

De la désétatisation en Europe de l'Est *

Philippe Aghion,

OFCE et DELTA (Unité mixte de recherche CNRS-ENS-EHESS), Paris

Irena Grosfeld,

DELTA, Paris

Cet article traite de certaines questions liées à la transition des économies de l'Est vers des systèmes « de marché ». Après un bref aperçu historique où nous mentionnons les tentatives de réformes partielles engagées dans les années quatre-vingt en Pologne et en Hongrie, et après avoir évoqué certains arguments théoriques en faveur de la privatisation, nous cherchons à dégager ce qui nous semble être des contraintes majeures aux processus de privatisation dans le contexte particulier des pays de l'Europe de l'Est. Ces contraintes sont de nature tant économique, que culturelle et politique.

La contribution principale de cet article est de proposer et discuter différentes solutions permettant de transférer de façon effective la propriété et/ou le contrôle des entreprises et secteurs d'État.

Cet article a pour objet de contribuer à la discussion en cours sur un sujet particulièrement brûlant : l'introduction de la logique économique du marché dans les pays de l'Europe de l'Est. C'est précisément dans l'optique de cette nécessaire discussion que cet article se présente en quelque sorte sous un double éclairage, celui du point de vue de chacun des auteurs. En particulier, l'un d'entre eux considère la privatisation comme le moyen le plus efficace permettant de créer l'environnement de marché ; l'autre croit davantage en la possibilité d'introduire la concurrence au sein d'un secteur public décentralisé et déconcentré. L'un considère que le marché est le meilleur mécanisme de sélection et d'allocation des compétences économiques, notamment dans les entreprises ; l'autre attribue un rôle important aux pouvoirs publics et au système éducatif dans la formation et la sélection des managers. L'un des auteurs considère que la restructuration industrielle devrait, pour l'essentiel, reposer sur un marché du capital basé sur la

* Nous remercions Patrick Bolton et Jean Tirole pour leurs utiles commentaires.

propriété privée des moyens de production ; l'autre croit également en l'importance d'une politique publique crédible pour impulser et coordonner une telle restructuration.

Il est apparu, pourtant, que ces différences de points de vue pouvaient en une certaine mesure se fondre dans une approche pragmatique des problèmes de transformation confrontés par les pays de l'Est.

Le sujet est trop complexe et trop important pour que la diversité d'opinions et d'analyses, la pluralité des apports souhaités ne viennent aider à l'indispensable clarification des idées qui seront à la base des transformations capitales auxquelles nous assistons. Il n'y a certainement pas qu'une seule voie de transition utilisable par les différents pays. L'objet de cet article est de mettre en évidence certains problèmes, à nos yeux incontournables, et a priori communs à l'ensemble des pays de l'Est concernés, quels que soient le rythme et la nature des réformes institutionnelles qu'ils auront choisies.

L'héritage de l'ancien système

Les économies socialistes à planification centralisée ont été conçues en opposition aux économies capitalistes de l'époque. Les ajustements naturels de la vie économique et ce qu'il est convenu d'appeler les lois du marché y ont été remplacés par l'intervention directe du planificateur central. La nationalisation de tous les moyens de production devait assurer, outre le contrôle exclusif de l'économie, l'élimination des imperfections et des inconvénients du marché. La planification centrale devait se substituer aux mécanismes de l'offre et de la demande, et la politique économique ne devait plus avoir pour objectif d'intervenir a posteriori pour corriger les choix effectués. Les décisions des organismes planificateurs étaient d'emblée au cœur du processus déterminant l'allocation des ressources et la distribution des revenus.

La production nationale a été organisée en quelque sorte comme dans une firme géante, une sorte de grande société monopolistique dont l'État serait le propriétaire. Les unités de production devant agir selon les instructions centrales, les interdépendances verticales remplacent les interdépendances horizontales. Un mécanisme de sélection des chefs d'entreprise propre au système bureaucratique se développe, souvent basé sur des critères autres que celui de l'efficacité économique. Les prix et les salaires ainsi que tous les objectifs du plan et les moyens de sa réalisation (par produit et par entreprise) sont déterminés par le planificateur. Le système de prix rigides fixés pour de longues périodes en fonction de ce que l'on croyait être le coût de production, et sans tenir compte de la demande, est accompagné d'un système complexe de taxes et de subventions. Le lien entre l'épargne et l'investissement disparaît — l'investissement est décidé par le planificateur central (aussi bien la part de l'investissement dans le revenu national, que la répartition entre les secteurs). Le risque et la responsabilité

financière des entreprises d'État sont quasi inexistantes, la monnaie étant avant tout un instrument de comptabilité et de contrôle. Les flux financiers entre entreprises sont ajustés aux flux planifiés en termes physiques. Il n'existe qu'une seule banque (une monobanque) qui joue à la fois le rôle de banque centrale et celui de banque commerciale. Le commerce extérieur est soumis au monopole de l'État.

La force incontestable de ce système fut sa capacité à mobiliser les ressources matérielles et humaines sur des objectifs prioritaires : par exemple la reconstruction après la guerre ou l'industrialisation. Ses faiblesses se sont cependant fait sentir lorsqu'il s'est agi de répondre à des besoins de plus en plus complexes et de faire face au défi posé par la concurrence des économies capitalistes modernes.

Privées des indicateurs, des « signaux » du marché, ces économies centralement planifiées ont créé leurs propres critères d'évaluation des performances (liés à la réalisation du plan en termes quantitatifs) et une grille artificielle d'incitations et de récompenses. Dans ce contexte, le calcul économique et les choix en termes d'analyse coûts-avantages ont perdu leur raison d'être.

La faible performance économique et les déséquilibres croissants — interne et externe — engendrés par l'ancien système furent accompagnés du gaspillage des ressources et de pénuries. Le comportement des agents économiques y était souvent marqué par l'absence de motivation à réduire les coûts ou à maximiser la valeur actualisée des profits futurs, par le manque d'incitations à innover et à réaliser un rendement optimal.

Ce système traditionnel de planification centralisée a subi de nombreuses modifications au cours des trente dernières années. Au-delà des changements marginaux permanents — limitation du nombre des tâches obligatoires, allègement des contrôles administratifs, modifications du système d'incitation, réformes du système de prix — certains pays (tels la Hongrie mais aussi la Pologne) ont adopté des solutions plus radicales : élimination du plan annuel obligatoire, élargissement des relations contractuelles entre les entreprises, introduction d'un système de prix mixte ou de prix libres mais contrôlés coexistent avec les prix fixes ; suppression des agences de contrôle intermédiaires entre le gouvernement central et les entreprises, et décentralisation des décisions courantes.

