

# ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР: УРОКИ КРИЗИСА, УСИЛЕНИЕ КОНТРОЛЯ

---

## «VITESSE» DE LIBERALISATION FINANCIERE ET PERFORMANCES ECONOMIQUES DANS LES PAYS EN TRANSITION. ETUDE DU CAS DES DIX PAYS EX-SOCIALISTES ENTRES DANS L'UNION EUROPEENNE

I. Syssoyeva-Masson, C. Berthomieu

Université de Nice-Sophia Antipolis, CEMAFI  
24 avenue des Diablos Bleus 06300 NICE

Dans ce travail de recherche, nous nous sommes intéressés à l'étude de la relation «*vitesse* de la libéralisation financière/*croissance*» pour les dix pays ex-socialistes entrés dans l'Union européenne selon la nature des flux financiers libéralisés, en laissant de côté, pour des travaux ultérieurs, les questions des liens «libéralisation financière/baisse du chômage et réduction de l'inflation».

**Mots clés:** la libéralisation, la transition, l'UE.

**Introduction.** L'Europe de l'Est (1) s'est constituée après la seconde guerre mondiale, dans la zone d'influence acquise alors par Staline. Lorsque les partis communistes arrivent au pouvoir, les pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) (2) se transforment en «démocraties populaires». La propriété collective des moyens de production, la planification centralisée de l'économie, la domination du parti communiste et plus généralement celle, politique, de l'URSS et de Staline, isolent ces pays du reste du monde.

La chute du mur de Berlin, le 9 novembre 1989, marque la fin de cinquante ans de socialisme pour l'ensemble des pays de l'Est, entraînant la quasi-disparition des anciens systèmes socialistes (2). A partir de 1989, une grande partie de ces pays de l'Est est entrée dans un processus de transition vers l'économie de marché, à des dates et selon des modalités différentes selon les pays. Mais, dans le domaine des relations financières, à peine un mois après la chute du Mur de Berlin, la dynamique de la transition se mettait rapidement en place, avec la création, au sommet de Strasbourg, en décembre 1989, de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (la BERD), et l'octroi d'aides financières (réunion du G-24 à Bruxelles, le même mois).

Ces pays ont dû alors entreprendre d'organiser, plus ou moins rapidement, le passage de leurs systèmes financiers jusqu'alors «réprimés» à des formes nouvelles de systèmes financiers «libéralisés». Selon la doctrine «libérale» (3) désormais suivie dans ces pays, en effet, le but explicite de cette «libéralisation financière» (dans sa double dimension interne et externe) était de rendre leurs systèmes financiers plus efficaces pour qu'ils contribuent à l'amélioration des performances macro-économiques nationales, à savoir, essentiellement, la croissance de la production par habitant (PIB per capita), la baisse de l'inflation et la réduction du chômage. Et, comme ces pays furent rapidement

attirés par (ou sollicités pour) leur éventuelle adhésion à l'espace économique de marché constitué par l'Union européenne, la mise en œuvre de leur «libéralisation financière» s'est faite, dès l'origine, en vue de leur «intégration financière» de leurs systèmes financiers nationaux au système financier européen existant [3; 4].

Mais ils l'ont fait selon des rythmes différents, du fait de choix politiques nationaux spécifiques et des contraintes nationales structurelles, de natures différentes, héritées du passé. Fallait-il adopter une «thérapie de choc» ou procéder de «façon plus gradualiste» en la matière? Cette question qui, à la lumière des échecs provoqués par l'adoption de la première stratégie dans le cas de la Russie, a fait l'objet d'un vif débat entre les «théoriciens de la Transition» et les «praticiens» des Institutions de Washington (FMI et Banque mondiale), nous a semblé capitale, s'agissant des pays qui nous intéressent ici (PECO et pays Baltes) en limitant toutefois notre examen aux questions «financières» de la libéralisation et à la composante «externe» de ce processus de libéralisation (4).

C'est la raison pour laquelle, dans ce travail de recherche, nous nous sommes intéressés à l'étude de la relation «*vitesse* de la libéralisation financière/*croissance*» pour les dix pays ex-socialistes entrés dans l'Union européenne selon la nature des flux financiers libéralisés, en laissant de côté, pour des travaux ultérieurs, les questions des liens «libéralisation financière/baisse du chômage et réduction de l'inflation».

Le plan du papier est donc le suivant: dans une première section, nous rappellerons rapidement comment s'est effectuée l'intégration des dix nouveaux pays membres de l'UE (NPMUE) dans l'espace financier européen; dans une deuxième section, nous préciserons le sens et la justification de notre distinction entre les pays ayant libéralisés leurs relations financières internationales *rapidement* ou *lentement* (c'est à dire avec précaution) que nous nommerons, en suivant la proposition de I. Syssoyeva-Masson [3], «Rapid *versus* Cautious Liberalisers»; la section 3 consistera en la justification empirique de cette distinction par la mise en évidence de la différence des effets de la libéralisation financière sur les performances de croissance entre les deux groupes de pays; dans la dernière (et quatrième) section, nous tirerons les principales conclusions de cette recherche et dégagerons quelques perspectives de recherches ultérieures pour enrichir l'analyse.

