme (jusqu'à 1 an).

Source : BNB.

*STATISTIQUES DE BASE :*  
*COMPARAISONS INTERNATIONALES*

**STATISTIQUES DE BASE : COMPARAISONS INTERNATIONALES**

	Unités	Période de référence <sup>1</sup>	Australie	Autriche	Belgique	Canada	Danemark	Finlande	France	Allemagne	Grèce
<b>Population</b>											
Total	Milliers	1994	17 840	8 031	10 124	29 251	5 206	5 088	57 960	81 407	10 430
Densité km <sup>2</sup> de superficie terrestre	Nombre	1994	2	96	332	3	121	15	106	228	79
Accroissement moyen annuel net sur 10 ans	%	1994	1.4	0.6	0.3	1.6	0.2	0.4	0.5	2.9	0.5
<b>Emploi</b>											
Emploi civil (ECN) <sup>2</sup>	Milliers	1994	7 680 (93)	3 737	3 724 (92)	13 292	2 508	2 015	21 781 (93)	35 894	3 790
dont : Agriculture	% de l'ECN	1994	5.3 (93)	7.2	2.6 (92)	4.1	5.1	8.3	5.1 (93)	3.3	20.8
Industrie	% de l'ECN	1994	23.7 (93)	33.2	27.7 (92)	22.6	26.8	26.8	27.7 (93)	37.6	23.6
Services	% de l'ECN	1994	71 (93)	59.6	69.7 (92)	73.3	68.1	64.9	67.2 (93)	59.1	55.5
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>											
Aux prix taux de change courants	Milliards de \$EU	1994	331.6	198.1	227.9	544	146.7	97.2	1 328.5	1 832.3	73.1 (93)
Par habitant	\$EU	1994	18 588	24 670	22 515	18 598	28 181	19 106	22 944	27 826	7 051 (93)
Aux prix courants <sup>3</sup>	Milliards de \$EU	1994	327.9	162.3	204.2	596.7	107	82.5	1 111.8	1 601.7	118
Par habitant	\$EU	1994	18 382	20 210	20 166	20 401	20 546	16 208	19 201	24 325	1 450
Croissance moyenne annuelle, en volume, sur 5 ans	%	1994	2.2	2.5	1.6	1.1	1.9	-1.6	1.1	2.6	1.4 (93)
<b>Formation brute de capital fixe (FBCF)</b>											
	% du PIB	1994	21.4	24.8	17.4	18.7	14.8	14.3	18.1	18.5	17.4 (93)
dont : Machines et autres équipements	% du PIB	1993	9.8	8.7	7.8	6.2	7.2	5.90	8.10	7.5	7.8
Construction de logements	% du PIB	1993	5.2	6.3	4.6	6.1	2.9	3.7	4.9	6.5	3.6
Croissance annuelle, en volume, sur 5 ans	%	1994	0.8	3.7	0.4	-0.1	-2.8	-12.9	-1	0.8	2.7 (93)
<b>Taux d'épargne brute<sup>4</sup></b>											
	% du PIB	1994	16.8	25.3	22	16	17	16.6	19	21	15.5 (93)
<b>Ensemble des administrations publiques</b>											
Dépenses courantes en biens et services	% du PIB	1994	17.5	18.8	15	20.2	25.3	22.4	19.6	17.7	19.1 (93)
Emplois courants <sup>5</sup>	% du PIB	1993	36.9	48.4	55.3	49	61.1	58.9	51.5	45.6	51.2
Ressources courantes	% du PIB	1993	33.5	48.6	50.1	43	58.3	52.5	46.8	45.7	40.2
<b>Apports nets d'aide publique au développement</b>											
	% du PNB	1993	0.34	0.31	0.41	0.46	1.03	0.76	0.66	0.44	..
<b>Indicateurs du niveau de vie</b>											
Consommation privée par habitant <sup>3</sup>	\$EU	1993	10 803	10 546	12 090	11 863	10 042	8 814	11 395	10 733	6 367
Voitures de tourisme pour 1 000 habitants	Nombre	1990	430	382	387	469	311	386	413	480 <sup>8</sup>	169
Postes de téléphone pour 1 000 habitants	Nombre	1991	464	432	410	586	577	544	511	420 <sup>8</sup>	413
Postes de télévision pour 1 000 habitants	Nombre	1991	480	478	451	639	536	501	407	556 <sup>8</sup>	197
Médecins pour 1 000 habitants	Nombre	1993	2.2 (91)	2.3	3.7	2.2	2.8 (92)	2.6 (92)	2.8	3.2 (92)	3.8 (92)
Mortalité infantile pour 1 000 naissances vivantes	Nombre		6.1	6.5	8	6.8	5.4	4.4	6.5	5.8	8.5
<b>Salaires et prix (accroissement annuel moyen sur 5 ans)</b>											
Salaires (gains ou taux selon la disponibilité)	%	1994	3	5.5	3.7	3.3	3.5	4.8	3.5	5.2	14.6
Prix à la consommation	%	1994	3	3.4	2.8	2.8	2.1	3.3	2.5	3.3	16.2
<b>Commerce extérieur</b>											
Exportations de marchandises, fob <sup>*</sup>	Millions de \$EU	1994	47 363	44 881	137 259 <sup>7</sup>	165 358	41 850	29 514	235 337	422 243	8 958
En pourcentage du PIB	%	1994	14.3	22.7	60.2	30.4	28.5	30.4	17.7	23	11.5 (93)
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	1994	5	6.7	6.5	7.1	8.3	4.9	5.6	4.4	3.4
Importations de marchandises, caf <sup>*</sup>	Millions de \$EU	1994	49 731	55 071	126 006 <sup>7</sup>	148 297	35 932	23 091	220 508	376 566	21 111
En pourcentage du PIB	%	1994	15	27.8	55.3	27.3	24.5	23.8	16.6	20.6	30.1 (93)
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	1994	4	7.2	5	5.4	6.1	-1.3	3.5	6.9	5.4
<b>Réserves officielles totales<sup>6</sup></b>											
En ratio des importations mensuelles de marchandises	Ratio	1994	7 730	11 523	9 505 <sup>7</sup>	8 416	6 203	7 304	17 986	52 994	9 924
		1994	1.9	2.5	0.9	0.7	2.1	3.8	1	1.7	5.6