Une place beaucoup plus grande accordée au marché devait permettre d'éliminer les imperfections de la planification. Mais la forte intervention centrale, supposée, elle, corriger les imperfections du marché (notamment dans le domaine de l'investissement), fut maintenue. On espérait que les deux mécanismes pourraient fonctionner efficacement en s'épaulant mutuellement. Mais les tentatives successives de réformes ont fait apparaître la puissance des mécanismes recentralisateurs et les effets pervers d'une décentralisation partielle. En particulier, dans ces économies caractérisées par de graves pénuries, une autonomie accrue des entreprises d'État, souvent monopolistiques, s'est traduite par de fortes augmentations des prix et des différences

de revenus qui, jugées insupportables, ont incité le planificateur central à réaffirmer son contrôle sur l'appareil productif. Le système de planification centralisée s'est ainsi avéré très résistant aux changements, et notamment à l'introduction de « greffes de marché » à caractère limité.

L'enjeu de la transformation aujourd'hui engagée dans les pays de l'Europe de l'Est est d'introduire de façon durable une véritable logique de marché dans des économies fonctionnant depuis quarante ans, selon une logique bureaucratique. Pour changer véritablement le système, il apparaît nécessaire qu'un ensemble important de mesures soit adopté *conjointement* et *immédiatement*, assurant l'irréversibilité et la crédibilité du processus de transformation. Cela pose le problème de l'identification de cet ensemble et celui de l'enchaînement des réformes nécessaires.

Le débat théorique sur la privatisation

Le principe d'une réforme radicale des institutions économiques dans les pays de l'Europe de l'Est est aujourd'hui universellement admis, y compris par les dirigeants de ces pays. Tous, en effet, reconnaissent la nécessité et l'urgence d'un désengagement de l'État dont l'intervention devrait se limiter de plus en plus au long terme et au maintien des grands équilibres macroéconomiques et sociaux. Ce jugement est fondé sur le constat de l'échec des systèmes étatiques relativement à ceux des pays capitalistes développés. Le retard par rapport à ces derniers s'est considérablement creusé dans les vingt dernières années, surtout dans le domaine des biens de consommation et celui de la technologie avancée.

Une fois l'échec relatif du système à planification centralisée reconnu, la notion d'« économie de marché » vers laquelle il faudrait tendre, n'en demeure pas moins sujette à nombre d'interprétations. Cela tient à plusieurs raisons : tout d'abord l'histoire spécifique de chacun des pays concernés (l'URSS n'a pratiquement pas fait l'expérience de l'économie de marché au cours du vingtième siècle, ou ne s'est pas engagée dans le même type de réforme que la Hongrie ou la Pologne depuis une vingtaine d'années, etc ...) ; peut-être également la difficulté à discerner derrière la complexité institutionnelle et la diversité des économies mixtes contemporaines, les éléments essentiels qui font que ces économies « marchent ». Ce sentiment est d'autant plus justifié que la plupart des institutions et marchés à l'Ouest n'ont pas été consciemment créés mais ont, au contraire, peu à peu émergé au fil des décennies.

Dans cette section, nous nous proposons de discuter brièvement de ce qui semble avoir été des mécanismes moteurs dans les économies occidentales ; en particulier, quel rôle y jouent la propriété privée des moyens de production, le système bancaire, l'existence de marchés concurrentiels du travail et du capital, où se décide notamment l'allocation du contrôle des entreprises.

Les arguments en faveur de la propriété privée sont multiples. En premier lieu, la propriété privée des moyens de production donne aux entrepreneurs individuels l'incitation de produire de manière efficace, puisqu'ils sont seuls propriétaires des fruits de leur gestion si celle-ci est bonne, et seuls financièrement responsables si celle-ci est mauvaise. Ce premier argument en faveur de la propriété privée s'applique prioritairement aux petites entreprises individuelles. Les grandes entreprises modernes, quant à elles, sont sujettes au problème de la séparation entre la propriété (souvent détenue par une multiplicité d'actionnaires dispersés) et le contrôle (exercé par un « *manager* » et par le Conseil d'Administration élu par l'assemblée des actionnaires). Davantage que les actionnaires, ce sont souvent les grandes banques ou autres intermédiaires financiers qui exercent le contrôle sur les activités de ces grandes entreprises et veillent à limiter les abus ou détournements de pouvoir des dirigeants.

Les actionnaires (en particulier les plus puissants d'entre eux) ont la possibilité de faire pression sur le Conseil d'Administration dans le but de remplacer un dirigeant incompetent ou malhonnête ; la possibilité d'un tel recours devant le Conseil d'Administration est peu utilisée lorsque les actionnaires sont dispersés et que chacun d'entre eux a diversifié son portefeuille d'actions (c'est-à-dire son risque), en investissant simultanément dans un très grand nombre de projets.

L'instrument le plus effectif permettant le remplacement de dirigeants inefficaces est l'existence d'un marché pour le contrôle des entreprises, et notamment la possibilité d'acquisition par OPA. La menace d'un remplacement par OPA est considérée comme une incitation pour les dirigeants en place d'agir dans l'intérêt des actionnaires, c'est-à-dire avec l'objectif de maximiser la valeur nette actualisée de l'entreprise. L'efficacité du mécanisme d'OPA se heurte cependant au problème de « *free rider* », soulevé notamment par Grossman et Hart (1980) : dans le contexte d'un actionnariat dispersé, chaque actionnaire individuel préfère attendre que l'OPA ait lieu et que la gestion de l'entreprise se soit améliorée avant de revendre ses actions à un prix plus élevé. Le succès de l'OPA risque alors d'être compromis si l'ensemble des actionnaires raisonnent simultanément de cette même façon ⁽¹⁾.

Un second argument en faveur de la privatisation est que l'existence d'un vaste secteur privé limiterait les possibilités d'intervention directe et discrétionnaire de l'État, notamment pour protéger les entreprises en difficultés financières (y compris celles qui ont été mal gérées) contre la faillite. Or la faillite permettrait soit de liquider des projets devenus non rentables, soit de réorganiser l'entreprise sous le contrôle de ses créanciers devenus propriétaires. En cela, la faillite est un mécanisme complémentaire de l'OPA (et autres formes d'acquisition), permettant de corriger certaines déficiences dans la gestion et, le cas échéant, de

(1) L'argument de Grossman et Hart s'applique dans une moindre mesure au cas où il existe un nombre limité d'actionnaires de taille non négligeable, comme l'ont montré récemment Holmström et Nalebuff.

remplacer le dirigeant de l'entreprise. La question est alors de savoir s'il existerait un équivalent à ce type de mécanisme applicable dans le contexte d'un secteur nationalisé. Autrement dit, peut-on « durcir » la contrainte budgétaire des entreprises publiques ? C'est tout le problème de la crédibilité de l'engagement de l'État.