**Section 1. L'intégration des dix nouveaux pays membres de l'UE (NPMUE) dans l'espace financier européen [3].** Le passage à l'économie de marché exigeait des financements considérables pour faciliter la réaffectation des investissements dans les secteurs productifs, moderniser des installations périmées, améliorer les infrastructures publiques et procurer les ressources financières nécessaires aux entreprises naissantes. Au cours des premières années de la transition, les pouvoirs publics des pays en transition ont eu du mal à obtenir les capitaux nécessaires. En fait, il n'y a pas eu, pour ces économies, un nouveau «Plan Marshall». Au lieu de cela, ces pays ont eu droit à une assistance beaucoup plus limitée, fournie principalement par les institutions financières internationales, l'Union européenne et certains pays bailleurs de fonds.

Néanmoins, au cours des presque vingt dernières années, les dix NPMUE ont réalisé d'énormes avancées sur la voie de leur intégration à l'économie mondiale, via leur intégration à l'Union européenne (UE): l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, les Républiques slovaque et tchèque et la Slovénie sont devenues membres de

l'UE) en 2004, la Bulgarie et la Roumanie en 2007. Le commerce avec le reste de l'Union européenne (alors l'UE-15) s'est rapidement développé et presque vingt années d'investissements directs étrangers ont radicalement transformé les secteurs des entreprises et des banques de beaucoup d'entre eux.

Mais tous les pays n'ont pas progressé au même rythme. Dans certaines des économies en transition d'Europe de l'Est, les responsables de la politique économique se sont heurtés aux dilemmes désormais bien connus des marchés émergents en rapide expansion qui reçoivent des apports de capitaux massifs, conjugués à des problèmes budgétaires à moyen terme semblables à ceux des économies matures de l'UE. Dans d'autres pays, les progrès ont été inégaux dans des domaines aussi importants que la restructuration des entreprises et des banques, et la réforme du cadre juridique et réglementaire.

Il est bien connu que le processus d'intégration au sein de l'UE prévoit la mise en place de réformes de libéralisation de l'économie rapides et obligatoires pour tous. C'est donc la principale raison qui a fait avancer le processus de libéralisation financière dans les dix NPMUE; en effet, dans le processus d'intégration européenne, la *libéralisation externe* est un préalable: au début et au milieu des années 1990, tous les pays avaient signé un accord de coopération avec l'UE (qui avait très souvent été précédé par les signatures des accords de libéralisation commerciale appelés «*Accords commerciaux Europe*») et ils avaient officiellement fait une demande d'adhésion, cette adhésion obligeant les pays candidats à atteindre un degré de libéralisation financière complète au moment de l'adhésion, car la libre circulation de capitaux est un des principes fondamentaux de l'UE (5).

Un autre facteur qui a accéléré le processus de libéralisation financière dans ces pays, fut leur adhésion au FMI et à l'OCDE: ainsi, quatre pays parmi les PECO (la Hongrie, la République tchèque, la Pologne et la Slovaquie) sont devenus membres de l'OCDE dès les années 1995—2000.

Si bien que, si on compare le processus de libéralisation financière dans ces dix pays à ce qui est advenu dans d'autres pays ex-socialistes ou dans d'autres régions émergentes, on peut dire que les dix NPMUE ont connu une expérience spécifique. En effet, leur processus de libéralisation financière a été beaucoup moins «exposé» aux apparitions des crises financières que, par exemple, les pays de l'Asie ou de l'Amérique latine. Ceci s'explique, au moins partiellement, par le ciblage de leurs politiques de transformations institutionnelles sur leur adhésion future à l'Union européenne et par le soutien (logistique et financier) fourni habituellement par l'UE aux pays candidats à l'adhésion.

La figure 1, que nous empruntons à l'étude très fouillée de L. Vinhas de Souza (2004), présente de façon synthétique une évaluation synthétique du processus de libéralisation financière (6) dans ces dix NPMUE. L'indice repérant ce processus décroît avec le progrès de la libéralisation (le niveau maximal de libéralisation financière correspond à l'indice 1 et le niveau minimal à 3). Le processus de libéralisation s'est déroulé presque sans interruption pendant toute la période. Les pics que nous pouvons observer pour les années 1990 n'indiquent pas d'inversion du processus de libération, ils reflètent simplement l'ajout des Etats Baltes (nouvellement indépendants) dans l'échantillon des données. En tant qu'anciens membres de l'Union Soviétique, ces pays apparaissaient

comme des économies fortement fermées; en même temps, dès leur indépendance, ces pays ont mis en place des réformes libérales. Par la suite, on observe une légère tendance à la hausse de l'indice, qui reflète une petite inversion du processus de libéralisation (à partir de 1995 et jusqu'au début de 1997), puis, à nouveau, une tendance vers une libéralisation presque complète.