\* Aux prix et taux de change courants.

1. Sauf indication contraire.

2. Suivant définition retenue dans *Statistiques de la population active* de l'OCDE.

3. Converti à l'aide des Parités de Pouvoir d'Achat (PPA) courantes.

4. Épargne brute = Revenu national disponible moins consommation privée et consommation des administrations publiques.

5. Emplois courants = Dépenses courantes en biens et services plus les changements courants et le revenu de la propriété.

6. L'or compris dans les réserves est évalué à 35 DTS l'once. Situation en fin d'année.

7. Données relatives à l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

8. Les données se réfèrent à l'Allemagne occidentale.

9. Se réfèrent au secteur public y compris les entreprises publiques.

10. Y compris les constructions non résidentielles.

Sources : Population et emploi : *Statistiques de la population active*, OCDE. PIB, FBCF et administrations publiques : *Comptes nationaux*, vol. 1, OCDE, et *Perspectives économiques de l'OCDE*, Statistiques. Indicateurs du niveau de vie : publications nationales diverses. Salaires et prix : *Principaux indicateurs économiques*, OCDE. Commerce extérieur : *Statistiques mensuelles du commerce extérieur*, OCDE.

Réserves officielles totales : *Statistiques financières internationales*, FMI.

**STATISTIQUES DE BASE : COMPARAISONS INTERNATIONALES (suite)**

	Unités	Période de référence <sup>1</sup>	Islande	Irlande	Italie	Japon	Luxembourg	Mexique	Pays-Bas	Nouvelle-Zélande
<b>Population</b>										
Total	Milliers	1994	267	3 571	57 190	124 960	398	93 010	15 382	3 526
Densité km <sup>2</sup> de superficie terrestre	Nombre	1994	3	51	190	331	153	47	377	13
Accroissement moyen annuel net sur 10 ans	%	1994	1.1	0.1	0	0.4	0.8	2	0.6	0.8
<b>Emploi</b>										
Emploi civil (ECN) <sup>2</sup>	Milliers	1994	138	1 168 (93)	20 152 (93)	64 530	162 (91)	32 439	6 631	1 560
dont : Agriculture	% de l'ECN	1994	9.4	12.7 (93)	7.5 (93)	5.8	3.7 (91)	25.8	4	10.4
Industrie	% de l'ECN	1994	26.1	27.7 (93)	33 (93)	34	31.5 (91)	22.2	23	25
Services	% de l'ECN	1994	65.2	59.7 (93)	59.6 (93)	60.2	64.8 (91)	52.1	73	64.6
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>										
Aux prix taux de change courants	Milliards de \$EU	1994	6.2	52	1 017.8	4 590	10.6 (92)	371.2	334.3	51.2
Par habitant	\$EU	1994	23 199	14 550	17 796	36 732	27 073 (92)	3 991	21 733	14 513
Aux prix courants <sup>3</sup>	Milliards de \$EU	1994	5.1	54.3	1 068.4	2 593.7	11.7	673.3	285.9	57.3
Par habitant	\$EU	1994	19 271	15 212	18 681	20 756	29 454	7 239	18 589	16 248
Croissance moyenne annuelle, en volume, sur 5 ans	%	1994	0.6	4.7	1	2.1	4.1 (92)	3	2.3	2.5
<b>Formation brute de capital fixe (FBCF)</b>										
	% du PIB	1994	15.2	15.1	16.4	28.6	20.4 (93)	20.7	19.3	20
dont : Machines et autres équipements	% du PIB	1993	3.9	6.3	7.4	11.5	..	9.4	8.6	9.3
Construction de logements	% du PIB	1993	4.4	4.1	5.3	5.4	..	4.9	5.1	4.9
Croissance annuelle, en volume, sur 5 ans	%	1994	-4	1	-2.3	1.4	6.5 (92)	7.7	0.4	5.8
<b>Taux d'épargne brute<sup>4</sup></b>										
	% du PIB	1994	16.9	19.5	18.8	31.2	60.2 (92)	15.1	24.4	20.7
<b>Ensemble des administrations publiques</b>										
Dépenses courantes en biens et services	% du PIB	1994	20.6	16	17.1	9.8	17.1 (92)	11.8 <sup>9</sup>	14.2	14.7