Plus généralement, la question est ouverte de savoir dans quelle mesure on peut introduire des mécanismes de concurrence et de sélection au sein même du secteur public. En particulier, une déconcentration et une décentralisation du secteur d'État peuvent-elles être, au moins partiellement, un substitut à sa privatisation, ou bien est-il nécessaire d'introduire un secteur privé dominant, pour assurer l'adhésion du secteur public aux mécanismes du marché et de la concurrence ?

Indépendamment des réponses apportées à ces questions, il est généralement admis qu'une démonopolisation et une déconcentration du secteur public doivent être considérées comme des préalables à sa privatisation. La démonopolisation du secteur public permettrait, en effet, de limiter les conséquences néfastes d'une libération des prix et, notamment, leur augmentation excessive. De tels comportements monopolistiques pourraient être évidemment limités par la mise en place d'une politique de réglementation. Laffont et Tirole (1989) ont cependant, mis en évidence certaines inefficacités de la réglementation, y compris lorsque celle-ci s'applique aux entreprises privées. Ces inefficacités proviennent notamment de la possibilité de collusion entre dirigeants des entreprises régulées et agences de réglementation (phénomène de « *regulatory capture* ») ou de l'absence de coordination entre les actionnaires et le régulateur (c'est-à-dire les deux « principaux ») par rapport à l'agent dirigeant.

Un autre argument en faveur d'une désétatisation de l'économie est lié à la capacité des entrepreneurs privés d'innover à la fois dans le domaine des technologies et dans celui des structures et organisations industrielles ou encore dans les méthodes de gestion. Ces entrepreneurs sont en effet soumis à une concurrence sur le marché du capital et sur le marché des produits qui impose une sélection, de type évolutionniste ou « schumpeterien », des techniques les plus performantes, des produits de meilleure qualité, etc ...

De ce point de vue, la création d'un environnement de marché concurrentiel apparaît comme une condition nécessaire non seulement pour permettre une bonne évaluation des coûts et la mise en œuvre de mécanismes incitatifs adéquats, mais également comme facteur de croissance, de progrès technologique et organisationnel. La libération des échanges internationaux sera naturellement appelée à jouer un rôle important dans l'ensemble des pays de l'Europe de l'Est engagés dans une transformation de leurs institutions économiques. Les nouvelles institutions juridiques et financières devront, précisément, favoriser une concurrence internationale accrue, en permettant l'accès des capitaux, banques et entreprises étrangères au marché domestique. Cela étant, l'ouverture nécessaire des frontières doit être davantage perçue comme un complément à la désétatisation et à la restructuration du secteur public.

Les contraintes au processus de privatisation

Jusqu'à présent, notre argumentation en faveur de la privatisation a été essentiellement théorique et abstraite : nous avons surtout cherché, dans la section précédente, à définir l'environnement institutionnel « minimal » susceptible de garantir l'exercice de la concurrence entre agents économiques sur les différents marchés, notamment les marchés du capital et celui du contrôle des entreprises.

Bien que cette approche théorique puisse permettre d'identifier certains objectifs de la transformation des économies de l'Est, elle ne peut être pleinement satisfaisante ; elle ignore, en particulier, de multiples contraintes — légales, sociales, politiques, celles liées aux structures industrielles existantes ou aux modes d'organisation interne des entreprises, le poids des habitudes et l'absence d'une véritable « culture de marché » dans la plupart des pays concernés, en particulier l'URSS. L'importance de ces contraintes explique sans doute pourquoi l'enthousiasme qui s'était initialement manifesté au sein des nouvelles équipes dirigeantes — notamment en Pologne, en Tchécoslovaquie et en Hongrie — en faveur d'une privatisation massive et rapide de l'économie, a fait place à une prise de conscience grandissante de la nécessité d'une transformation *progressive* incluant le recours à des solutions intermédiaires.

L'objet de cette section est d'évoquer brièvement quelques unes de ces contraintes, auxquelles il nous semble que tous les pays d'Europe de l'Est engagés dans un processus de transformation en « économies de marché » doivent ou devront faire face à différents stades de leur évolution.

Une première contrainte, d'ordre institutionnel, est liée au *statut légal* actuel des entreprises publiques. Les droits de propriété sur ces entreprises sont en réalité assez mal définis : la propriété légale de ces entreprises appartient certes à l'État, bien que le droit effectif de disposer de leurs actifs soit le plus souvent exercé — notamment depuis les réformes sur la gestion des entreprises d'État introduites durant la deuxième moitié des années quatre-vingt — par les conseils d'entreprise. Ces conseils peuvent notamment choisir (et révoquer) les directeurs, déterminer la répartition des profits, fixer les plans d'investissement. Ils jouissent donc d'un important pouvoir de décision bien que n'étant pas légalement détenteurs des droits de propriété sur l'entreprise et ses actifs.

Des pays tels que la Pologne ou la Hongrie, où une telle situation prévaut, se trouvent ainsi confrontés au problème suivant : éviter que la privatisation nécessaire d'une fraction substantielle de leurs économies ne s'effectue de façon arbitraire, au gré de décisions prises unilatéralement par les directeurs ou par les conseils d'entreprise. Une telle « privatisation » de la privatisation est d'autant moins souhaitable que, loin de contribuer à créer l'environnement de marché nécessaire, elle tend au contraire à perpétuer les phénomènes de népotisme et de corruption dont les économies de l'Est cherchent précisément à se

débarrasser. Ce type de privatisation « décidée d'en bas » ne peut, en particulier garantir que les dirigeants les moins performants seront remplacés par d'autres plus qualifiés.

De fait, la privatisation a pu être utilisée par certains membres de l'ancienne élite dirigeante comme un moyen leur permettant de transformer les privilèges politiques d'antan en rentes (ou pouvoir) économiques. C'est ainsi qu'est apparue la nécessité pour les gouvernements de l'Est d'affirmer leurs droits de propriété exclusifs sur le secteur d'État, c'est-à-dire le droit de disposer librement de l'ensemble des actifs publics lors, notamment, des phases successives de privatisation. Une telle reprise en main par l'État et le gouvernement central se heurte naturellement à des résistances politiques de la part d'employés (fonctionnaires) du secteur public et de l'opinion publique en général, laquelle tend à se prononcer pour une limitation du contrôle exercé par l'État et le gouvernement central.

