

***POLITIQUES MONÉTAIRES  
ET INTÉGRATION EUROPÉENNE  
LE CAS DE DEUX PAYS DES BALKANS\****

*NIKOLAY NENOVSKY, KIRIL TOCHKOV ET CAMELIA TURCU*

Professeur des Universités, Université de Picardie – CRIISEA (Centre de Recherche sur l'Industrie, les Institutions, et les Systèmes Économiques d'Amiens) ; nenovsky@gmail.com

Maître de Conférences, Texas Christian University (États-Unis) ; k.tochkov@tcu.edu

Maître de Conférences, Université d'Orléans – LEO (Laboratoire d'Économie d'Orléans, CNRS-UMR 7322) ; camelia.turcu@univ-orleans.fr

**Résumé** : La comparaison des politiques économiques adoptées par la Roumanie et la Bulgarie de la fin du régime communiste à la période récente fait ressortir les divergences qui distinguent les deux pays voisins balkaniques. Un accent particulier est mis sur l'évolution de leurs politiques monétaires. La perspective de l'adhésion à l'UE a amélioré dans un premier temps la performance de l'ancrage monétaire et du ciblage d'inflation, respectivement dans ces pays candidats. Cependant, par la suite la certitude de l'intégration européenne a augmenté l'aléa moral et a conduit à une hausse rapide de la dette privée surtout en Bulgarie et de la dette publique en Roumanie.

**Mots-clés** : transition, politiques monétaires, dette publique et dette privée, intégration européenne, aléa de moralité.

---

\* Nous tenons à remercier, pour leurs commentaires et suggestions, les deux rapporteurs anonymes ainsi que les participants à la conférence INFER (Londres, 2011) et à la conférence internationale LEO – Le STUDIUM (Orléans, 2011). Les éventuelles erreurs contenues dans le texte sont de la seule responsabilité des auteurs.

## INTRODUCTION

Pays voisins, la Bulgarie et la Roumanie ont partagé de nombreuses expériences au cours des siècles, depuis l'époque de l'Empire ottoman à leur entrée dans l'Union européenne (UE) en 2007. Les deux pays ont été membres du bloc communiste, mais si la Bulgarie a scrupuleusement suivi la politique soviétique, la Roumanie s'est distancée de l'Union soviétique en adoptant des politiques économiques indépendantes. Après l'effondrement des régimes communistes, à la fin des années 1980, les deux pays ont commencé leur transition vers l'économie de marché, ce qui a renforcé une certaine concurrence entre eux. Depuis le milieu des années 1990, la Bulgarie et la Roumanie rivalisent dans le cadre du processus d'intégration européenne, essayant de mettre en œuvre différentes réformes institutionnelles<sup>1</sup>.

Dans le processus d'adhésion à l'UE, la Bulgarie et la Roumanie ont été considérées comme un groupe distinct du peloton de tête des pays de l'Europe centrale. Ainsi, ces deux pays ont signé des accords d'association à l'UE – première étape du processus de négociation – en 1993, environ deux ans après la Pologne, la Hongrie et la Tchécoslovaquie. De même, la Bulgarie et la Roumanie ont rejoint l'UE en 2007, presque trois ans après l'adhésion à l'UE des pays baltes et de l'Europe Centrale. Après l'ouverture officielle des négociations d'adhésion en 2000, la « concurrence » entre la Bulgarie et la Roumanie a pris de l'ampleur et, l'on a pris l'habitude de comparer leurs performances économiques et institutionnelles. Après avoir rejoint l'UE, les deux pays ont essayé de gagner plus d'influence au sein de l'Union et d'obtenir davantage d'aide financière, ce qui a alimenté encore plus leur rivalité. En outre, ces deux pays voisins des Balkans, souhaitent toujours respecter les critères de convergence de Maastricht afin de pouvoir accéder à la zone euro.

Dans le sillage de la récente crise économique, analyser la réaction de ces deux pays et les mesures qu'ils ont adoptées pour y faire face n'est pas sans intérêt, surtout si l'on tient compte de l'influence des différentes politiques monétaires sur les politiques mises en place dans ce contexte bien particulier.

Si un grand nombre d'études sur l'Europe centrale et orientale incluent la Bulgarie et la Roumanie dans le cadre de leur analyse, très peu d'ar-

---

1. L'élargissement de l'UE a également induit l'idée que les pays candidats à l'adhésion seraient en concurrence les uns avec les autres dans l'accomplissement des critères d'adhésion, créant ainsi un cadre propice pour le développement, la discipline et les réformes.

tiques se concentrent exclusivement sur ces deux économies. Ils explorent alors des sujets tels que le rôle des remises (Blouchoutzi & Nikas, 2010), les investissements directs à l'étranger (Kalotay, 2008), la restructuration des entreprises (Calacean & Aligica, 2004), les exportations (Dritsakis, 2004), la convergence nominale et réelle (Figuert & Nenovsky, 2006) ainsi que l'inflation et le régime monétaire (Pelinescu & Caraiiani, 2006). À la différence de ces études, notre analyse se concentre sur l'origine et les effets macroéconomiques des différentes politiques monétaires adoptées par la Bulgarie et la Roumanie.

Au cours du processus de transition, en 1996-1997, ces deux pays ont connu une période de crise économique et politique qui a influencé leur choix de politiques monétaires. En Roumanie, où la crise a été moins sévère, le gouvernement a continué à poursuivre et renforcer sa politique monétaire discrétionnaire, en n'introduisant le ciblage de l'inflation qu'en 2005<sup>2</sup>. En revanche, la Bulgarie, qui a été confrontée à une grave crise économique et financière, a pris des mesures plus radicales, en adoptant une caisse d'émission (*Currency board*<sup>3</sup>) dès 1997. Au-delà de leur impact sur les politiques économiques, ces deux politiques monétaires radicalement opposées ont aussi façonné les opinions des décideurs et de la population.

L'objectif de cet article est de proposer une analyse comparative de l'évolution économique en Bulgarie et en Roumanie au cours des deux dernières décennies, avec un accent particulier sur l'effet des différentes politiques monétaires que ces pays ont adoptées. Nous examinons d'abord les facteurs qui ont conduit à l'adoption de ces politiques monétaires, en analysant les conditions économiques initiales, de l'époque des économies planifiées dans les années 1980 à la période de transition au début des années 1990, et en identifiant les vulnérabilités macro-économiques qui ont contribué au choix d'un régime monétaire spécifique en 1997.

2. En Roumanie, si la politique monétaire discrétionnaire avait été abandonnée, les politiques budgétaires et salariales laxistes auraient pu être soumises à une certaine discipline. Au final, elles ont été placées sous la surveillance du FMI.