Emplois courants <sup>5</sup>	% du PIB	1993	34.9	..	53.2	26.9	..	..	55.4	..
Ressources courantes	% du PIB	1993	35.9	..	47.1	32.9	..	..	54.5	..
<b>Apports nets d'aide publique au développement</b>										
	% du PNB	1993	..	0.15	0.42	0.27	0.34 (92)	..	0.88	0.22
<b>Indicateurs du niveau de vie</b>										
Consommation privée par habitant <sup>3</sup>	\$EU	1993	11 546	7 750	11 029	11 791	15 545	4 853	10 726	9 266
Voitures de tourisme pour 1 000 habitants	Nombre	1990	464	228	478	282	470	85	356	440
Postes de téléphone pour 1 000 habitants	Nombre	1991	527	300	400	454	511	70	477	436
Postes de télévision pour 1 000 habitants	Nombre	1991	319	276	421	613	267	148	485	443
Médecins pour 1 000 habitants	Nombre	1993	3	1.7 (92)	1.7 (91)	1.7 (92)	2.1 (92)	1	2.5 (90)	2
Mortalité infantile pour 1 000 naissances vivantes	Nombre		4.8	5.9	7.3	4.5 (92)	8.5 (92)	18	6.3	7.3
<b>Salaires et prix (accroissement annuel moyen sur 5 ans)</b>										
Salaires (gains ou taux selon la disponibilité)	%	1994	..	4.6	5.9	2.4	..	5.3	3.2	2.1
Prix à la consommation	%	1994	6.3	2.7	5.2	2	3.1	16.1	2.8	2.5
<b>Commerce extérieur</b>										
Exportations de marchandises, fob <sup>6</sup>	Millions de \$EU	1994	1 628	34 125	189 802	396 149	..	60 882	155 084	12 169
En pourcentage du PIB	%	1994	26.3	65.7	18.6	8.6	..	16.4	46.4	23.8
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	1994	2.7	10.5	6.2	7.6	..	21.7	7.6	6.5
Importations de marchandises, caf <sup>6</sup>	Millions de \$EU	1994	1 464	25 812	167 690	274 916	..	79 346	139 800	11 859
En pourcentage du PIB	%	1994	23.6	49.7	16.5	6	..	21.4	41.8	23.2
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	1994	0.7	8.1	1.9	5.5	..	25.5	6.1	6.1
<b>Réserves officielles totale<sup>6</sup></b>										
En ratio des importations mensuelles de marchandises	Ratio	1994	201	4 189	22 102	86 214	..	4 301	23 655	2 540
		1994	1.6	1.9	1.6	3.8	..	0.7	2	2.6

\* Aux prix et taux de change courants.

1. Sauf indication contraire.

2. Suivant définition retenue dans *Statistiques de la population active* de l'OCDE.

3. Converti à l'aide des Parités de Pouvoir d'Achat (PPA) courantes.

4. Épargne brute = Revenu national disponible moins consommation privée et consommation des administrations publiques.

5. Emplois courants = Dépenses courantes en biens et services plus les changements courants et le revenu de la propriété.

6. L'or compris dans les réserves est évalué à 35 DTS l'once. Situation en fin d'année.

7. Données relatives à l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

8. Les données se réfèrent à l'Allemagne occidentale.

9. Se réfèrent au secteur public y compris les entreprises publiques.

10. Y compris les constructions non résidentielles.

Sources : Population et emploi : *Statistiques de la population active*, OCDE. PIB, FBCF et administrations publiques : *Comptes nationaux*, vol. 1, OCDE, et *Perspectives économiques de l'OCDE*, Statistiques. Indicateurs du niveau de vie : publications nationales diverses. Salaires et prix : *Principaux indicateurs économiques*, OCDE. Commerce extérieur : *Statistiques mensuelles du commerce extérieur*, OCDE. Réserves officielles totales : *Statistiques financières internationales*, FMI.