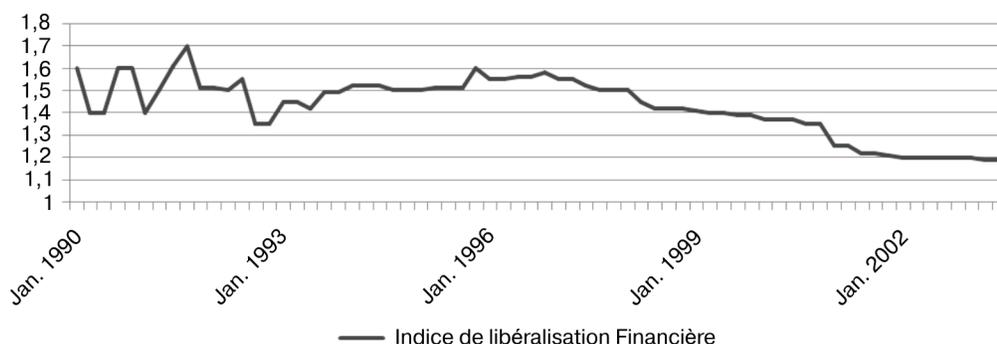


Fig. 1. Indice de la libéralisation financière (moyenne pour les dix pays) (16)

Source: [4]

L'adhésion à l'UE, néanmoins, n'impliquait pas le respect d'étapes obligatoires quant à l'ordre selon lequel les pays candidats devaient libéraliser leur compte de capital; pendant les négociations de leur adhésion à l'UE, chaque pays candidat devait présenter le programme détaillé de libéralisation de son compte de capital, selon ses propres choix et, par la suite, ils devaient suivre ces programmes à la lettre, sauf circonstances pouvant mettre en danger la conduite de leurs politiques monétaires et de taux de change; ainsi, le processus lui-même a été, la plupart du temps, conduit par les autorités nationales. Mais, dans certains cas, le choix fut de nature *idéologique* (promotion d'une libéralisation rapide dans tous les secteurs (cas de l'Estonie)) et, dans d'autres cas, de nature *pragmatique* (le processus de libéralisation du compte de capital était ajusté aux développements macro-économiques du pays (cas de la Pologne)).

En outre, un autre facteur qui a accéléré le processus de libéralisation financière dans ces pays fut leur *adhésion au FMI* et à l'*OCDE*.

En effet, dans les années 1993—1994, la Hongrie, la République tchèque, la Pologne et la Slovaquie ont posé leur candidature à l'adhésion à l'OCDE. Les négociations pour adhérer à l'OCDE, ainsi que les négociations avec l'UE, ont sensiblement accéléré le processus de libéralisation du compte de capital dans ces quatre pays. Les pays candidats à l'adhésion ont dû fournir un programme détaillé de suppression des restrictions sur les mouvements de capitaux car le code de l'OCDE prévoit l'élimination de toutes les restrictions existantes qui empêchent la libre circulation du capital entre les pays membres. D'un autre côté, les pays avaient le droit de procéder à la libéralisation leurs comptes de capital de façon graduelle (7). L'essentiel du processus devait respecter «l'objectif final des Codes de l'OCDE [qui] est de libérer de toutes les restrictions les mouvements de capitaux et les opérations de services internationaux et de permettre ainsi aux résidents des pays de l'OCDE de commercer ensemble comme s'ils étaient résidents d'un seul et même pays». Ainsi, quatre pays parmi les PECO (la République

tchèque, la Hongrie, la Pologne, et la Slovaquie) sont devenus membres de l'OCDE dès les années 1995—2000 et la Slovénie, le 21 juillet 2010. De plus, entre 1994 et 1996, tous les pays de notre échantillon ont déclaré être en conformité avec l'Article VIII du FMI.

Finalement, on a pu observer, à la fois, des ressemblances et des différences fortes dans les processus de «libéralisation/intégration» financière mis en œuvre dans les dix pays:

— En ce qui concerne *l'ordre* dans lequel les différents flux de capitaux ont été libéralisés, les pays ont préféré libéraliser *les IDE* avant *les crédits financiers* et *les flux de portefeuille*, *les entrées* de capitaux avant *les sorties* (8), et *les flux de capitaux de long terme* avant *ceux de court terme*.

— En revanche, *les rythmes* choisis pour atteindre la libéralisation complète du compte de capital ont été plus ou moins hétérogènes entre ces pays, ceci du fait des conditions différentes de départ et des différences entre les politiques macroéconomiques mises en place pendant la période de transition.

Ainsi, nous pouvons distinguer *deux groupes* différents de pays selon la *vitesse* de libéralisation de leur compte de capital (9): (i) les «*Rapid Liberalizers*» c'est-à-dire les pays qui ont libéralisé leur compte de capital assez rapidement, la plupart de leurs transactions financières internationales ayant été libéralisées vers 1995; (ii) les «*Cautious Liberalizers*», c'est-à-dire les pays qui ont pris beaucoup de précautions pour mettre en œuvre cette libéralisation, en atteignant la libéralisation complète seulement dans les années 2001—2004 (en 2006 pour la Roumanie). Quels sont les critères importants qui différencient ces pays?