3. Le *Currency board* est un régime monétaire extrême qui ressemble à l'étalon-or et qui correspond, en principe, à une « négation » de la politique monétaire. Le taux de change est fixé par la loi et la base monétaire est entièrement couverte par des liquidités étrangères. Dans le cas bulgare, la fonction de prêteur de dernier ressort de la Banque Nationale de Bulgarie est limitée à des situations spécifiques de risque systémique. L'application d'une politique monétaire discrétionnaire est impossible (GULDE *et al*, 2008; NENOVSKY & HRISTOV, 2002). La devise de référence du *Currency board* en Bulgarie a été choisie en lien avec l'adhésion à l'UE, étant au départ la marque allemande et ensuite l'euro.

Ensuite, nous étudions leurs différentes implications sur le développement économique de la Bulgarie et de la Roumanie dans les années 1990 et 2000. Nous utilisons un modèle d'assurance en particulier (Dooley, 1997 ; 2000) pour expliquer la relation dichotomique entre l'ancrage monétaire et le processus d'adhésion à l'UE de ces deux pays. À l'aide de la relation entre ces deux cibles (ancrage monétaire et processus d'adhésion) nous comparons et analysons la performance des deux politiques monétaires au cours de la crise économique mondiale.

### **1. ORIGINE ET CHOIX DES POLITIQUES MONÉTAIRES DANS LA PREMIÈRE PHASE DE TRANSITION**

Selon le type de régime monétaire choisi au début de la transition, les pays ex-communistes peuvent être divisés en deux groupes. Le premier réunit les pays qui ont commencé la transition avec des taux de change fixes et des politiques monétaires strictes et ont, par la suite, soit adopté un taux de change flottant (par exemple, des pays de l'Europe centrale) soit gardé la cible monétaire (par exemple, les pays baltes). Ce modèle de régime de change fixe a été un succès car il a offert plus de possibilités pour surmonter certains problèmes économiques liés aux premières années de la transition, confirmant aussi la volonté de ces pays d'intégrer l'UE. Le second groupe, qui comprend la Roumanie et la Bulgarie, a commencé la transition avec un taux de change flottant et une politique monétaire souple. Les fluctuations de change ont constitué un terrain fertile pour diverses manipulations et systèmes de détournement de fonds. La première étape de la transition y a été moins réussie et une crise économique et politique a éclaté en 1996-1997.

La profonde crise économique et financière que la Bulgarie a connue en 1996-1997 a incité le pays à adopter une caisse d'émission. En Roumanie, la crise de 1996 a été moins grave et n'a pas modifié la politique monétaire discrétionnaire du pays. Pour mieux comprendre les choix de chacun de ces États, nous analysons d'abord leur situation économique à la fin de la période communiste et pendant la période de transition vers une économie de marché, dans les années 1990. Ces « conditions initiales » ont certainement contribué à leurs choix politiques divergents<sup>4</sup>.

Ainsi, dans les années 1980, les deux pays voisins avaient des économies planifiées, gérées par les partis communistes. Néanmoins, même

---

4. Pour une discussion approfondie, voir Petrovic (2008).

pendant cette période, ces économies ont connu des expériences différentes : la Bulgarie a été marquée par une croissance insoutenable qui a été en partie alimentée par la dette extérieure, alors qu'en Roumanie, le gouvernement imposait une austérité budgétaire qui s'est également avérée être (politiquement) intenable.

Après la chute des régimes communistes, tous deux ont connu une transition douloureuse, qui s'est traduite par une chute spectaculaire de la production et une hyperinflation (surtout dans les années 1990). Néanmoins, ces tendances globales masquent des différences importantes entre la Bulgarie et la Roumanie.

De fait, les principales variables macroéconomiques<sup>5</sup> dans le Tableau 1 montrent que le produit intérieur brut de la Roumanie est trois fois supérieur à celui de la Bulgarie. Le PIB par habitant a été plus élevé en Roumanie, mais il a chuté dans les années 1990, convergeant vers le niveau de son voisin. Celui-ci a vu son PIB par habitant augmenter dans les années 1980, puis, en 1995, tomber à son niveau de 1985. De même, la croissance économique en Roumanie n'a repris que dans les années 1990. En revanche, l'économie bulgare a enregistré une croissance positive avant le début de la transition, en 1990, suivie de plusieurs années de déclin. L'inflation, qui était relativement faible en Bulgarie et en Roumanie où les prix étaient toujours fixés par le gouvernement, a fortement augmenté, avec la libéralisation des prix en 1990. Dans le sillage de la crise de 1996, l'inflation en Bulgarie a été beaucoup plus élevée qu'en Roumanie. En outre si, avant 1989, le commerce notamment au sein du Conseil d'assistance économique mutuelle (COMECON) a joué un rôle beaucoup plus important en Bulgarie qu'en Roumanie, économie relativement fermée à l'époque (Slim, 1997), dans les années 1990, la Roumanie semble avoir attiré plus d'investissements directs à l'étranger par rapport à son voisin. Ceci s'explique par plusieurs éléments : un accès au marché plus aisé – la Roumanie a des frontières communes avec la Hongrie – et un potentiel de marché non négligeable (dû à une population importante). Ce potentiel de marché a été renforcé par le fait que le pays, peu ouvert avant la chute du communisme, a bénéficié d'une croissance notable de la demande, après 1990. Dans les deux pays, les salaires mensuels bruts étaient faibles (plus encore en Roumanie qu'en Bulgarie) mais les taux d'inflation permettaient d'anticiper des rattrapages salariaux ultérieurs considérables, d'où une incertitude sur les coûts (Hammid, 1994).

5. Nous devons admettre que les données disponibles dans les pays communistes dans les années 1980 ne sont pas entièrement fiables.

L'accumulation de la dette extérieure est une autre différence fondamentale entre les deux pays. En Bulgarie, la dette extérieure avait presque triplé depuis le début de la transition (Graphique 1a). Avant les années 1990, le déficit du compte courant y avoisinait les 80 % du PIB et le régime communiste avait emprunté massivement à l'étranger pour financer la consommation intérieure. La tendance à la hausse de l'accumulation de la dette extérieure ne s'est renversée qu'en 1994. Le régime communiste en Roumanie a adopté une stratégie différente. En 1972, la Roumanie est devenue le premier pays du bloc communiste à rejoindre le FMI (alors que la Bulgarie est devenue membre du FMI en 1990). Dans les années 1970, elle a largement emprunté aux pays occidentaux mais, en 1982, les dirigeants communistes roumains se sont donné pour objectif de rembourser la dette extérieure et, à cette fin, ont introduit des mesures d'austérité très contraignantes, limitant la consommation, imposant un rationnement alimentaire et réduisant les importations. Cela a conduit, dans les années 1980, à des taux de croissance négatifs et à une élasticité négative des importations par rapport au revenu (Tableau 1). Ces politiques ont certes échoué et contribué à la chute de Ceausescu, elles n'en ont pas moins permis à la Roumanie de commencer la période de transition avec une dette extérieure presque nulle alors qu'en Bulgarie, le niveau d'endettement était en hausse et atteignait presque 12 milliards de dollars. Au début de la période de transition, les gouvernements roumains qui se sont succédé au pouvoir ont commencé à accumuler la dette extérieure mais elle était, au début de la crise de 1996, encore inférieure à celle de la Bulgarie (Graphique 1a).