## STATISTIQUES DE BASE : COMPARAISONS INTERNATIONALES (suite)

	Unités	Période de référence <sup>1</sup>	Norvège	Portugal	Espagne	Suède	Suisse	Turquie	Royaume-Uni	États-Unis
<b>Population</b>										
Total	Milliers	1994	4 337	9 900	39 150	8 781	6 994	60 573	58 375	260 651
Densité km <sup>2</sup> de superficie terrestre	Nombre	1994	13	107	78	20	169	78	238	28
Accroissement moyen annuel net sur 10 ans	%	1994	0.5	-0.1	0.2	0.5	0.7	2.1	0.3	1
<b>Emploi</b>										
Emploi civil (ECN) <sup>2</sup>	Milliers	1994	1970 (93)	4 372	11 760	3 926	3 772	19 664	25 044 (93)	123 060
dont : Agriculture	% de l'ECN	1994	5.6 (93)	11.5	9.8	3.4	4	44.8	2.2 (93)	2.9
Industrie	% de l'ECN	1994	23.1 (93)	32.8	30.1	25	28.8	22.2	26.2 (93)	24
Services	% de l'ECN	1994	71.3 (93)	55.7	60.2	71.6	67.2	33	71.6 (93)	73.1
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>										
Aux prix taux de change courants	Milliards de \$EU	1994	103.4 (93)	87	482.4	196.6	257.3	130.7	1 019.5	6 649.8
Par habitant	\$EU	1994	23 984 (93)	8 792	12 321	22 389	36 790	2 157	17 468	25 512
Aux prix courants <sup>3</sup>	Milliards de \$EU	1994	95.3	122	531.7	153	167.4	319.3	1 030.2	6 649.8
Par habitant	\$EU	1994	21 968	12 335	13 581	17 422	23 942	5 271		
Croissance moyenne annuelle, en volume, sur 5 ans	%	1994	2.1 (93)	1.4	1.5	-0.3	0.5	3.6	0.8	2.1
<b>Formation brute de capital fixe (FBCF)</b>										
	% du PIB	1994	22 (93)	25.7	19.8	13.7	22.8	24.5	15	17.2
dont : Machines et autres équipements	% du PIB	1993	..	..	5.7	5.7	7.5	10.3	7.3	7.7
Construction de logements	% du PIB	1993	..	..	4.1	4	14.9 <sup>10</sup>	9.1	3.1	4
Croissance annuelle, en volume, sur 5 ans	%	1994	-3.93	2.7	-1.2	-7.6	-0.4	5.1	-2.1	4.6
<b>Taux d'épargne brute<sup>4</sup></b>										
	% du PIB	1994	21.9 (93)	24.2	18.8	13.7	29.3	22.5	13.5	16.2
<b>Ensemble des administrations publiques</b>										
Dépenses courantes en biens et services	% du PIB	1994	22.1 (93)	17.2	16.9	27.3	14.1	11.7	21.6	16.4
Emplois courants <sup>5</sup>	% du PIB	1993	..	..	43.7	67.3	36.7	..	42.7	35.8
Ressources courantes	% du PIB	1993	..	..	40.1	59	36	..	36.8	31.7
<b>Apports nets d'aide publique au développement</b>										
	% du PNB	1993	1.23	0.36	0.32	1.33	0.49	..	0.34	0.19
<b>Indicateurs du niveau de vie</b>										
Consommation privée par habitant <sup>3</sup>	\$EU	1993	9 826	7 780	8 412	9 240	13 730	3 617	10 942	16 444
Voitures de tourisme pour 1 000 habitants	Nombre	1990	378	260	307	418	441	29	361	568
Postes de téléphone pour 1 000 habitants	Nombre	1991	515	273	340	687	603	143	445	553
Postes de télévision pour 1 000 habitants	Nombre	1991	423	187	400	468	406	175	434	814
Médecins pour 1 000 habitants	Nombre	1993	3.2 (92)	2.9	4.1	3	3	0.9	1.5 (92)	2.3 (92)
Mortalité infantile pour 1 000 naissances vivantes	Nombre		5	8.7	7.6	4.8	5.6	52.6	6.6	8.5 (92)
<b>Salaires et prix (accroissement annuel moyen sur 5 ans)</b>										
Salaires (gains ou taux selon la disponibilité)	%	1994	4	..	7.2	5.4	..	..	6.7	2.8
Prix à la consommation	%	1994	2.7	9	5.6	5.7	3.9	73	4.6	3.6
<b>Commerce extérieur</b>										
Exportations de marchandises, fob <sup>6</sup>	Millions de \$EU	1994	34 645	17 072	73 129	61 122	70 467	18 456	205 170	512 627
En pourcentage du PIB	%	1994	30.9 (93)	19.6	15.2	31.1	27.4	14.1	20.1	7.7
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	1994	5	6.1	10.5	3.4	6.4	9.5	6.1	7.1
Importations de marchandises, caf <sup>6</sup>	Millions de \$EU	1994	27 345	25 967	92 182	51 730	68 126	22 976	227 026	663 256
En pourcentage du PIB	%	1994	23.3 (93)	29.9	19.1	26.3	26.5	17.6	22.3	10
Accroissement annuel moyen sur 5 ans	%	1994	2.9	6.6	5.2	1	3.2	37.9	2.8	7
<b>Réserves officielles totale<sup>6</sup></b>										
	Millions de DTS	1994	13 033	10 627	28 475	15 929	23 790	4 911	28 094	43 350
En ratio des importations mensuelles de marchandises	Ratio	1994	5.7	4.9	3.7	3.7	4.2	2.6	1.5	0.8

\* Aux prix et taux de change courants.