Les contraintes politiques liées au processus de privatisation (ou plus généralement à la désétatisation) en cours dans les pays de l'Europe de l'Est constituent une seconde dimension importante du problème de la transition. Ces contraintes politiques ne sont certainement pas les mêmes d'un pays à l'autre. En Pologne, par exemple, où le débat sur les privatisations a commencé il y a trois ans, les résistances au processus de privatisation sont sans doute moins fortes qu'en Union soviétique. Certaines ambiguïtés demeurent pourtant dans les réponses données lors de sondages organisés sur la question des transferts de propriété. En particulier, un sondage récent effectué en Pologne (Grosfeld, 1990) montre qu'une majorité d'individus est favorable à une privatisation étendue à l'ensemble de l'économie polonaise ; le même sondage fait aussi apparaître le transfert des entreprises d'État à leurs employés comme étant le *seul* mode de transfert de la propriété publique à bénéficier d'un soutien populaire majoritaire. En particulier, le transfert d'actifs publics au bénéfice d'hommes d'affaires polonais ou étrangers, ou d'institutions financières (banques d'investissement, etc...) soulève des réticences au sein d'une majorité de Polonais. Quel que puisse être leur manque de familiarité avec certaines notions économiques de base, concernant notamment la répartition des risques et les choix de portefeuille, cette préférence pour l'actionnariat des salariés constitue certainement une contrainte politique et culturelle que le gouvernement polonais se doit de prendre en compte ⁽²⁾.

Une contrainte politique plus immédiate et sans doute plus fondamentale est liée à la *sécurité de l'emploi* : celle-ci était en effet garantie par les gouvernements précédents et elle est à présent sérieusement compromise, surtout dans les pays comme la Pologne ou la Hongrie qui se sont engagés dans un processus de libéralisation économique rapide. Les résistances politiques à la désétatisation se manifestent également dans un pays comme l'URSS qui ne semble pourtant pas

(2) C'est pourquoi notamment, la loi sur les privatisations qui a été votée par le Parlement en juillet 1990, prévoit que, jusqu'à concurrence de 20 % du capital des entreprises privatisables, les actions de ces entreprises pourront être vendues à leurs employés à moitié prix.

s'orienter vers un processus aussi rapide et radical qu'en Pologne ou en Hongrie. Plus précisément, certaines coopératives créées dernièrement en vue de libéraliser l'économie sont apparues, à tort ou à raison, comme parasites, facteurs d'augmentation des prix, etc ... et ont focalisé sur elles l'animosité, semble-t-il, du grand public.

Autre contrainte au processus de privatisation : l'absence d'un cadre juridique approprié, comportant notamment un droit de la propriété, un droit des contrats, une juridiction élaborée en matière de faillite, une réglementation anti-monopole ou « anti-trust » (autrement dit, un droit de la concurrence), un système bancaire et financier autonome par rapport au pouvoir exécutif.

A cela s'ajoute un autre type de contrainte structurelle que nous avons déjà évoqué dans la section précédente, à savoir la concentration excessive du secteur industriel.

Le manque de capital domestique permettant aux individus privés d'acquérir les actions des entreprises privatisables est souvent présenté comme l'obstacle majeur au transfert de la propriété d'État. Il existe différentes méthodes permettant à un tel obstacle d'être surmonté ainsi que des solutions potentielles à deux autres problèmes incontournables pour les pays engagés dans la transformation de leurs institutions économiques : d'une part, celui de l'évaluation des actifs des entreprises d'État en l'absence de prix de marché et, d'autre part, l'absence de dirigeants compétents, formés aux nouvelles techniques de gestion et de comptabilité et instruits des principes de base de l'économie de marché, c'est-à-dire capables de reprendre en main le contrôle des entreprises nouvellement privatisées.

Différentes modalités de transfert de la propriété des entreprises d'État

L'objet est ici de décrire puis de comparer différents mécanismes de désétatisation de la propriété et du contrôle des entreprises publiques. Nos critères de comparaison seront, d'une part, l'efficacité et la rapidité avec laquelle les différents modes de transfert envisagés sont susceptibles d'assurer l'émergence d'un environnement économique de « concurrence » et de « marché » et, d'autre part, l'aptitude des différents mécanismes de transfert à surmonter les contraintes et problèmes juridiques, financiers, politiques, culturels ... évoqués précédemment.

La privatisation par vente pure et simple d'actions des entreprises publiques aux individus privés est certainement *une* des modalités possibles ; cette solution « de bon sens » se heurte cependant à un certain nombre de difficultés s'agissant notamment des grandes unités de production, lesquelles constituent toujours l'essentiel du tissu industriel et productif des pays de l'Est. La première difficulté est le manque

de capital domestique, c'est-à-dire l'absence d'acheteurs potentiels disposant des moyens financiers nécessaires pour acquérir ces unités de production.

La seconde difficulté d'une privatisation par vente est celle de l'évaluation des actifs des entreprises publiques en l'absence de prix de marché. A ce propos, certains économistes (Newbery, 1990) mettent en garde contre les dangers d'une privatisation précipitée qui s'effectuerait *avant* que les marchés aient été libéralisés (c'est-à-dire avant que les actifs des entreprises à privatiser aient pu être évalués à leur « prix d'équilibre ») ou encore *avant* que ces entreprises aient été adéquatement restructurées et leur gestion « rationalisée ». La question est alors de savoir dans quelle mesure les nouvelles administrations en place peuvent de façon crédible s'engager à opérer une telle restructuration. Nous reviendrons plus loin sur ce dernier point. S'agissant du problème d'évaluation des entreprises publiques, il nous semble néanmoins que cette difficulté puisse être *partiellement* contournée par la mise en place d'enchères, aussi bien au niveau local que national. L'organisation de ces enchères relèverait soit directement du gouvernement, soit de banques, compagnies d'assurance, mutuelles qui auraient été préalablement mises en place par celui-ci.

Une troisième difficulté liée à la privatisation par vente provient précisément de l'absence, au stade actuel, d'une intermédiation financière et bancaire adaptée, permettant notamment d'assurer la liquidité et l'échangeabilité des titres de propriété, c'est-à-dire de crédibiliser le processus de privatisation. Le rôle de l'intermédiation financière est également décisif pour contrôler (et sanctionner) la performance des nouveaux dirigeants « privés », ainsi que pour permettre une réallocation adéquate des actifs des entreprises privatisées en cas de faillite, qui respecte notamment l'ordre de priorité entre les créanciers de ces entreprises. De fait, les prêts bancaires constitueront certainement la source majeure de financement externe des entreprises, notamment par rapport aux marchés financiers dont l'émergence et le plein fonctionnement requièrent sans doute un degré de développement plus avancé.