À la différence de son voisin, le niveau élevé de sa dette extérieure a été un lourd fardeau financier pour la Bulgarie. Le gouvernement était quasiment en défaut de paiement lorsque le service de la dette extérieure est passé de 3 % du PIB en 1993 à plus de 14 % en 1996 (Graphique 1b). Par ailleurs, le pays qui a connu des contraintes budgétaires souples pâtit d'un secteur réel ainsi que d'un système bancaire non performants. Par conséquent, les réserves de change ont diminué rapidement, le taux de change a connu une dépréciation spectaculaire tandis que l'inflation s'élevait à des niveaux dépassant les 1000 % en 1997 (Graphiques 1c-1e). En Roumanie, le service de la dette extérieure a atteint un sommet, en 1996, mais les réserves de change du pays augmentant, la situation économique s'est moins dégradée de sorte que la hausse de l'inflation et la dépréciation du taux de change ont été loin d'être aussi dramatiques qu'en Bulgarie.

La profonde crise économique, financière et politique, qu'a traversée la Bulgarie, en 1996-1997, a conduit à la mise en place d'une caisse d'émission, système profondément différent des politiques monétaires discrétionnaires actives utilisées dans les années 1990-1996. Le Fonds monétaire international (FMI) et les principaux créanciers de la Bulgarie ont souhaité l'instauration d'un régime monétaire stable et crédible permettant au pays d'assurer le service de sa dette extérieure. Ils ont accordé ainsi des prêts pour la création des premières réserves de change de la caisse d'émission. Le nouveau système a répondu également aux attentes de la population qui avait perdu, à la suite des faillites bancaires, une partie de ses économies et vu son pouvoir d'achat baisser en raison de l'hyperinflation.

Le *Currency board* a permis à la Bulgarie de limiter la monétisation des pertes du système bancaire et l'allocation injuste et illégale des actifs et des passifs<sup>6</sup>. Il est même devenu un modèle cognitif majeur qui a façonné la conceptualisation du rôle de la monnaie dans l'économie. Par ailleurs, le système de caisse d'émission bulgare, qui a ensuite survécu aux crises financières russes et asiatiques ainsi qu'à l'effondrement de la caisse d'émission en Argentine, est devenu une « cible » en elle-même<sup>7</sup>. L'adoption de ce régime monétaire par la Bulgarie l'a aidée à sortir d'une phase critique dans laquelle la corruption et les activités criminelles avaient fleuri ; il a également orienté l'économie vers une transition réussie et l'adhésion à l'UE<sup>8</sup>. Bien que, dans le contexte de la crise économique qui a éclaté en 2008, les avantages du *Currency board* en Bulgarie soient discutables, ce système monétaire est considéré, par l'opinion publique, comme un point d'ancrage institutionnel majeur qui a fait ses preuves (Mudd *et al.*, 2010).

Contrairement à la Bulgarie, la Roumanie n'a pas renoncé à sa politique monétaire discrétionnaire, et la banque centrale a toujours bénéficié de l'ensemble des instruments politiques traditionnels. Ainsi, la Roumanie a poursuivi sa politique monétaire active et la gestion des taux de change. En 1996, elle a également connu une crise économique et politique, certes

6. Pour plus de détails voir Dobrinsky (2000), Nenovsky et Rizopoulos (2003), Berlemann et Nenovsky (2004) et Vucheva (2005). Pour une analyse de la période qui a suivi l'introduction du *Currency board* en Bulgarie, voir Minea et Rault (2009).

7. Une cible a plusieurs fonctionnalités, dont la principale est de permettre une coordination des attentes vers un objectif précis, en améliorant la coopération dans son ensemble (IALNAZOV, 2003).

8. L'Union européenne a été en faveur de l'introduction de ce *Currency board* à condition que le conseil d'administration demeure la responsabilité unilatérale du pays.



moins grave que celle de la Bulgarie, qui a conduit à l'émergence des partis de centre-droit au pouvoir, à l'instar de la Bulgarie, en juin 1997. En 2005, la Roumanie a rejoint le groupe des pays de l'Europe centrale (Pologne, République tchèque et Hongrie) qui ont introduit une cible d'inflation flexible (Isarescu, 2003). Le ciblage d'inflation implique un taux de change flottant – il est en effet difficile pour une banque centrale d'avoir deux cibles, à savoir, un taux de change nominal et une cible d'inflation. La Banque Nationale de Roumanie (BNR) n'a pas abandonné la gestion du taux de change après l'introduction du nouveau régime monétaire, comme en témoignent ses interventions de change (Frommel & Shobert, 2006) mais, lorsque la Roumanie a été obligée de prendre des mesures plus drastiques pour faire face à la crise économique, la BNR a réduit les taux d'intérêt (une réduction moyenne de 4 % depuis début 2009) et les réserves statutaires, tout en poursuivant une politique d'assouplissement monétaire (FMI, 2010). L'augmentation de 5 % de la taxe sur la valeur ajoutée, associée à un assouplissement monétaire et à une dépréciation de la monnaie, ont conduit (en dépit d'une réduction de 25 % des salaires du secteur public et d'une réduction de 15 % des transferts sociaux) à une hausse automatique de l'inflation à la mi-2010, pour atteindre 7-8 % à la fin de l'année. Par conséquent, la cible d'inflation, qui avait été fixée à  $3,5 \% \pm 1$ , n'a pas été respectée et la BNR a été obligée de mettre fin à l'assouplissement monétaire (FMI, 2010)

## 2. EFFETS DU CHOIX DES POLITIQUES MONÉTAIRES

Alors qu'en Bulgarie, la crise économique a mené à un changement radical de régime censé rétablir la stabilité macro-économique, le gouvernement roumain n'a pas considéré nécessaire de modifier son régime monétaire, maintenant le caractère discrétionnaire de sa politique monétaire. De sorte que, dans la première étape de la transition, l'on voit émerger, dans les deux pays voisins, deux modèles dominants de conduite de la politique monétaire et de conceptualisation et gestion de la monnaie<sup>9</sup> : le premier – bulgare – est passif et très conservateur, le deuxième – roumain – est actif et discrétionnaire.

Dans cette section, nous analyserons, tout d'abord, les effets directs du choix de ces politiques monétaires dans les deux pays ; nous insisterons

---

9. Ces choix monétaires divergents peuvent également avoir des causes historiques lointaines (NENOVSKY *et al.*, 2013).



ensuite sur les effets pervers de l'intégration à l'UE et, finalement, analyserons les effets de la crise de 2008 sur ces deux pays.