1. Sauf indication contraire.

2. Suivant définition retenue dans *Statistiques de la population active* de l'OCDE.

3. Converti à l'aide des Parités de Pouvoir d'Achat (PPA) courantes.

4. Épargne brute = Revenu national disponible moins consommation privée et consommation des administrations publiques.

5. Emplois courants = Dépenses courantes en biens et services plus les changements courants et le revenu de la propriété.

6. L'or compris dans les réserves est évalué à 35 DTS l'once. Situation en fin d'année.

7. Données relatives à l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

8. Les données se réfèrent à l'Allemagne occidentale.

9. Se réfèrent au secteur public y compris les entreprises publiques.

10. Y compris les constructions non résidentielles.

Sources : Population et emploi : *Statistiques de la population active*, OCDE. PIB, FBCF et administrations publiques : *Comptes nationaux*, vol. 1, OCDE, et *Perspectives économiques de l'OCDE*, Statistiques. Indicateurs du niveau de vie : publications nationales diverses. Salaires et prix : *Principaux indicateurs économiques*, OCDE. Commerce extérieur : *Statistiques mensuelles du commerce extérieur*, OCDE. Réserves officielles totales : *Statistiques financières internationales*, FMI.

**MAIN SALES OUTLETS OF OECD PUBLICATIONS  
PRINCIPAUX POINTS DE VENTE DES PUBLICATIONS DE L'OCDE**

**AUSTRALIA – AUSTRALIE**

D.A. Information Services  
648 Whitehorse Road, P.O.B 163  
Mitcham, Victoria 3132 Tel. (03) 9210.7777  
Fax: (03) 9210.7788

**AUSTRIA – AUTRICHE**

Gerold & Co.  
Graben 31  
Wien I Tel. (0222) 533.50.14  
Fax: (0222) 512.47.31.29

**BELGIUM – BELGIQUE**

Jean De Lannoy  
Avenue du Roi, Koningslaan 202  
B-1060 Bruxelles Tel. (02) 538.51.69/538.08.41  
Fax: (02) 538.08.41

**CANADA**

Renouf Publishing Company Ltd.  
5369 Canotek Road  
Unit 1  
Ottawa, Ont. K1J 9J3 Tel. (613) 745.2665  
Fax: (613) 745.7660

**Stores:**

71 1/2 Sparks Street  
Ottawa, Ont. K1P 5R1 Tel. (613) 238.8985  
Fax: (613) 238.6041

12 Adelaide Street West  
Toronto, ON M5H 1L6 Tel. (416) 363.3171  
Fax: (416) 363.5963

Les Éditions La Liberté Inc.  
3020 Chemin Sainte-Foy  
Sainte-Foy, PQ G1X 3V6 Tel. (418) 658.3763  
Fax: (418) 658.3763

Federal Publications Inc.  
165 University Avenue, Suite 701  
Toronto, ON M5H 3B8 Tel. (416) 860.1611  
Fax: (416) 860.1608

Les Publications Fédérales  
1185 Université  
Montréal, QC H3B 3A7 Tel. (514) 954.1633  
Fax: (514) 954.1635

**CHINA – CHINE**

Book Dept., China National Publications  
Import and Export Corporation (CNPIEC)  
16 Gongti E. Road, Chaoyang District  
Beijing 100020 Tel. (10) 6506-6688 Ext. 8402  
(10) 6506-3101

**CHINESE TAIPEI – TAIPEI CHINOIS**

Good Faith Worldwide Int'l. Co. Ltd.  
9th Floor, No. 118, Sec. 2  
Chung Hsiao E. Road  
Taipei Tel. (02) 391.7396/391.7397  
Fax: (02) 394.9176

**CZECH REPUBLIC –  
RÉPUBLIQUE TCHÈQUE**

National Information Centre  
NIS – prodejna  
Konviktská 5  
Praha 1 – 113 57 Tel. (02) 24.23.09.07  
Fax: (02) 24.22.94.33

E-mail: nkposp@dec.niz.cz  
Internet: http://www.nis.cz

**DENMARK – DANEMARK**

Munksgaard Book and Subscription Service  
35, Nørre Søgade, P.O. Box 2148  
DK-1016 København K Tel. (33) 12.85.70  
Fax: (33) 12.93.87

J. H. Schultz Information A/S,  
Herstedvang 12,  
DK – 2620 Albertslung Tel. 43 63 23 00  
Fax: 43 63 19 69

Internet: s-info@inet.uni.c.dk

**EGYPT – ÉGYPTÉ**

The Middle East Observer  
41 Sherif Street  
Cairo Tel. (2) 392.6919  
Fax: (2) 360.6804