Un mode de transfert alternatif à la privatisation par vente et qui aurait l'avantage d'être a priori plus égalitaire et politiquement plus facile à réaliser, consisterait à *distribuer gratuitement* au grand public, soit des bons échangeables contre les actions des entreprises privatisables, soit des actions dans un nombre (restreint) de « holdings », compagnies d'assurance, fonds mutuels ..., ces derniers se répartissant ensuite la propriété des entreprises désétatisées. Les avantages de la privatisation « par distribution » paraissent multiples. Tout d'abord ce mode de transfert apparaît comme le plus populaire, notamment en Pologne et en Hongrie où les populations ont été sondées sur le choix des nouvelles formes de propriété. Cela n'est pas pour surprendre, dans la mesure où la privatisation par distribution gratuite est de tous les modes de transfert, celui qui semble a priori le plus juste, ne favorisant ni les richesses monétaires accumulées par certains, ni les positions acquises par d'autres sous l'ancien régime. Un autre argument en faveur de la distribution gratuite est sa relative « rapidité », notam-

ment par rapport à la privatisation par vente qui, comme nous l'avons vu plus haut, nécessite une mobilisation de capitaux et de fonds privés qui pourrait s'étaler sur plusieurs années. Cette considération a joué un rôle important dans des pays comme la Pologne, la Tchécoslovaquie, la Hongrie qui cherchent à opérer une transition rapide vers une économie à dominante privée. Un troisième avantage de la distribution gratuite « de masse » est son irréversibilité : une renationalisation des actifs distribués soulèverait en effet un mécontentement unanime des nouveaux actionnaires, c'est-à-dire de toute la population du pays concerné.

Le recours à ce mode de transfert permettrait également d'accélérer la création d'un marché du capital dont les vertus informationnelles et incitatives ont déjà été mentionnées dans la deuxième section. Cependant, si les cotations boursières peuvent constituer un indicateur relativement fiable de la performance des entreprises privées lorsque l'environnement de marché est stable (comme cela est en général le cas dans les pays occidentaux et pourrait également devenir le cas dans le long terme en Europe de l'Est), le prix de marché des actifs nouvellement distribués au public seront sujets à de multiples fluctuations intégrant une composante de « bruit » substantielle. La bonne performance de schémas incitatifs (notamment la structure de revenus des dirigeants) fondés sur l'évolution du prix de ces actifs serait dès lors quelque peu mise en défaut ; à cela pourrait éventuellement s'ajouter l'inefficacité engendrée par un investissement excessif des agents économiques dans l'acquisition d'une information à caractère essentiellement spéculatif et sans relation directe avec la bonne ou mauvaise gestion des entreprises concernées. La question de savoir dans quelle mesure une telle inefficacité constitue un coût inévitable de la transition, demeure largement ouverte.

On peut, également formuler un certain nombre de réserves ou critiques à l'encontre du mécanisme de distribution : en premier lieu, l'État toucherait un revenu nul sur la cession de ses actifs ce qui n'est pas sans conséquence, notamment en matière de déficit budgétaire. En particulier, l'État peut avoir besoin de liquidités additionnelles pour amortir les conséquences sociales de la libéralisation économique, à commencer par l'apparition et la montée rapide du chômage.

Un autre argument à l'encontre de la distribution gratuite a trait à la motivation et au degré d'information des nouveaux « actionnaires ». Il nous paraît en effet naturel d'imaginer qu'un individu privé qui a investi dans une entreprise (ou dans un fonds mutuel) *au détriment de sa consommation courante* aura davantage à cœur de veiller à la rentabilité de son investissement. C'est ainsi qu'il sera prêt à dépenser davantage de temps et d'efforts pour se maintenir informé et, à l'occasion, intervenir dans les décisions de (ou des) entreprises dont il sera devenu actionnaire. L'incitation ne sera pas nécessairement la même pour un individu qui aura reçu les obligations ou les actions des entreprises publiques « en cadeau ». Plus généralement, la distribution gratuite d'actions avec droit de vote pose de façon particulièrement aiguë le problème du transfert de contrôle : une distribution égalitaire d'actifs publics aux individus ou ménages privés conduirait, au moins dans un

premier temps, à une structure d'actionnariat *dispersée* et donc sans véritable moyen de contrôle sur l'activité des dirigeants en place. Qui disposera alors du poids et de la compétence nécessaire pour mesurer et sanctionner la performance de ces dirigeants et au besoin obtenir leur remplacement ? Qui disposera des liquidités nécessaires pour effectuer une OPA sur une entreprise mal gérée ?

Au-delà du débat sur le bien-fondé d'une politique de distribution gratuite d'actifs, ces questions en soulèvent une autre, plus fondamentale : celle de la distinction entre propriété et contrôle. Faut-il transférer les deux simultanément, en distribuant ou en vendant des actions porteuses d'un pouvoir de vote (à raison, par exemple, d'une unité de vote par action) ? Ou bien ne faut-il pas plutôt transférer la propriété et le contrôle des entreprises en utilisant des voies séparées ?

Les deux modes de transfert envisagés plus haut — vente directe ou distribution gratuite des titres de propriété — avaient, comme nous l'avons vu, la caractéristique commune d'opérer simultanément sur la propriété des actifs (c'est-à-dire sur la propriété des revenus générés par ces actifs) et sur les droits de contrôle (c'est-à-dire sur le droit de vote). On peut cependant imaginer d'autres mécanismes séparant les deux aspects de *propriété* et de *contrôle* et tels que les transferts de propriété (*stricto sensu*) puissent s'effectuer comme précédemment, par vente directe ou distribution gratuite, ou encore par d'autres moyens dont certains seront évoqués ci-après.

Un premier mécanisme de ce type consisterait à transférer la seule propriété des actifs publics tout en laissant à l'État (c'est-à-dire au gouvernement, aux parlements nationaux ou locaux, ou encore à des agences responsables devant les assemblées élues) la responsabilité de restructurer l'appareil productif, de mettre en place un nouveau système de comptabilité et d'incitations et enfin de sélectionner les nouvelles équipes de direction. Un tel mécanisme reviendrait à ce que l'État émette des titres de propriété (actions) sans droit de vote. Ces actions pourraient être soit distribuées, soit vendues. Une telle solution irait au-delà de l'idée de participation des salariés au résultat de l'entreprise ou de celle de la participation des salariés au capital de l'entreprise, dans la mesure où les agents économiques détiendraient des bons (c'est-à-dire des parts de revenus), pas seulement dans l'entreprise où ils travaillent, mais dans des secteurs entiers chapeautés par les holdings. En particulier, ils ne seraient exposés qu'à un risque agrégé, à priori inférieur au risque idiosyncratique subi par leurs entreprises individuelles. Ce mode de transfert aurait essentiellement l'avantage de permettre la création de marchés financiers où seraient évaluées les performances des entreprises ou groupements d'entreprises (holdings) cotés sur ces marchés. En particulier, le prix de marché des actions sans vote (ou des obligations) pourrait intervenir, à moyen terme, dans les schémas de rémunération des dirigeants concernés.