**Section 2. La distinction «Rapid Liberalizers» versus «Cautious Liberalizers» entre les dix NPMUE.** Les *deux groupes* de nouveaux pays membres de l'Union européenne différents en termes de *vitesse* de libéralisation du compte de capital que nous avons identifiés sont les suivants:

— les «*Rapid Liberalizers*»: les Etats Baltes, la Bulgarie et la République tchèque;

— les «*Cautious Liberalizers*»: la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la République slovaque et la Slovénie.

**Les «Rapid Liberalizers».** La République tchèque a été le pionnier parmi les NPMUE et a atteint un degré élevé de libéralisation du compte de capital relativement tôt. Comme dans d'autres pays de la région, la libéralisation des entrées a été, en quelque sorte, plus rapide que celle des sorties de capitaux, ce qui fait penser que les autorités tchèques ont été plus préoccupées par les sorties de capitaux domestiques que par les entrées de capitaux étrangers dans le pays. Comme dans d'autres cas, les IDE ont été les premiers à être libéralisés (Les restrictions sur les IDE dans les secteurs bancaire et aéronautique ont été maintenues pendant quelques années), et l'approche libérale de facto concernant les crédits financiers et les crédits commerciaux des banques et des entreprises est entrée en vigueur dès les années 1994—1995. La plupart des transactions financières ont été libéralisées de jure avec la signature du nouveau Foreign Exchange Act de septembre 1995 (y compris pour les investissements de portefeuille à court terme et les crédits financiers). Une des raisons de l'accélération du processus de libéralisation du compte de capital en République tchèque fut son adhésion à l'OCDE en décembre 1995. Le compte de capital a été totalement libéralisé et des investissements étrangers

se sont précipités dans le pays malgré le faible développement des marchés financiers et l'inachèvement des réformes structurelles.

Les Etats Baltes (Estonie, Lettonie, Lituanie) appartiennent aussi au groupe des pays «Rapid Liberalizers».

L'adhésion à l'UE et la participation à l'Union économique et monétaire européenne (UEM) représentaient pour l'Estonie une priorité majeure. Elle s'est donc énergiquement employée à la déréglementation, à la libéralisation des prix, à la restructuration des entreprises, à la privatisation et à la libéralisation des mouvements de capitaux. Après son indépendance, l'Estonie a effectué des progrès considérables dans le domaine de la libre circulation des capitaux. La plupart des transactions ont déjà été libéralisées vers 1995. L'absence de restriction sur les mouvements de capitaux et la pleine convertibilité de sa monnaie lui donnaient un accès facile aux marchés internationaux des capitaux.

La Lettonie, depuis qu'elle a regagné son indépendance en 1991, a poursuivi de manière constante une stratégie d'intégration à la Communauté européenne. Un Accord européen avec la Communauté européenne a été négocié au cours du premier semestre 1995 et signé le 12 juin 1995. La politique économique de la Lettonie s'est caractérisée par la libéralisation rapide du compte de capital: vers la fin de 1994, presque tous les contrôles sur les transactions du compte de capital ont été supprimés. La monnaie nationale de Lettonie, le *lats*, a été adoptée pour créer un système financier fiable et efficace et rendre ainsi possible les réformes requises. Le *lats* fut entièrement convertible dès sa mise en circulation, et les transactions courantes et les mouvements de capitaux ne sont soumis à aucune restriction.

Pour la Lituanie l'entrée dans l'UE a figuré au premier rang des priorités politico-économiques, et cette perspective fut l'un des moteurs des efforts d'ajustement et des réformes déployés par le pays. La Lituanie a aussi supprimé des barrières aux mouvements internationaux de capitaux au début de la transition et, à partir des années 1994—1995, la plupart des restrictions sur les IDE, les flux de crédits financiers et les investissements de portefeuille ont été éliminées. Comme d'autres pays de la région, ce pays Balte a gardé quelques restrictions concernant l'investissement dans des actifs étrangers par les fonds de pension nationaux et l'acquisition de biens immobiliers par des étrangers pendant plusieurs années.

Ainsi, à la fin de 1995, la République tchèque et les pays Baltes ont ouvert leurs comptes de capital à presque tous les types de capitaux.

La Bulgarie a commencé sa transition vers l'économie de marché avec un certain retard, par comparaison aux autres pays en transition, et dans des conditions défavorables, suite à une crise économique profonde due à des chocs extérieurs. En septembre 1998, la Bulgarie a déclaré être en conformité avec l'Article VIII du FMI. Au cours des années 1997—1998, le compte de capital de la *Bulgarie* a été presque libéralisé. L'année suivante, le pays a adopté une nouvelle législation monétaire qui est entrée en vigueur en 2000. Le rapport de la Commission européenne de 2003 sur les progrès réalisés par la Bulgarie affirme que, dans le domaine des mouvements de capitaux, la libéralisation conforme à l'acquis communautaire était désormais presque complète.