En Bulgarie, la caisse d'émission a fixé le taux de change, a imposé des restrictions draconiennes en matière de politique monétaire et a réduit le déficit budgétaire. Depuis 1997, le budget a été souvent en excédent jusqu'à ce que la crise économique mondiale frappe le pays en 2009 (Graphique 2a). Les contraintes budgétaires et la politique monétaire ont eu un effet immédiat sur le secteur privé, qui s'est développé d'une certaine manière au détriment du secteur public (*i.e.* les entreprises publiques ont été privatisées ou fermées dans les années 1990 et au début des années 2000). En même temps, la caisse d'émission a forcé le secteur privé à s'adapter à la contrainte budgétaire et à se restructurer afin de rester compétitif dans une économie ouverte. Par conséquent, la hausse des coûts salariaux horaires a été relativement modérée (Graphique 2b). Mais surtout, les restrictions budgétaires ont conduit à une réorientation de la dette : la dette privée devient plus importante que la dette publique. Alors que le pays avait des excédents budgétaires et payait sa dette extérieure, les prêts privés (totaux, accordés aux ménages ou aux entreprises non financières) ont augmenté, ce qui a conduit à une hausse rapide de la dette extérieure privée, surtout dans les années 2000 (Graphiques 2c et 2e). La caisse d'émission a réduit le risque de change et, partiellement, le risque souverain. Elle a également diminué les taux d'intérêt, permettant au secteur privé d'emprunter à faible coût, mais exposant également l'économie à des chocs extérieurs.

En Roumanie, la situation économique a été différente. Les finances publiques n'ont pas été soumises à des restrictions institutionnelles formelles et la Banque Nationale de Roumanie a été (et est toujours) libre d'utiliser la politique monétaire discrétionnaire. Par conséquent, le pays a dû faire face à des déficits budgétaires quasi-permanents qui sont devenus insoutenables au cours de la crise économique actuelle, contraignant la Roumanie à demander de l'aide au Fonds monétaire international (Graphique 2a). Le pays a connu en même temps l'une des augmentations les plus rapides des coûts salariaux horaires en Europe. Ceci s'explique par plusieurs éléments : le fait que les salaires y étaient relativement bas, donc un processus normal de convergence des rémunérations s'est mis en place ; le manque de discipline des finances publiques ; la pénurie de la main-d'œuvre accentuée par l'importante émigration du capital humain vers l'Europe de l'Ouest ; et la forte concurrence entre entreprises, de plus en plus nombreuses, pour attirer la main-d'œuvre. (Graphique 2b).

Les crédits ont été surtout concentrés dans le secteur public et, par conséquent, les prêts accordés au secteur privé et la dette privée extérieure sont nettement inférieurs à ceux de la Bulgarie (Graphiques 2c et 2f) où, d'une façon générale, l'introduction de la caisse d'émission a conduit à des changements importants de l'économie. Elle a également redéfini le rôle des politiques gouvernementales et a orienté l'activité économique ainsi que les risques qui lui sont associés vers le secteur privé alors qu'ils se sont plutôt concentrés sur le secteur public en Roumanie.

Au-delà de la dimension monétaire (considérée comme une première cible), l'adhésion à l'UE a fourni une deuxième cible pour les deux économies des Balkans. L'adhésion, tout en offrant de nombreux avantages, interagit avec les politiques monétaires. Ceci a provoqué une situation inédite d'interaction institutionnelle entre deux cibles, il est donc légitime de s'interroger sur leur complémentarité ; laquelle peut être analysée comme une dynamique d'aléa moral, en référence au modèle néoclassique de Dooley (1997, 2000), modèle à deux périodes que nous transposons dans la réalité des deux pays.

Dooley (1997, 2000) propose une version des modèles de crise de change de première génération et considère les garanties publiques comme une cause des entrées de capitaux (Lahet, 2001). En effet, selon cette approche, les actifs nets externes, traduits par les réserves de changes, répondent à deux objectifs : ils représentent, d'une part, une garantie publique pour le gouvernement lui-même et, de l'autre, une garantie pour les liquidités du secteur bancaire (vis-à-vis de non-résidents). Dans ce contexte, à la suite de chocs liés, par exemple, à des réformes monétaires réussies dans un pays, le taux de rendement sur les dépôts y devient attractif pour les non-résidents, ce qui conduit à des entrées massives de capitaux. Des dettes importantes peuvent alors surgir dans le secteur privé. Or, une fois que celles-ci deviennent égales aux actifs externes nets (stock de réserves de change), la dynamique est renversée, des attaques sur les garanties publiques peuvent apparaître et une crise peut émerger. Les écarts de taux d'intérêt diminuent et les non-résidents commencent à retirer leurs dépôts (les banques sont contraintes à vendre des actifs). Pour Dooley (1997, 2000) et Chinn *et al.* (1999), une telle crise peut éclater si trois conditions sont réunies : actifs net externes positifs, forte crédibilité du système (le pays est considéré comme capable de payer ses dettes et protéger le système bancaire) et aucun contrôle des capitaux (les non-résidents peuvent investir librement dans le pays).

Ce modèle général pourrait être utilisé afin d'analyser les développements qui ont eu lieu sur les deux dernières décennies dans des pays comme la Bulgarie et la Roumanie (Nenovsky & Villieu, 2011). Ainsi, le modèle de Dooley (1997, 2000) peut être interprété dans un cadre plus large, comme une relation plus complexe entre une cible institutionnelle (dont le rôle en termes de crédibilité et de discipline est essentiel) et une dynamique des garanties et des dettes. Plus encore, ce modèle peut être étendu, dans le cas des pays analysés, à deux cibles : le régime monétaire et l'adhésion à l'UE. Ces deux cibles peuvent se soutenir réciproquement ou, au contraire, se neutraliser. Le régime monétaire serait une cible interne (institutionnelle) du système alors que l'intégration européenne jouerait le rôle d'une cible externe (institutionnelle). Cet ensemble coordonnerait les attentes et le comportement des agents économiques ; il supposerait trois nouvelles relations fonctionnelles : la prime d'assurance – ou *insurance premium* – qui dépend de la dynamique de la garantie publique (qui est implicite mais non formalisée dans Dooley [1997, 2000]), le stock des réserves étrangères qui est fonction de la crédibilité des cibles ainsi que la relation entre les cibles. Enfin, le modèle peut inclure un certain nombre de relations découlant du lien entre les transferts externes (dans le cas des pays analysés, les fonds structurels européens), l'aléa moral et les distorsions d'information.

Dans ce contexte, on peut parler d'un jeu d'assurance qui aura des caractéristiques spécifiques au cours des différentes étapes du processus de transition et d'intégration à l'UE. Ainsi, la période qui a suivi le choix des politiques monétaires en Bulgarie et en Roumanie peut être divisée en deux sous périodes.