L'inconvénient d'une privatisation sans transfert de contrôle est bien sûr de laisser l'État central seul maître de l'économie, avec toutes les inefficacités qu'une telle situation a pu engendrer dans le passé et

pourrait aussi bien reproduire dans le futur. Il est donc important que l'État central puisse également transférer le contrôle d'un certain nombre d'entreprises et l'on peut imaginer différentes manières — plus ou moins efficaces et plus ou moins acceptables d'un point de vue politique — de transférer ce contrôle de façon séparée du transfert de propriété. Un premier mécanisme de « transfert dual » pourrait opérer comme suit : il s'agirait dans un premier temps de transférer le contrôle des entreprises publiques ou des « holdings » nouvellement créées à de nouvelles équipes de dirigeants sélectionnés par un (des) organisme(s) public(s). On pourrait notamment imaginer l'organisation de concours semblables à ceux créés par les grands corps de l'État en France, mais dont la préparation et le déroulement s'effectueraient sous l'étroite supervision d'institutions étrangères ou internationales (Commission européenne, banques internationales, *Management Consulting Groups*...). Dans le même temps, les droits de propriété sur ces entreprises seraient au moins partiellement cédés par l'État, sous forme d'actions sans droit de vote (distribuées ou vendues à des individus ou à des organismes collectifs de type fonds mutuels, coopératives, etc...).

Dans une deuxième étape, on introduirait la possibilité de « *manager-buy-outs* » (*m.b.o.*), c'est-à-dire la possibilité pour les dirigeants les plus performants de s'endetter auprès des (nouvelles) banques, afin de pouvoir racheter une certaine part (par exemple 10 ou 20 %) du capital des entreprises d'État. Cette part du capital garantirait à ces dirigeants le maintien du contrôle sur leurs entreprises, tout en leur donnant la possibilité de devenir propriétaires à travers un accès privilégié au crédit. Ce schéma incitatif aurait l'avantage de favoriser la création de marchés financiers tout en limitant les dangers d'un transfert de responsabilité au bénéfice de dirigeants incompetents. Dans le même temps et afin de soumettre les nouveaux managers devenus propriétaires à la discipline du marché pour le contrôle des entreprises, on pourrait transformer tout ou partie des actions sans vote, préalablement distribuées ou vendues, en actions porteuses d'un droit de vote.

L'idée sous-jacente à ce mode de transfert dual est de planifier la création de « noyaux de contrôle » dans les entreprises nouvellement privatisées. Cela n'exclut pas la possibilité d'acquisitions ou de rachats ultérieurs de ces entreprises par des équipes de direction plus performantes, dont l'accès au crédit devrait être tout autant favorisé. L'inconvénient majeur de cette solution paraît davantage d'ordre politique, dans la mesure où elle pourrait être perçue comme une façon d'institutionnaliser la privatisation au bénéfice des dirigeants de la *nomenklatura*. C'est pourquoi il importe à la fois que les nouvelles équipes de dirigeants soient présélectionnées de façon neutre et selon des critères agréés par des organismes internationaux et que la possibilité de rachat par *m.b.o.* n'intervienne que quelques années plus tard.

Une solution alternative a récemment été suggérée pour le cas de la Pologne, par Frydman et al (1990). Également conscients de la nécessité de séparer l'aspect contrôle dans le processus de transfert de propriété (et en particulier éviter que le contrôle des dirigeants ne relève de l'action collective d'un actionariat trop dispersé), ces auteurs pro-

posent que les entreprises d'État, dont les actions auraient préalablement été distribuées au grand public via un système de coupons, soient chapeautées par un nombre restreint de fonds d'investissement initialement contrôlés par des banques ou groupes financiers *étrangers*. Ces fonds d'investissement auraient donc pour fonction de gérer les portefeuilles de titres nouvellement distribués aux agents privés polonais et ils détiendraient la totalité du pouvoir de contrôle sur leurs entreprises filiales.

Conscients des problèmes politiques que susciterait la possibilité pour les investisseurs étrangers de devenir propriétaires des entreprises nouvellement privatisées, ces auteurs proposent de découpler la propriété des entreprises — laquelle demeurerait pour l'essentiel aux mains des Polonais — de leur contrôle qui, de fait, serait exercé, au moins dans un premier temps, par les groupes étrangers.

Cette solution a pour avantage de permettre une privatisation rapide de l'économie polonaise tout en veillant, à la fois à ce que le transfert de propriété s'effectue de façon relativement égalitaire (les agents privés disposeraient tous de la même quantité de coupons qui seuls pourraient être échangés contre des paniers d'actions gérés par les fonds d'investissement) et à ce que le contrôle des entreprises nouvellement privatisées soit exercé par des institutions ou groupes expérimentés, familiarisés avec les technologies, le savoir-faire et les méthodes de gestion les plus modernes à l'Ouest.

L'inconvénient majeur de cette solution, qui consiste essentiellement à transférer le contrôle sans la propriété à des fonds d'investissement basés à l'Ouest, est qu'elle ne garantit nullement que les investisseurs étrangers concernés ne *sous-investiront* pas dès lors qu'ils ne pourront s'approprier l'essentiel du surplus engendré par leurs investissements. Un autre inconvénient, lié au transfert de contrôle au profit de groupes étrangers, est que rien ne garantit que ces groupes d'investissement agiront d'abord dans l'intérêt des entreprises de l'Est qu'ils auront à charge de contrôler. Les investisseurs étrangers — et a fortiori s'ils ne disposent pas de l'accès à la propriété des entreprises qu'ils contrôlent — pourront être davantage tentés par la recherche de synergies avec leurs activités à l'Ouest. On peut aboutir finalement à un problème d'agence semblable à celui que l'on prétendait résoudre, avec une multiplicité d'actionnaires dispersés (les « principaux ») ayant à contrôler collectivement les décisions de leur agent commun, à savoir le groupe d'investissement étranger. Nous voilà en quelque sorte revenus à la case « départ ».