**Les «Cautious Liberalizers».** Les pays qui ont choisi un chemin plus prudent de libéralisation et qui ont libéralisé leurs comptes de capital de façon graduelle sont la

Hongrie, la Pologne, la République Slovaque, la Roumanie et la Slovénie. Ce groupe de pays n'a atteint la libéralisation complète du compte de capital que vers les années 2001—2004 (en 2006 pour la Roumanie).

Depuis la fin des années 1970, la Hongrie veut, de façon très pragmatique, être en avance sur les autres membres du CAEM (10) et rendre leur pays le plus attractif des Etats socialistes aux capitaux étrangers. Ainsi, dès 1980, la Hongrie était déjà engagée dans un processus de libéralisation économique, le «socialisme de marché», notamment par la décentralisation des décisions et l'ouverture sur le marché occidental. Pour obtenir le plus vite possible le financement de la réforme économique hongroise, le cadre juridique semblait réellement être le plus libéral de l'Europe socialiste. La Hongrie exprimait ainsi sa volonté de s'intégrer à la circulation internationale des capitaux. Mais, malgré ces réformes économiques libérales, la Hongrie a continué sa transition vers l'économie de marché à partir du début des années 1990, avec une importante dette extérieure, un niveau bas de réserves en devises étrangères et une augmentation du nombre de ses déséquilibres macro-économiques. En conséquence, les autorités hongroises ont préféré suivre un chemin plus prudent vers la libéralisation complète de leur compte de capital.

Quant à la Pologne, elle a poursuivi une libéralisation ordonnée et prudente des mouvements de capitaux. Les autorités polonaises ont préféré libéraliser d'abord les flux de capitaux de long terme avant ceux de court terme, et les entrées de capitaux avant les sorties. En effet, une dette extérieure importante, une inflation élevée et de fréquentes dévaluations de la monnaie polonaise ont poussé le pays à procéder à une très lente libéralisation du compte de capital en augmentant doucement le nombre de transactions financières et en assurant que ces dernières ne perturbent pas la politique monétaire du pays. Ainsi, les réformes libérales ont été coordonnées avec le développement macro-économique (en particulier, avec des politiques monétaires et des politiques de change). Le processus de libéralisation du compte de capital s'est accéléré pendant les négociations d'adhésion de la Pologne à l'OCDE (novembre 1994 — novembre 1996). En 1999, quand le *New Foreign Exchange Act* est entré en vigueur, la Pologne a arrêté temporairement le processus de suppression des restrictions sur certaines transactions concernant des investissements de court terme. Cette mesure de précaution a été prise à cause du déficit important du compte courant et du grand différentiel des taux d'intérêt dans le pays. En 2000, des restrictions peu nombreuses appliquées aux flux de capitaux à court terme ont été encore maintenues jusqu'en octobre 2002 où toutes les restrictions restantes sur les mouvements de capitaux à court terme ont été éliminées.

En Slovaquie, la libéralisation du compte de capital a progressé lentement jusqu'en 2000; les IDE et autres capitaux étrangers n'étaient pas «bienvenus» au pays. Ainsi, la République slovaque a choisi de prendre un chemin très prudent de libéralisation financière, en préférant libéraliser les mouvements de capitaux de long terme avant ceux de court terme, les entrées de capitaux avant les sorties, et les IDE avant les crédits financiers. En 1999, quand la mise en place des réformes économique a atteint son pic, la libéralisation du compte de capital a été elle aussi accélérée. En 2000, avec la signature d'un amendement au *Foreign Exchange Act*, les restrictions restantes concernant les mouvements de capitaux de moyen et de long terme ont été supprimées. Après l'adhésion du pays à l'OCDE en 2000, et afin de répondre à ses engagements envers l'OCDE

et l'UE, le gouvernement slovaque a développé un plan de suppression du reste des restrictions à mettre en oeuvre avant son entrée dans l'UE. Cependant, la libéralisation de quelques uns des plus importants flux de capitaux a été laissée pour le dernier moment, lors de l'adhésion, le 1<sup>er</sup> janvier 2004.