**FINLAND – FINLANDE**

Akateeminen Kirjakauppa  
Keskuskatu 1, P.O. Box 128  
00100 Helsinki

Subscription Services/Agence d'abonnements :  
P.O. Box 23  
00100 Helsinki Tel. (358) 9.121.4403  
Fax: (358) 9.121.4450

**\*FRANCE  
OECD/OCDE**

Mail Orders/Commandes par correspondance :  
2, rue André-Pascal  
75775 Paris Cedex 16 Tel. 33 (0)1.45.24.82.00  
Fax: 33 (0)1.49.10.42.76  
Telex: 640048 OCDE

Internet: Compte.PUBSINQ@oecd.org

Orders via Minitel, France only/  
Commandes par Minitel, France  
exclusivement : 36 15 OCDE

OECD Bookshop/Librairie de l'OCDE :  
33, rue Octave-Feuillet  
75016 Paris Tel. 33 (0)1.45.24.81.81  
33 (0)1.45.24.81.67

Dawson  
B.P. 40  
91121 Palaiseau Cedex Tel. 01.89.10.47.00  
Fax: 01.64.54.83.26

Documentation Française  
29, quai Voltaire  
75007 Paris Tel. 01.40.15.70.00

Economica  
49, rue Héricart  
75015 Paris Tel. 01.45.78.12.92  
Fax: 01.45.75.05.67

Gibert Jeune (Droit-Économie)  
6, place Saint-Michel  
75006 Paris Tel. 01.43.25.91.19

Librairie du Commerce International  
10, avenue d'Iéna  
75016 Paris Tel. 01.40.73.34.60

Librairie Dunod  
Université Paris-Dauphine  
Place du Maréchal-de-Lattre-de-Tassigny  
75016 Paris Tel. 01.44.05.40.13

Librairie Lavoisier  
11, rue Lavoisier  
75008 Paris Tel. 01.42.65.39.95

Librairie des Sciences Politiques  
30, rue Saint-Guillaume  
75007 Paris Tel. 01.45.48.36.02

P.U.F.  
49, boulevard Saint-Michel  
75005 Paris Tel. 01.43.25.83.40

Librairie de l'Université  
12a, rue Nazareth  
13100 Aix-en-Provence Tel. 04.42.26.18.08

Documentation Française  
165, rue Garibaldi  
69003 Lyon Tel. 04.78.63.32.23

Librairie Decitre  
29, place Bellecour  
69002 Lyon Tel. 04.72.40.54.54

Librairie Sauramps  
Le Triangle  
34967 Montpellier Cedex 2 Tel. 04.67.58.85.15  
Fax: 04.67.58.27.36

A la Sorbonne Actual  
23, rue de l'Hôtel-des-Postes  
06000 Nice Tel. 04.93.13.77.75  
Fax: 04.93.80.75.69

**GERMANY – ALLEMAGNE**

OECD Bonn Centre  
August-Bebel-Allee 6  
D-53175 Bonn Tel. (0228) 959.120  
Fax: (0228) 959.12.17

**GREECE – GRÈCE**

Librairie Kauffmann  
Stadiou 28  
10564 Athens Tel. (01) 32.55.321  
Fax: (01) 32.30.320

**HONG-KONG**

Swindon Book Co. Ltd.  
Astoria Bldg. 3F  
34 Ashley Road, Tsimshatsui  
Kowloon, Hong Kong Tel. 2376.2062  
Fax: 2376.0685

**HUNGARY – HONGRIE**

Euro Info Service  
Margitsziget, Európa Ház  
1138 Budapest Tel. (1) 111.60.61  
Fax: (1) 302.50.35  
E-mail: euroinfo@mail.matav.hu  
Internet: http://www.euroinfo.hu/index.html

**ICELAND – ISLANDE**

Mál og Menning  
Laugavegi 18, Pósthólf 392  
121 Reykjavík Tel. (1) 552.4240  
Fax: (1) 562.3523

**INDIA – INDE**

Oxford Book and Stationery Co.  
Scindia House  
New Delhi 110001 Tel. (11) 331.5896/5308  
Fax: (11) 332.2639  
E-mail: oxford.publ@access.net.in

17 Park Street  
Calcutta 700016 Tel. 240832

**INDONESIA – INDONÉSIE**

Pdii-Lipi  
P.O. Box 4298  
Jakarta 12042 Tel. (21) 573.34.67  
Fax: (21) 573.34.67

**IRELAND – IRLANDE**

Government Supplies Agency  
Publications Section  
4/5 Harcourt Road  
Dublin 2 Tel. 661.31.11  
Fax: 475.27.60

**ISRAEL – ISRAËL**

Praedicta  
5 Shatner Street  
P.O. Box 34030  
Jerusalem 91430 Tel. (2) 652.84.90/1/2  
Fax: (2) 652.84.93