Pour autant, nous ne considérons pas cette solution alternative comme devant être nécessairement écartée. Elle a notamment le mérite de distinguer entre la nécessité d'une répartition égalitaire des droits de propriété et celle de la formation de noyaux de contrôle compétents pour opérer les restructurations et les modernisations nécessaires.

Nous avons cependant mentionné certains dangers qu'il y aurait à transférer le contrôle — sans la propriété — des secteurs désétatisés à des investisseurs étrangers. La prise en compte de ces dangers peut

conduire à privilégier la première solution qui inclut la possibilité de « *manager-buy-outs* » au bénéfice de managers autochtones.

Cette solution n'exclut nullement, bien au contraire, le recours à des institutions étrangères et internationales (banques, groupes d'investissement, sociétés de consultants en management, etc ...), lesquelles pourront intervenir aussi bien dans le processus de formation et de sélection des nouveaux managers que dans la mise en place, à l'échelle d'un secteur ou d'une industrie, de nouveaux systèmes de comptabilité et de nouveaux schémas d'incitation. En outre, notre solution au problème du transfert de contrôle apparaît compatible avec différents modes de transfert de la propriété : aussi bien les modes « rapides », comme la distribution gratuite d'actions au grand public, que les modes plus lents de privatisation par vente d'actions d'État à des individus privés, des fonds mutuels, des banques, des compagnies d'assurance ou encore de nouvelles équipes performantes de managers. Les mérites relatifs de ces différents modes de transfert ont, quant à eux, déjà fait l'objet d'une discussion détaillée.

Nous n'avons pas épuisé, tant s'en faut, les formes nouvelles que pourrait prendre la propriété des entreprises désétatisées : propriété individuelle de nouvelles petites et moyennes entreprises (notamment en agriculture ou dans des secteurs traditionnels comme le textile ou le vêtement), actionnariat des employés, propriété transférée à des coopératives, municipalités, syndicats, associations ... De ces formes multiples de propriété, l'une des plus populaires en Europe de l'Est est l'actionnariat des employés. L'idée de base est que les actions détenues par les employés d'une entreprise sont individuelles et exclusives, mais ne peuvent être échangées qu'entre employés de cette même entreprise.

Deux modes alternatifs de transfert de la propriété au profit des employés peuvent être envisagés : distribution gratuite ou vente. La solution de vente inclut la possibilité d'un « *employee-buy-out* », semblable aux *m.b.o.* mentionnés plus haut, qui interviendrait à l'issue d'une période intermédiaire durant laquelle l'entreprise serait « louée » à ses employés.

Politiquement attrayant, l'actionnariat exclusif des employés présente cependant plusieurs inconvénients : le premier est de favoriser les investissements à *court terme* aux dépens d'investissements de long terme, notamment en recherche et développement, dont seuls les actionnaires-employés *futurs* pourraient bénéficier. Le second inconvénient de cette forme de propriété est d'empêcher le développement d'un véritable marché du capital avec possibilité d'acquisitions (OPA) par des équipes dirigeantes plus performantes. Plus généralement, il est clair que l'appropriation des entreprises d'État par leurs employés se heurterait à nouveau au problème de la séparation entre propriété et contrôle. Ce problème peut devenir particulièrement aigu dans le cas de firmes de grande taille dont la propriété serait alors dispersée entre une multitude d'employés-actionnaires ⁽³⁾.

(3) Pour une analyse détaillée des coûts sociaux que risque d'engendrer une mise en œuvre généralisée de ce mode de propriété, nous renvoyons à une étude de M. Hinds (1990), laquelle s'appuie en partie sur l'exemple yougoslave.

La place des transformations microéconomiques dans l'enchaînement des réformes

Le débat engagé depuis plusieurs mois sur le rythme optimal à imprimer au processus de transformation (« *big bang* » ou évolution progressive) ne sera pas développé ici. Entre la transformation rapide, qui risque d'entraîner des coûts d'ajustement très élevés à court terme — chômage, baisse du revenu réel, faillites massives — et les changements graduels qui comportent le risque d'une incohérence structurelle et intertemporelle, il conviendrait de chercher des réponses pragmatiques, partant des situations propres à chaque pays. Celles-ci devraient, d'une part, indiquer clairement la rupture avec l'ancien système en assurant la crédibilité du changement, et, d'autre part, indiquer une séquence de mesures se renforçant mutuellement.

Il est clair que l'ordre et le rythme des réformes dépendront dans une large mesure des distorsions (déséquilibres macroéconomiques, système de prix et subventions, système fiscal, etc ...) existant à des degrés divers dans les différents pays, du poids relatif des contraintes (juridiques, politiques, culturelles) mentionnées plus haut, ainsi que de la légitimité des gouvernements en place. Ceux-ci ne pourront cependant esquiver le problème difficile de l'enchaînement des réformes. Ce problème a déjà été analysé dans le contexte des pays en voie de développement également engagés dans des politiques de libéralisation économique. Ces analyses sont pour l'essentiel centrées sur la question du choix de l'ordre entre d'une part, les mesures de stabilisation macroéconomique et d'autre part, les mesures de libéralisation des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux.

On retrouve ce même débat dans le cadre des économies post-centralement planifiées : en général, la stabilisation macroéconomique y est considérée comme un préalable nécessaire, permettant d'instaurer un climat de confiance, l'ouverture au marché mondial ne pouvant que suivre une remise en ordre de l'économie nationale. Dans le même temps, des mesures comme l'introduction immédiate de la convertibilité (ne serait-ce qu'interne) des monnaies est-européennes vis-à-vis des devises occidentales sont également considérées par certains économistes comme nécessaires pour accroître la crédibilité de l'engagement de l'État, pour renforcer la monnaie nationale, pour exposer davantage les économies domestiques aux prix du marché mondial pour les biens échangeables.

A notre avis, cependant, l'enjeu du débat sur la séquence des réformes va au-delà du simple choix de priorité entre stabilisation et ouverture des échanges internationaux. L'idée que l'ouverture au marché mondial entraînerait d'elle-même les ajustements structurels indispensables nous semble difficilement acceptable, s'agissant notam-

ment des économies post-centralement planifiées. En particulier, les entreprises d'État, habituées depuis plusieurs décennies à une gestion fondée sur une contrainte budgétaire « molle », à l'absence de toute menace de faillite, etc ..., peuvent s'avérer aujourd'hui incapables d'opérer les adaptations nécessaires aux nouvelles contraintes économiques et financières, notamment celles imposées par l'ouverture au marché mondial. Le comportement des entreprises d'État en Pologne pendant les six mois du programme de stabilisation et de libéralisation est à cet égard, édifiant ; il se caractérise dans une large mesure par un « attentisme » des directeurs d'entreprises qui perçoivent souvent le durcissement de la contrainte budgétaire comme étant de nature temporaire.