La première période a commencé à la fin des années 1990 avec l'ouverture des négociations d'adhésion à l'UE. À cette époque, il est devenu clair que les deux pays rejoindraient l'UE après avoir rempli certains critères qui impliquaient d'importantes réformes économiques et institutionnelles. Les perspectives d'adhésion à l'UE ont propulsé la discipline budgétaire et la stabilité monétaire au cœur des politiques menées par la Bulgarie et la Roumanie. Les efforts des décideurs politiques ont été orientés vers le respect des exigences liées à l'adhésion à l'UE. Par conséquent, à la fin des années 1990 et surtout au début des années 2000, la dette publique dans les deux pays a rapidement diminué (Graphiques 3a, b), tandis que le déficit budgétaire en Roumanie a été réduit de 4 % à près de 1 % du PIB (Graphique 2a ).

Au cours de cette période initiale, l'effet de discipline du régime monétaire (en particulier le *Currency board* en Bulgarie) a été renforcé par l'effet de crédibilité apporté par la perspective d'adhésion à l'UE. Cette complémentarité entre les deux cibles s'expliquait par le fait qu'alors, l'Union européenne n'avait pas encore fourni de garanties financières ou engagé de fonds importants dans les deux pays candidats. Cet aspect a profondément changé en 2004, lorsque la Bulgarie et la Roumanie ont achevé les négociations avec l'UE et étaient sûres de pouvoir bénéficier d'une pleine adhésion à l'Union européenne en 2007. En 2004, outre les fonds de préadhésion mis à la disposition des pays depuis 1999, l'UE a promis un financement d'un montant de 15 milliards d'euros aux deux pays dans les années 2007-2009 (Vincelette & Vassileva, 2006).

Le début de cette seconde période du jeu d'assurance coïncide avec le fait que, en 2004, pour la première fois depuis le début de la transition, les réserves de change de la Bulgarie et de la Roumanie ont dépassé les engagements envers l'étranger (Graphiques 3a, b). La différence positive entre réserves et passifs peut être considérée comme une garantie, offrant une assurance gratuite aux passifs du secteur privé (Dooley, 2000). Cela a conduit à de fortes entrées de capitaux et à une augmentation du passif du secteur bancaire. À ce stade, l'adhésion à l'UE, la deuxième cible des deux pays, qui est allée de pair avec l'ancrage monétaire qu'elle soutenait dans la première période, a commencé à s'affaiblir et est entrée en contradiction avec l'effet disciplinant du régime monétaire. L'adhésion à l'UE et les engagements financiers de l'Europe vis-à-vis de la Bulgarie et la Roumanie ont été perçus comme une garantie implicite contre le risque souverain (surnommé « effet de halo lié à l'UE »), comme en témoigne la baisse des rendements sur les obligations souveraines à des niveaux non justifiés par les fondamentaux et les conditions de liquidités mondiales (Luengnaruemitchai & Schadler, 2007). L'effet de crédibilité fourni initialement par la cible d'adhésion à l'UE s'est transformé en une contrainte budgétaire perçue comme étant souple, ce qui contredit les objectifs de discipline budgétaire et de stabilité monétaire et accroît les vulnérabilités macro-économiques en Bulgarie et en Roumanie.

En Bulgarie, compte tenu des contraintes en matière de politique budgétaire et monétaire imposées par le *Currency board*, les entrées massives de capitaux ont eu pour conséquence une hausse rapide et spectaculaire des engagements extérieurs privés (Graphique 2c) et, depuis 2008, des crédits non productifs et des créances douteuses (Graphique 2d). En réponse, la BNB a augmenté les réserves obliga-

toires des banques et imposé des restrictions sur les crédits en 2005. Alors que la dette du secteur privé et les créances douteuses ont également augmenté en Roumanie (Graphiques 2c, 2d, 2f), l'affaiblissement de l'ancrage monétaire est devenu particulièrement évident dans le domaine des finances publiques en raison du régime monétaire discrétionnaire. Le déficit budgétaire, qui avait baissé pendant plusieurs années consécutives, a commencé à augmenter en 2005 (Graphique 2a). La même année, la BNR a introduit le ciblage de l'inflation afin d'éviter la surchauffe de l'économie et de ralentir les entrées de capitaux.

Lorsque la crise financière mondiale a frappé les économies des Balkans à la fin 2008-début 2009, les différences entre les deux politiques monétaires ont été, une fois encore, mises en évidence. En Roumanie, l'état de détérioration des finances publiques a contraint le pays à demander de l'aide financière au FMI afin de stimuler la relance budgétaire au cours de la récession. En revanche, la Bulgarie a mis en place des mesures d'austérité visant à protéger la caisse d'émission. Néanmoins, même si le pays a connu des déficits budgétaires plus importants que d'habitude, l'ajustement n'y a pas été aussi brutal que dans les pays baltes<sup>10</sup>, par exemple. En outre, le fait que le secteur bancaire en Bulgarie soit presque entièrement contrôlé par les grandes banques européennes a contribué à ce que la part croissante des crédits non performants soit absorbée, sans que le système financier soit déstabilisé<sup>11</sup>. En d'autres termes, le financement des banques de la zone euro a aidé à amortir la crise en Bulgarie.

Par rapport à d'autres pays qui ont adopté une caisse d'émission dont les performances ont été moins bonnes en termes d'équilibre budgétaire et de réformes structurelles, celle que la Bulgarie a mise en place a renforcé le niveau général de confiance et a été un élément clé dans la gestion de la crise. Pour la Roumanie qui a introduit un ciblage d'inflation, la gestion de la crise a été difficile et le pays a été contraint de chercher de l'aide financière internationale (FMI). Toutefois, pour le moment, il n'est pas question d'abandonner le régime de change flexible surtout dans l'éventualité des chocs extérieurs. En somme, malgré leurs divergences qui les distinguent, les deux pays ont en commun la persistance de leurs

10. Les pays baltes ont adopté depuis le début de la transition des régimes de change fixe : la Lituanie et l'Estonie avaient des *Currency boards* et la Lettonie un régime de type « peg ». Ces pays ont connu entre 2008 et 2010 de profondes crises économiques.

11. En 2009, l'initiative européenne de coordination bancaire (« L'initiative de Vienne ») a également contribué à la stabilité financière en veillant à ce que les banques mères basées dans l'UE avec des filiales en Europe centrale et orientale s'engagent à maintenir leur exposition en capital relativement constante dans la région, aux niveaux de 2008.

politiques monétaires : leur changement ne semble, à l'heure actuelle, réalisable ni même souhaitable<sup>12</sup>.

## CONCLUSION

Les divergences que l'on a fait ressortir ici entre la Bulgarie et la Roumanie, notamment en raison des voies distinctes qu'elles ont suivies après 1997, appellent à une analyse des origines des deux politiques monétaires ainsi que de leur performance économique, en particulier dans le contexte de l'adhésion à l'UE et de la récente crise économique mondiale.