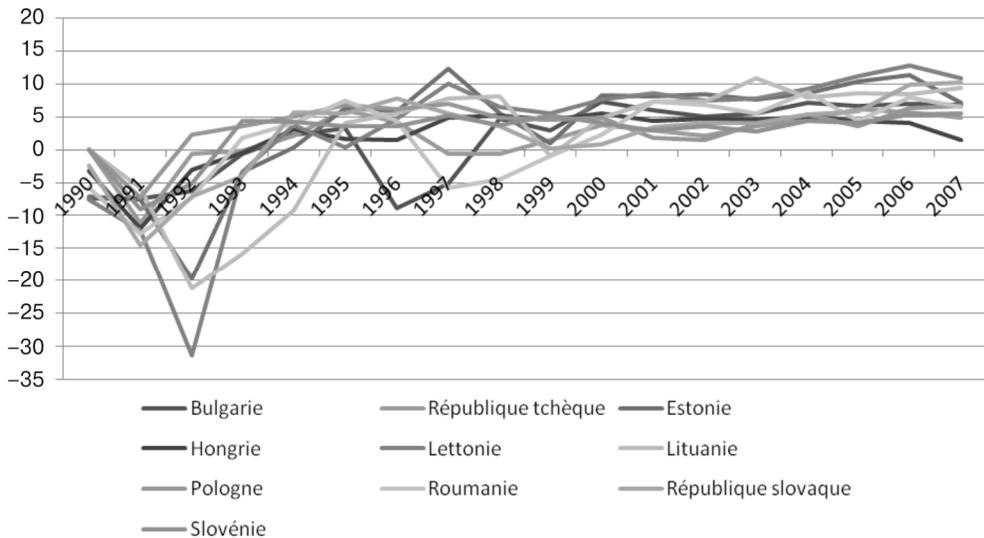
Le cas de la Slovaquie est plutôt différent de celui des autres pays de la région. Elle fut le seul pays du groupe à avoir introduit des contrôles importants sur les mouvements de capitaux et l'un des plus lents à avoir libéralisé son compte de capital. Les contrôles sur les mouvements de capitaux ont été introduits comme réponse aux endettements excessifs des banques et des entreprises domestiques auprès d'organismes financiers étrangers. Cette tendance à s'endetter à l'étranger peut être expliquée par le très grand différentiel de taux d'intérêt en Slovaquie au cours des années 1990. A ce moment-là, même les entrées d'IDE ont fait face à des restrictions sévères. Les mesures mises en place par les autorités slovaques, en ce qui concerne le compte de capital, ont ainsi été étagées entre 1995 et 2002.

La Roumanie a préféré libéraliser son compte de capital de manière graduelle. Le véritable processus de libéralisation du compte de capital en Roumanie n'a commencé qu'à partir de 2001, dans le contexte de la préparation de l'adhésion du pays à l'UE. Le progrès principal dans le domaine de la libéralisation s'est produit en 1998, quand la Roumanie a accepté les obligations de l'Article VIII du FMI concernant la convertibilité des opérations du compte courant. En 2001, elle a entièrement accepté les acquis communautaires concernant le chapitre 4 (le libre mouvement des capitaux), et, en septembre 2002, la Banque nationale de Roumanie a diffusé une circulaire qui assouplissait sensiblement les contrôles pesant sur les sorties de capitaux à partir de janvier 2003. La libéralisation quasi-complète du compte de capital s'est finalement produite en avril et juin 2006 et les restrictions restantes ont été supprimées juste avant la date de l'adhésion de Roumanie à l'UE.

Pour résumer ce qui précède, les différentes voies suivies par les dix NPMUE ont abouti, rapidement ou graduellement, à une véritable intégration financière de ces pays dans le système financier ouest-européen; mais cette intégration a-t-elle été efficace en matière de croissance économique pour ces pays? Répondre à cette question fait l'objet de l'étape suivante de notre recherche.

**Section 3. Etude empirique de l'impact de l'intégration financière (11) sur la croissance des dix NPMUE.** L'objet de cette section consiste donc à répondre, via une étude économétrique, aux deux questions suivantes: (i) l'intégration financière affecte-t-elle de façon positive les performances de croissance des dix pays ex-socialistes nouveaux membres de l'UE? et (ii) est-il possible de mettre en évidence, de façon empirique, une différence dans l'efficacité de la relation «libéralisation financière / croissance économique» entre les deux groupes de pays «*Rapid Liberalizers*» et «*Cautious Liberalizers*»?

Le taux de croissance moyen per capita pour les dix pays nouveaux a suivi un profil temporel irrégulier, avec une baisse très forte dans les premières années de la Transition, avant de s'élever assez régulièrement jusqu'à l'apparition de la crise financière internationale, en 2007. Mais, les taux de croissance des dix pays ont suivi des profils temporels relativement proches comme le montre la figure 2.



**Fig. 2.** Les taux de croissance per capita pour les dix pays nouveaux membres l'UE (1990—2007): GDP per capita growth (annual %) [3]

Source: WDI, World Bank.

Ainsi, nous pouvons nous demander s'il existe une relation de causalité entre le taux de croissance du PIB et les entrées nettes de capitaux sous les diverses formes déjà répertoriées, et en particulier les IDE, qui sont souvent considérés comme une condition nécessaire pour que le pays connaisse un taux de croissance élevé.

Pour répondre à cette question, nous allons, tout d'abord, effectuer les estimations pour l'ensemble des dix NPMUE, puis pour les deux groupes de pays séparément (12), en prenant en considération l'Indice d'Intégration Financière rapporté au PIB (IFI/Y)(13) comme variable synthétisant les entrées nettes de capitaux dans les pays.

Nous avons estimé l'équation suivante (14):

$$\text{Growth}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{IFI}/Y)_{it} + \beta_2\pi_{it} + \beta_3(M2/Y)_{it} + \beta_4(G/Y)_{it} + u_{it}.$$

En regardant nos résultats (tableau 1), nous pouvons constater la divergence qui existe dans les résultats en fonction du groupe d'appartenance. Le coefficient associé à la variable d'intégration financière (IFI/Y)<sub>it</sub> est plus élevé (par rapport à celui des dix NPMUE) pour le groupe des pays «Rapid Liberalizers» (0,7311) et il est significatif au seuil de cinq pourcent. En revanche, ce coefficient est beaucoup plus faible (0,3795) et n'est significatif qu'au seuil de dix pourcent pour les pays du groupe des «Cautious Liberalizers».