Que faut-il faire pour modifier les anticipations des dirigeants et rendre crédible le durcissement de la contrainte budgétaire à laquelle ils doivent faire face ? La redistribution des droits de propriété et le désengagement de l'État renforceraient certainement la crédibilité du processus de transformation et faciliteraient une refonte de l'appareil productif devenu inefficace et désuet. La restructuration industrielle pose cependant un problème difficile : d'une part, la rentabilité des différentes entreprises et secteurs publics est difficile à évaluer et plus généralement l'information sur laquelle devrait s'appuyer les nouveaux choix industriels du gouvernement est insuffisante, compte tenu notamment des profondes distorsions de prix ; d'autre part, une restructuration industrielle semble nécessaire pour éviter que la sélection imposée par le marché n'opère aveuglement, sans distinguer les activités rentables à long terme, bien que temporairement soumises à des contraintes de liquidité, de celles qui — non rentables — devraient être éliminées dans le cadre d'une telle restructuration.

Quelle que puisse être l'importance des réformes de la propriété et du contrôle du secteur public, à la fois pour assurer la crédibilité et l'irréversibilité des nouvelles règles du jeu économique et faciliter le déploiement d'une véritable restructuration industrielle, le succès de ces réformes dépendra en grande partie de l'environnement institutionnel préalablement créé (notamment l'établissement d'un nouveau système bancaire et le développement d'un marché d'actifs financiers). Dans une première phase de développement, on peut penser que les banques seront appelées à jouer un rôle déterminant dans le financement et le contrôle des entreprises. La question se pose alors de la forme de propriété « optimale » des intermédiaires financiers.

Conclusions

Deux remarques pour conclure. La première remarque concerne la diversité des modalités de transfert de la propriété et du contrôle des entreprises publiques ; nous avons mentionné quelques unes des solutions possibles, chacune avec ses avantages et ses inconvénients. Nous ne prétendons nullement avoir découvert *la* solution optimale applicable à l'ensemble des pays de l'Est concernés. Sans perdre de vue certains objectifs de base (déconcentration de l'économie et établissement d'une réelle concurrence à tous les niveaux de production, remplacement de la planification centralisée par des mécanismes de marché, mise en place d'une nouvelle structure bancaire et financière capable de contrôler l'activité des managers, etc ...) qui doivent être communs à tous ces pays, il nous semble que les processus de désétatisation qui verront le jour dans ces différents pays, revêtiront un caractère multiforme en combinant sans doute (mais à des degrés divers) certains mécanismes décrits dans cet article.

Notre seconde remarque est qu'y compris dans ceux des pays qui, comme la Pologne, ont choisi la voie d'une privatisation rapide de leur économie, le gouvernement et le secteur public continueront, pendant plusieurs années encore, de jouer un rôle non négligeable, notamment dans la réglementation des entreprises publiques et celle des entreprises nouvellement privatisées, dans la restructuration et la déconcentration industrielles et dans la sélection et le contrôle des managers affectés aux grandes unités de production ⁽⁴⁾.

La question est alors de savoir ce qui dans ces pays — et *a fortiori*, dans ceux qui, comme l'URSS, n'ont pas (ou pas encore) choisi de s'engager dans un processus de privatisation de la même ampleur et à la même vitesse que celui récemment engagé en Pologne — permettra une amélioration sensible de la gestion des secteurs publics ou « par-publics ». En particulier, comment les gouvernements de l'Est pourront-ils *s'engager* à garantir l'autonomie de gestion des entreprises publiques et soumettre ces entreprises aux mêmes règles de refinancement ou de faillite que les entreprises privées ? Leur sera-t-il possible de démonopoliser le secteur public et d'établir des relations de concurrence au sein même de ce secteur d'une part, et entre les entreprises de ce secteur et les firmes privées d'autre part ? Quel sera notamment le rôle de la concurrence internationale et de ces nouvelles formes de concurrence intérieure dans l'évaluation de la performance des entreprises sous contrôle public et en particulier comme base sur laquelle sanctionner les dirigeants de ces entreprises ? Peut-on penser que l'intervention des organismes de prêts internationaux (FMI, Banque Mondiale, BERD, ...) dans la gestion des nouvelles banques et autres institutions financières qui verront le jour dans les pays d'Europe de l'Est, suffira à garantir le remplacement des contraintes budgétaires « molles » par des

(4) Les petites ou moyennes unités pourront sans doute être plus facilement et rapidement privatisées au profit, soit de leurs employés, soit d'actionnaires individuels ou collectifs à ces entreprises.

contraintes budgétaires « dures » à l'échelle de ces pays ? Quel rôle jouera la démocratie politique dans ce processus : le vote négatif des électeurs pourra-t-il servir de mécanisme de sanction à l'égard des gouvernements qui ne respectent pas leurs engagements à désétatiser l'économie, ou au contraire la démocratie politique poussera-t-elle les gouvernements de l'Est à recourir de façon prolongée à des rallonges budgétaires, de façon à éviter des faillites d'entreprises aux conséquences impopulaires ?

Ces questions constituent autant de sujets de recherche dont l'investigation irait bien au-delà des ambitions de la présente étude. Elles n'en demeurent pas moins difficilement contournables pour tout économiste intéressé dans les aspects institutionnels et microéconomiques de la transformation des économies d'Europe de l'Est.

Références bibliographiques

- FRYDMAN, R. et A. RAPACZYNSKI, 1990 : « Privatization in Poland, A New Proposal » *Working Paper, Columbia University, New York, N.Y.*
- GROSFELD, I., 1990 : « Privatization of State Enterprises in Eastern Europe : The Search for a Market Environment », *Document Delta, Paris.*
- GROSSMAN, S. et O. HART, 1980 : « Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of Corporation », *Bell Journal of Economics.*
- HINDS, M., 1990 : « Introduction of Market Forces in Eastern European Socialist Economies », *World Bank Paper Series.*
- LAFFONT, J.J. et J. TIROLE, 1989 : « The Politics of Government Decision Making : Regulatory Institutions », *MIT Working Paper.*
- LAFFONT, J.J. et J. TIROLE, 1990 : « Privatization and Incentives », Université des Sciences Sociales de Toulouse.
- NEWBERY, D., 1990 : « Tax reform, trade liberalization and restructuring in Hungary », *European Economy, Commission des Communautés européennes, N° 43, mars 1990.*