La Bulgarie et la Roumanie sont souvent considérées comme des pays très semblables ayant adopté des chemins similaires : un régime communiste jusqu'en 1989, auquel a succédé une transition vers l'économie de marché et enfin l'intégration européenne. Or, en dépit de ces rapprochements, des distinctions cruciales existaient entre les deux pays avant 1995. Celles-ci se sont renforcées au cours des dix-quinze dernières années sous l'influence du choix stratégique des politiques monétaires fait dans la deuxième moitié des années 1990, et notamment celui des politiques monétaires pour pallier les crises économiques de 1996-1997, qui a orienté la Bulgarie et la Roumanie vers des trajectoires totalement différentes.

Ces politiques monétaires ont eu, en outre, de profondes répercussions sur l'ensemble du système économique et politique des deux pays. Les politiques monétaires et budgétaires menées en Bulgarie ont orienté l'activité économique du pays vers le secteur privé, qui devient ainsi le point central de l'économie, sujet à des chocs économiques et à des mécanismes d'intervention. En revanche, en Roumanie, les politiques discrétionnaires ont fait du gouvernement et des finances publiques à la fois un facteur et un mécanisme de réponse aux déséquilibres. L'adhésion à l'UE, couplée à l'excès de liquidités mondiales à la fin des années 2000, a amplifié ces dimensions et ces différences en canalisant l'aléa moral vers le secteur privé en Bulgarie et vers le secteur public en Roumanie. Par conséquent, lorsque la récente crise économique a atteint les Balkans, la Bulgarie affichait une forte augmentation de l'endettement privé tandis que la Roumanie a été contrainte de demander l'aide financière du FMI en raison d'une détérioration notable des finances publiques.

---

12. Cependant, le désir d'adhérer à l'UEM conduira certainement la Roumanie à passer à un régime de change « plus fixe ».

L'expérience de ces deux pays peut être liée à la réalité de la zone Euro car on y retrouve d'une manière plus générale les éléments qui ont conduit à l'émergence de deux modèles de crises en Europe : l'accumulation de la dette publique (phénomène que l'on retrouve en Roumanie), à l'origine de l'éclatement de la crise du secteur public en Grèce ; le niveau croissant d'endettement du secteur privé (que l'on identifie également en Bulgarie) qui a conduit à des bulles financières et immobilières, et donc à une crise du secteur privé en Espagne et Irlande. Dans ce contexte, il reste à savoir jusqu'à quel point un régime monétaire – tel que le ciblage d'inflation ou la caisse d'émission – peut être efficace en temps de crise, qu'il s'agisse d'une crise de la dette publique ou privée. Que feront ces pays des Balkans si la situation devient moins favorable ? Et quelle sera la réaction des autres pays de l'Union européenne qui ont adopté les mêmes types de régime monétaire (*i.e.* la Lituanie qui a mis en place le *Currency board* ou la Hongrie qui a opté pour un ciblage d'inflation) ?



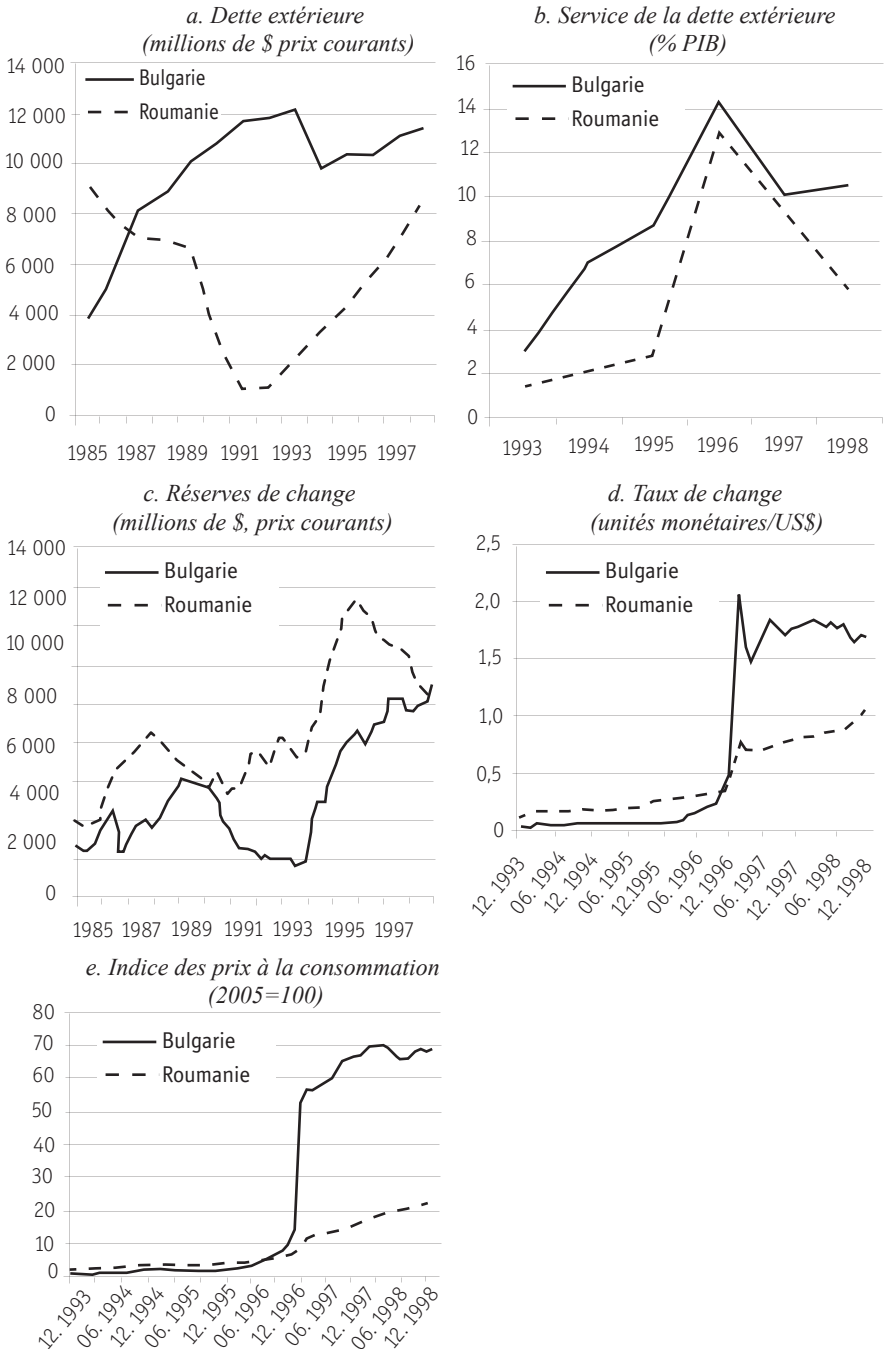
## ANNEXES

TABLEAU 1  
*Indicateurs économiques avant la crise de 1996-1997*

	Bulgarie			Roumanie		
	1985	1990	1995	1985	1990	1995
PIB <sup>a</sup> (en milliards \$)	13,5	14,6	12,8	48,2	44,0	39,5
PIB par habitant <sup>a</sup> (\$)	1512	1671	1519	2120	1896	1742
Taux de croissance du PIB (%)	2,68	-9,12	2,86	-0,10	-5,60	7,16
Inflation (%)	0,23	26,18	62,38	0,27	13,60	35,25
Commerce (% of GDP)	539	125	84	-	35	43
Investissements (% of GDP)	-	0,02	0,69	-	0,00	1,18
Elasticité-revenu des importations <sup>b</sup>						
COMECON	1,94	2,61	-7,86	-10,66	1,00	3,56
Pays développés	3,47	-1,78	-0,19	-	-5,83	5,57