R.O.Y. International  
P.O. Box 13056  
Tel Aviv 61130 Tel. (3) 546 1423  
Fax: (3) 546 1442  
E-mail: royil@netvision.net.il

Palestinian Authority/Middle East:  
INDEX Information Services  
P.O.B. 19502  
Jerusalem Tel. (2) 627.16.34  
Fax: (2) 627.12.19

**ITALY – ITALIE**

Libreria Commissionaria Sansoni  
Via Duca di Calabria, 1/1  
50125 Firenze Tel. (055) 64.54.15  
Fax: (055) 64.12.57  
E-mail: licosa@ftbcc.it

Via Bartolini 29  
20155 Milano Tel. (02) 36.50.83

Editrice e Libreria Herder  
Piazza Montecitorio 120  
00186 Roma Tel. 679.46.28  
Fax: 678.47.51

Libreria Hoepfli  
Via Hoepfli 5  
20121 Milano  
Tel. (02) 86.54.46  
Fax: (02) 805.28.86

Libreria Scientifica  
Dott. Lucio de Biasio 'Aeiou'  
Via Coronelli, 6  
20146 Milano  
Tel. (02) 48.95.45.52  
Fax: (02) 48.95.45.48

**JAPAN – JAPON**  
OECD Tokyo Centre  
Landic Akasaka Building  
2-3-4 Akasaka, Minato-ku  
Tokyo 107  
Tel. (81.3) 3586.2016  
Fax: (81.3) 3584.7929

**KOREA – CORÉE**  
Kyobo Book Centre Co. Ltd.  
P.O. Box 1658, Kwang Hwa Moon  
Seoul  
Tel. 730.78.91  
Fax: 735.00.30

**MALAYSIA – MALAISIE**  
University of Malaya Bookshop  
University of Malaya  
P.O. Box 1127, Jalan Pantai Baru  
59700 Kuala Lumpur  
Malaysia  
Tel. 756.5000/756.5425  
Fax: 756.3246

**MEXICO – MEXIQUE**  
OECD Mexico Centre  
Edificio INFOTEC  
Av. San Fernando no. 37  
Col. Toriello Guerra  
Tlalpan C.P. 14050  
Mexico D.F.  
Tel. (525) 528.10.38  
Fax: (525) 606.13.07  
E-mail: ocdc@rtn.net.mx

**NETHERLANDS – PAYS-BAS**  
SDU Uitgeverij Plantijnstraat  
Externe Fondsen  
Postbus 20014  
2500 EA's-Gravenhage  
Voor bestellingen:  
Tel. (070) 37.89.880  
Fax: (070) 34.75.778

Subscription Agency/Agence d'abonnements :  
**SWETS & ZEITLINGER BV**  
Heereweg 347B  
P.O. Box 830  
2160 SZ Lisse  
Tel. 252.435.111  
Fax: 252.415.888

**NEW ZEALAND – NOUVELLE-ZÉLANDE**  
GPLegislation Services  
P.O. Box 12418  
Thorndon, Wellington  
Tel. (04) 496.5655  
Fax: (04) 496.5698

**NORWAY – NORVÈGE**  
NIC INFO A/S  
Ostensjoveien 18  
P.O. Box 6512 Etterstad  
0606 Oslo  
Tel. (22) 97.45.00  
Fax: (22) 97.45.45

**PAKISTAN**  
Mirza Book Agency  
65 Shahrah Quaid-E-Azam  
Lahore 54000  
Tel. (42) 735.36.01  
Fax: (42) 576.37.14

**PHILIPPINE – PHILIPPINES**  
International Booksources Center Inc.  
Rm 179/920 Cityland 10 Condo Tower 2  
HV dela Costa Ext cor Valero St.  
Makati Metro Manila  
Tel. (632) 817 9676  
Fax: (632) 817 1741

**POLAND – POLOGNE**  
Ars Polona  
00-950 Warszawa  
Krakowskie Przedmiescie 7  
Tel. (22) 264760  
Fax: (22) 265334

**PORTUGAL**  
Livraria Portugal  
Rua do Carmo 70-74  
Apart. 2681  
1200 Lisboa  
Tel. (01) 347.49.82/5  
Fax: (01) 347.02.64

**SINGAPORE – SINGAPOUR**  
Ashgate Publishing  
Asia Pacific Pte. Ltd  
Golden Wheel Building, 04-03  
41, Kallang Pudding Road  
Singapore 349316  
Tel. 741.5166  
Fax: 742.9356

**SPAIN – ESPAGNE**  
Mundi-Prensa Libros S.A.  
Castelló 37, Apartado 1223  
Madrid 28001  
Tel. (91) 431.33.99  
Fax: (91) 575.39.98  
E-mail: mundiprensa@tsai.es  
Internet: <http://www.mundiprensa.es>

Mundi-Prensa Barcelona  
Consell de Cent No. 391  
08009 – Barcelona  
Tel. (93) 488.34.92  
Fax: (93) 487.76.59