Ce résultat est très intéressant. En effet, contrairement à l'opinion selon laquelle l'approche graduelle de la libéralisation financière est la meilleure façon de procéder, nos résultats empiriques montrent que, au sein des dix NPMUE (et pour la période étudiée), *les pays qui ont bénéficié le plus du processus de l'intégration financière en termes de croissance sont les pays qui ont ouvert rapidement leurs frontières aux capitaux étrangers*, en prenant, de ce fait, plus de risque, et cela bien avant leur adhésion à l'UE.

Tableau 1

**L'équation de croissance, 1994–2007, NPMUE 10 [3].  
(La méthode utilisée est la méthode des MCO)**

Variables	NPMUE (tous les pays)	«Rapid Liberalizers»	«Cautious Liberalizers»
$(FI/Y)_{it}$	0,6551*** (3,89)	0,7311** (2,40)	0,3795* (1,88)
$\pi_{it}$	-0,0131*** (-3,43)	-0,0122** (-3,85)	-0,0577*** (-2,63)
$(M_2/Y)_{it}$	-0,0385** (-1,93)	-0,0399* (-1,83)	-0,0501* (-2,11)
$(G/Y)_{it}$	0,0876 (1,37)	-0,0124 (-0,04)	0,1092* (1,76)
const	0,0379 (2,91)	0,0559 (0,86)	0,0631 (4,34)
Observations	140	70	70
R <sup>2</sup>	0,2848	0,3015	0,3315

Note: Variable endogène: le taux de croissance du PIB réel per capita (PPA). Les termes entre parenthèses sont les *t* de Student (*t*-ratios); \*le coefficient est significatif au seuil de 10 pourcent; \*\*le coefficient est significatif au seuil de 5 pourcent; \*\*\*le coefficient est significatif au seuil de 1 pourcent.

Pour affiner l'analyse empirique, la relation a été testée en prenant en considération successivement les différents types de flux de capitaux échangés (reçus) du fait de la «libéralisation/intégration» financières. Les résultats obtenus successivement, pour les investissements directs étrangers (**FDI/Y**), les envois de fonds des nationaux expatriés (**REM/Y**), les autres entrées de capitaux (**OTHER/Y**), sont les suivants [3] (tableau 2, 3, 4).

Tableau 2

**L'équation de croissance, 1994–2007, NPMUE 10,  
pour les investissements étrangers (FDI/Y)<sub>it</sub>**

Variables	NPMUE (tous les pays)	«Rapid Liberalizers»	«Cautious Liberalizers»
$(FDI/Y)_{it}$	0,1694** (2,49)	0,2631** (2,16)	-0,0127 (-0,19)
$\pi_{it}$	-0,0137*** (-3,45)	-0,0141*** (-4,70)	-0,0591*** (-2,68)
$(M_2/Y)_{it}$	-0,0450** (-2,39)	-0,0631*** (-2,89)	-0,0582** (-2,12)
$(G/Y)_{it}$	0,1291* (1,91)	-0,1027 (-0,36)	0,0825 (1,25)
const	0,0371 (2,91)	0,0859 (2,91)	0,0643 (4,30)
Observations	140	70	70
R <sup>2</sup>	0,2234	0,2937	0,3039

Notes: Variable endogène: le taux de croissance du PIB réel per capita (PPA). Les termes entre parenthèses sont les *t* de Student (*t*-ratios); \*le coefficient est significatif au seuil de 10 pourcent; \*\*le coefficient est significatif au seuil de 5 pourcent; \*\*\*le coefficient est significatif au seuil de 1 pourcent.

Tableau 3

**L'équation de croissance, 1994–2007, NPMUE 10,  
pour les envois de fonds des nationaux expatriés: (REM/Y)<sub>it</sub>**

Variables	NPM-10 (tous les pays)	«Rapid Liberalizers»	«Cautious Liberalizers»
(REM/Y) <sub>it</sub>	0,5233*** (3,53)	0,5611* (1,91)	-0,1027 (-0,40)
$\pi_{it}$	-0,0133*** (-3,36)	-0,0139*** (-4,70)	-0,0611** (-2,61) (p-value 0,011)
(M <sub>2</sub> /Y) <sub>it</sub>	-0,0361** (-1,99)	-0,0578** (-2,62)	-0,0655** (-2,35)
(G/Y) <sub>it</sub>	0,1171* (1,82)	-0,0629 (-0,21)	0,0911 (1,51)
const	0,0393 (2,91)	0,0852 (1,31)	0,0665 (3,82)
Observations	140	70	70
R <sup>2</sup>	0,2369	0,2773	0,3039

Note: Variable endogène: le taux de croissance du PIB réel per capita (PPA). Les termes entre parenthèses sont les t de Student (t-ratios); \*le coefficient est significatif au seuil de 10 pourcent; \*\*le coefficient est significatif au seuil de 5 pourcent; \*\*\*le coefficient est significatif au seuil de 1 pourcent.