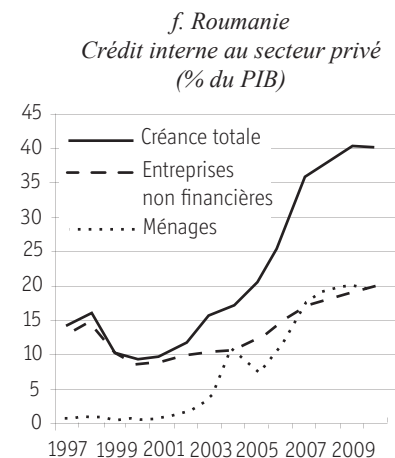
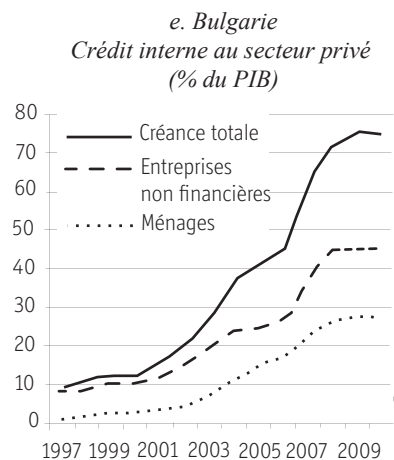
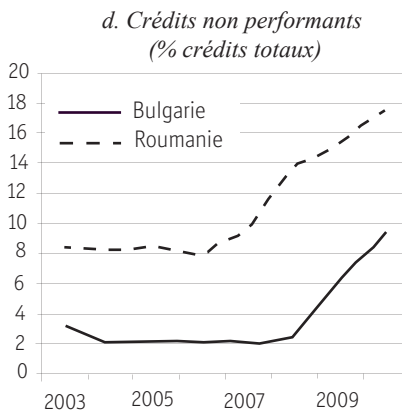
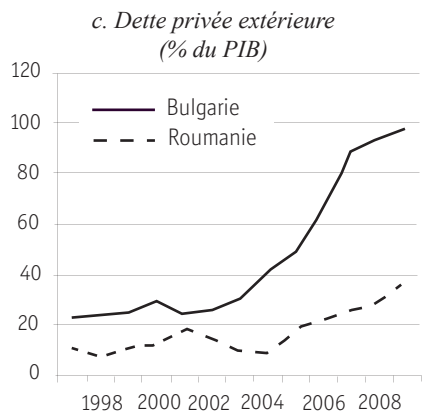
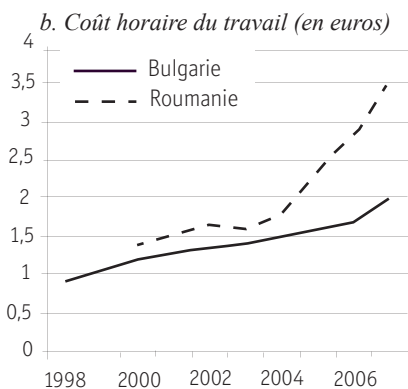
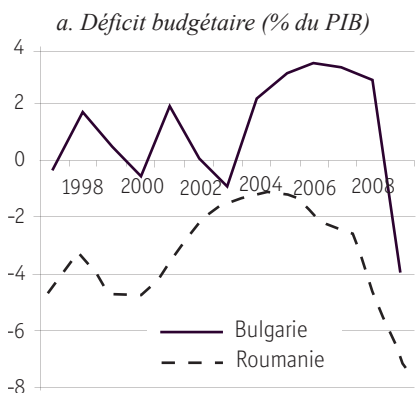
GRAPHIQUES 1

Origines des politiques monétaires en Bulgarie et Roumanie (1985-1998)



Sources : International Financial Statistics ; World Development Indicators.

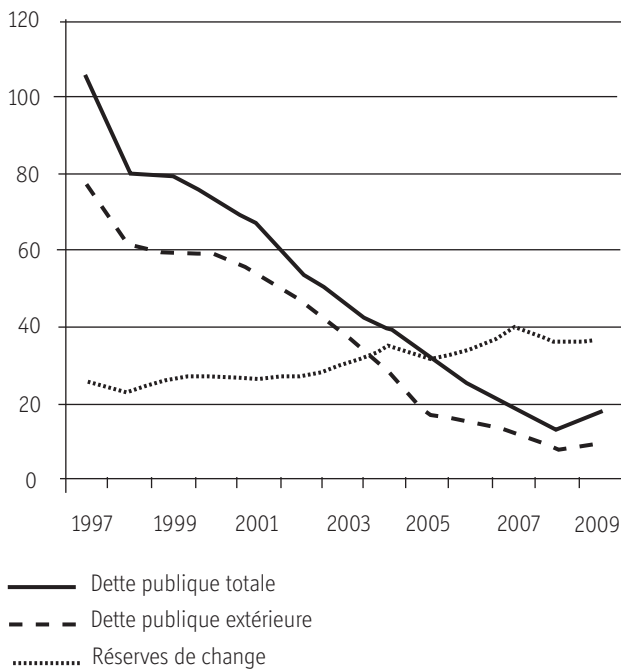
GRAPHIQUES 2  
Impact des politiques monétaires (après 1997)



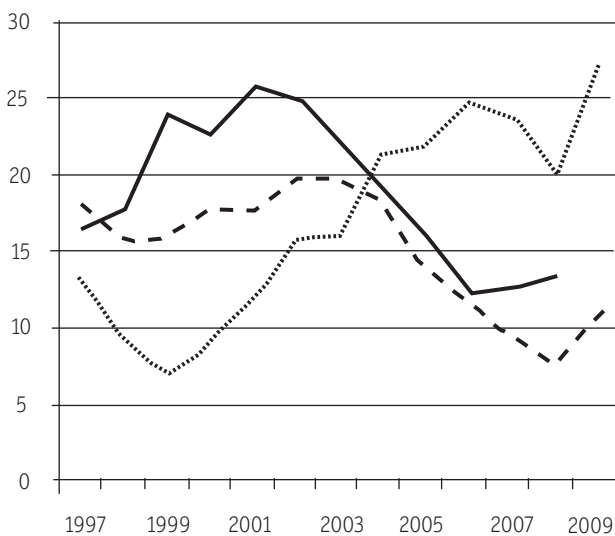
Sources : Banque Nationale de Bulgarie ; Banque Nationale de Roumanie.