Libreria de la Generalitat  
Palau Moja  
Rambla dels Estudis, 118  
08002 – Barcelona  
(Suscripciones) Tel. (93) 318.80.12  
(Publicaciones) Tel. (93) 302.67.23  
Fax: (93) 412.18.54

**SRI LANKA**  
Centre for Policy Research  
c/o Colombo Agencies Ltd.  
No. 300-304, Galle Road  
Colombo 3  
Tel. (1) 574240, 573551-2  
Fax: (1) 575394, 510711

**SWEDEN – SUÈDE**  
CE Fritzes AB  
S-106 47 Stockholm  
Tel. (08) 690.90.90  
Fax: (08) 20.50.21

For electronic publications only/  
Publications électroniques seulement  
**STATISTICS SWEDEN**  
Informationsservice  
S-115 81 Stockholm  
Tel. 8 783 5066  
Fax: 8 783 4045

Subscription Agency/Agence d'abonnements :  
Wennergren-Williams Info AB  
P.O. Box 1305  
171 25 Solna  
Tel. (08) 705.97.50  
Fax: (08) 27.00.71

Liber distribution  
International organizations  
Fagerstagatan 21  
S-163 52 Spanga

**SWITZERLAND – SUISSE**  
Maditec S.A. (Books and Periodicals/Livres  
et périodiques)  
Chemin des Palettes 4  
Case postale 266  
1020 Renens VD 1  
Tel. (021) 635.08.65  
Fax: (021) 635.07.80

Librairie Payot S.A.  
4, place Pépînet  
CP 3212  
1002 Lausanne  
Tel. (021) 320.25.11  
Fax: (021) 320.25.14

Librairie Unilivres  
6, rue de Candolle  
1205 Genève  
Tel. (022) 320.26.23  
Fax: (022) 329.73.18

Subscription Agency/Agence d'abonnements :  
Dynamapre Marketing S.A.  
38, avenue Vibert  
1227 Carouge  
Tel. (022) 308.08.70  
Fax: (022) 308.07.99

See also – Voir aussi :  
OECD Bonn Centre  
August-Bebel-Allee 6  
D-53175 Bonn (Germany) Tel. (0228) 959.120  
Fax: (0228) 959.12.17

**THAILAND – THAÏLANDE**  
Suksit Siam Co. Ltd.  
113, 115 Fuang Nakhon Rd.  
Opp. Wat Rajbopith  
Bangkok 10200  
Tel. (662) 225.9531/2  
Fax: (662) 222.5188

**TRINIDAD & TOBAGO, CARIBBEAN TRINITE-ET-TOBAGO, CARAÏBES**  
Systematics Studies Limited  
9 Watts Street  
Curepe  
Trinidad & Tobago, W.I. Tel. (1809) 645.3475  
Fax: (1809) 662.5654  
E-mail: tobe@trinidad.net

**TUNISIA – TUNISIE**  
Grande Librairie Spécialisée  
Fendri Ali  
Avenue Haffouz Imm El-Intilaka  
Bloc B 1 Sfax 3000  
Tel. (216-4) 296 855  
Fax: (216-4) 298.270

**TURKEY – TURQUIE**  
Kültür Yayinlari Is-Türk Ltd.  
Attatürk Bulvari No. 191/Kat 13  
06684 Kavaklıdere/Ankara  
Tel. (312) 428.11.40 Ext. 2458  
Fax : (312) 417.24.90

Dolmabahce Cad. No. 29  
Besiktas/Istanbul  
Tel. (212) 260 7188

**UNITED KINGDOM – ROYAUME-UNI**  
The Stationery Office Ltd.  
Postal orders only:  
P.O. Box 276, London SW8 5DT  
Gen. enquiries  
Tel. (171) 873 0011  
Fax: (171) 873 8463

The Stationery Office Ltd.  
Postal orders only:  
49 High Holborn, London WC1V 6HB  
Branches at: Belfast, Birmingham, Bristol,  
Edinburgh, Manchester

**UNITED STATES – ÉTATS-UNIS**  
OECD Washington Center  
2001 L Street N.W., Suite 650  
Washington, D.C. 20036-4922  
Tel. (202) 785.6323  
Fax: (202) 785.0350

Internet: [washcont@oecd.org](mailto:washcont@oecd.org)

Subscriptions to OECD periodicals may also be placed through main subscription agencies.

Les abonnements aux publications périodiques de l'OCDE peuvent être souscrits auprès des principales agences d'abonnement.

Orders and inquiries from countries where Distributors have not yet been appointed should be sent to: OECD Publications, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

Les commandes provenant de pays où l'OCDE n'a pas encore désigné de distributeur peuvent être adressées aux Éditions de l'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

12-1996

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16

IMPRIMÉ EN FRANCE

(10 97 35 2 P) ISBN 92-64-25426-9 – n° 49344 1997

ISSN 0304-3363