GRAPHIQUES 3  
*Dettes publique et réserves de change (% PIB)*

*a. Bulgarie*



*b. Roumanie*



Source : International Financial Statistics

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BERLEMANN M. & NENOVSKY N. (2004), "Lending of First *versus* of Last Resort: The Bulgarian Financial Crisis of 1996-1997", *Comparative Economic Studies*, Vol.46, n°2, pp.245-271.
- BLOUCHOUTZI A. & NIKAS C. (2010), "The macroeconomic implications of emigrants' remittances in Romania, Bulgaria, and Albania", *Post-Communist Economies*, Vol.22, n°4, pp.547-558.
- CALACEAN G. & ALIGICA P. (2004), "Soft budget constraints, enterprise restructuring and economic reform policy: The cases of Bulgaria and Romania", *Eastern European Economics*, Vol.42, n°1, pp.75-95.
- CHINN M., DOOLEY M. & SHRESTHA S. (1999), "Latin America and East Asia in the context of an insurance model of currency crises", *Journal of International Money and Finance*, Vol.18, n°4, pp.659-681.
- DOBRINSKY R. (2000), Transition crisis in Bulgaria. *Cambridge Journal of Economics*, Vol.24, n°5, pp.581-602.
- DOOLEY M. (1997), *A model of crises in emerging markets*, National Bureau of Economic Research Working Paper n° 6300, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- DOOLEY M. (2000), "A model of crises in emerging market", *The Economic Journal*, Vol.110, n°460, pp.256-272.
- DRITSAKIS N. (2004), "Exports, investments and economic development of pre-accession countries of the European Union: An empirical investigation of Bulgaria and Romania", *Applied Economics*, Vol.36, n°16, pp.1831-1838.
- FIGUET J.-M. & NENOVSKY N. (2006), *Convergence and shocks in the road to EU: Empirical investigations for Bulgaria and Romania*, William Davidson Institute Working Paper n°810, Ann Arbor: William Davidson Institute.
- FROMMEL M. & SCHOBERT F. (2006), "Exchange rate regimes in Central and East European countries: Deeds vs. words", *Journal of Comparative Economics*, Vol.34, n°3, pp.467-483.
- GULDE A.-M., WOLF H., GHOSH A. & BERGER H. (2008), *Currency Boards in Retrospect and Prospect*, Cambridge, MA: MIT Press.
- HAMMID C. (1994), « Les investissements directs étrangers en Europe de l'Est », *Économie et statistique*, n° 279-280, pp. 135-149.

- IALNAZOV D. & NENOVSKY N. (2011) “A game theory interpretation of post-communist evolution”, *Journal of Economic Issues*, Vol.45, n°1, pp.41-56.
- IALNAZOV D. (2003), “Can a Country Extricate Itself from Its Post-Socialist Trajectory? The Role of External Anchors in Bulgaria”, *Comparative Economic Studies*, Vol.10, n°1, pp.85-103.
- International Monetary Fund (2010), *Romania: Fifth review under stand-by arrangement*, Country Report n°31/301, Washington, DC: International Monetary Fund.
- ISARESCU M. (2003), *Towards a New Strategy of Monetary Policy: Inflation Targeting*, Dissertation for the Doctor Honoris Causa degree awarded by the University of Craiova, Bucharest: National Bank of Romania ; [http://opac.biblioteca.ase.ro/opac/bibliographic\\_view/147807;jsessionid=72DE1B86BD9AEAF47565DBB2D800A22C](http://opac.biblioteca.ase.ro/opac/bibliographic_view/147807;jsessionid=72DE1B86BD9AEAF47565DBB2D800A22C)
- KALOTAY K. (2008), “FDI in Bulgaria and Romania in the wake of EU accession”, *Journal of East-West Business*, Vol.14, n°1, pp.5-40.
- LAHET D. (2001), « L’occurrence d’une crise financière dans un modèle de troisième génération », *Revue française d’économie*, vol. 16, n° 2, pp. 179-206.
- LUENGNARUEMITCHAI P. & SCHADLER S. (2007), *Do economists’ and financial markets’ perspectives on the new members of the EU differ?*, International Monetary Fund Working Paper n°07/65, Washington, DC: International Monetary Fund.
- MINEA A. & RAULT CH. (2009), “Some new insights into Currency boards: Evidence from Bulgaria”, *Journal of Economic Integration*, Vol.24, n°3, pp.563-595.
- MUDD S., PASHEV K. & VALEV N. (2010), “The effects of lost experiences in banking crisis on future expectations and behavior”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol.10, n°1, Article 32, <http://www.degruyter.com/view/j/bejm.2010.10.1/bejm.2010.10.1.2027/bejm.2010.10.1.2027.xml>
- NENOVSKY N. & HRISTOV K. (2002), “The new Currency boards and discretion: Empirical evidence from Bulgaria”, *Economic Systems*, Vol.26, n°1, pp.55-72.
- NENOVSKY N. & RIZOPOULOS Y. (2003), “Extreme Monetary Regime Change: Evidence from Currency Board Introduction in Bulgaria”, *Journal of Economic Issues*, Vol.37, n°4, pp.909-941.
- NENOVSKY N., TOCHKOV K. & TURCU C. (2013), “Monetary Regimes, Economic Stability and EU Accession : the Case of Bulgaria and Romania”, *Communist and Post-Communist Studies*, Vol.46, n°1-2, pp.13-23.

- NENOVSKY N. & VILLIEU P. (2011), "EU enlargement and monetary regimes from the insurance model perspective", *Post-Communist Economies*, Vol.23, n°4, pp.433-447.
- PELINESCU E. & CARAIANI P. (2006), "Does the inflation targeting have a positive role upon the convergence of the inflation rate?", *Romanian Journal of Economic Forecasting*, Vol.2, n°5, pp.39-50.
- PETROVIC M. (2008), "The role of geography and history in determining the slower progress of post-communist transition in the Balkans", *Communist and Post-Communist Studies*, Vol.41, n°2, pp.123-145.
- SLIM A. (1997), « Intégrations, désintégrations et réintégrations en Europe de l'Est : les théories traditionnelles remises en question », *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, vol. 28, n° 4, pp. 5-83.
- VINCELETTE G. & VASSILEVA I. (2006), *Untangling the maze of EU funds to Bulgaria*, World Bank Policy Research Working Paper n°3962, Washington, DC: World Bank.
- VUCHEVA H. (2005), *Economic Policy in Bulgaria during 1991-2000*, Sofia: Stopanstvo Publishing.