Tableau 4

**L'équation de croissance, 1994–2007, NPMUE 10,  
pour les autres formes d'entrées de capitaux (OTHER/Y) (15)<sub>it</sub>**

Variables	NPM-10 (tous les pays)	«Rapid Liberalizers»	«Cautious Liberalizers»
(OTHER/Y) <sub>it</sub>	0,1972*** (6,99)	0,2191*** (3,98)	0,1139** (2,31)
$\pi_{it}$	-0,0126*** (-3,43)	-0,0196*** (-4,18)	-0,0559** (-2,56)
(M <sub>2</sub> /Y) <sub>it</sub>	-0,0334* (-1,86)	-0,0391* (-1,72)	-0,0693*** (-2,82)
(G/Y) <sub>it</sub>	0,0875 (1,43)	-0,0100 (-0,04)	0,1028* (1,69)
const	0,0381 (3,00)	0,0574 (0,98)	0,0608 (4,28)
Observations	140	70	70
R <sup>2</sup>	0,3508	0,4012	0,3548

Note: Variable endogène: le taux de croissance du PIB réel per capita (PPA). Les termes entre parenthèses sont les t de Student (t-ratios); \*le coefficient est significatif au seuil de 10 pourcent; \*\*le coefficient est significatif au seuil de 5 pourcent; \*\*\*le coefficient est significatif au seuil de 1 pourcent.

En observant ces résultats, nous constatons, encore une fois, que les coefficients des régressions du premier groupe («Rapid Liberalizers») sont tous significatifs et sont supérieurs aux coefficients obtenus pour l'ensemble des pays (NPM-10) et à ceux du deuxième groupe («Cautious Liberalizers») dans les trois cas. Ainsi, le coefficient associé à la variable (FDI/Y)<sub>it</sub> est égal à 0,2631, le coefficient des envois des fonds (REM/Y)<sub>it</sub> à 0,5611 et celui des «autres investissements», (OTHER/Y)<sub>it</sub>, est de 0,2191.

En revanche, les coefficients de régressions obtenus pour le deuxième groupe de pays, sont beaucoup moins élevés et seul le coefficient des  $(OTHER/Y)_{it}$  est significatif, tandis que les deux autres coefficients (ceux des  $(FDI/Y)_{it}$  et  $(REM/Y)_{it}$ ) ne sont pas significativement différents de zéro. *Ces résultats signifient que les IDE ont contribué à la hausse du taux de croissance du PIB par tête seulement dans les pays ayant procédé à la libéralisation «rapide» du compte de capital, tandis que les «autres investissements» se sont révélés comme porteurs de croissance économique pour l'ensemble des pays.* Cependant, leur effet est deux fois plus important pour les pays appartenant au groupe des «Rapid Liberalizers». En ce qui concerne les envois de fonds des nationaux expatriés, les résultats montrent un effet positif important de ce type de flux sur le taux de croissance du PIB réel par tête pour les seuls pays du premier groupe.

**Conclusion.** Les analyses et les preuves empiriques précédentes permettent de dégager les principaux résultats suivants:

(i). Les processus de «libéralisation/intégration» financière suivis dans les dix NPMUE ont globalement favorisé la croissance économique dans ces pays.

(ii). Mais, les pays qui se sont rapidement intégrés au système financier de l'UE en libéralisant plus vite les mouvements de capitaux (les «Rapid Liberalizers») ont été plus performants en termes de croissance que ceux qui se sont financièrement intégrés de façon plus prudente et plus graduelle (les «Cautious Liberalizers»). Le coefficient d'impact sur leur taux de croissance de la variable d'intégration financière est pratiquement deux fois plus fort pour les premiers que pour les seconds:  $\beta_{RL} = 0,73^{**}$  contre  $\beta_{CL} = 0,38^{**}$ .

(iii). Cette intégration s'est faite via les trois canaux de transmission principaux suivants: les investissements directs étrangers, les envois de fonds des nationaux expatriés et les «autres formes d'investissements»; en revanche, ni les investissements de portefeuille, ni les aides publiques au développement (qui d'ailleurs se sont arrêtées en 2005) ne semblent avoir contribué à favoriser cette croissance.

(iv) La contribution relative de ces flux s'est exercée selon l'ordre d'efficacité suivant: les envois de fonds des nationaux expatriés (coefficient d'impact  $\beta = 0,52^{***}$ ), puis les «autres formes d'investissements» ( $\beta = 0,20^{***}$ ), et les IDE ( $\beta = 0,17^{**}$ ).

#### REFERENCES

- (1) Les pays d'Europe de l'Est, anciennement démocraties populaires, sont désignés par le terme PECO, «Pays d'Europe Centrale et Orientale»: *l'Europe Centrale* est constituée de la Pologne, la Hongrie, la République Tchèque, et la République Slovaque; *l'Europe Orientale*, d'une partie des pays des «Balkans», la Roumanie, la Bulgarie, l'Albanie, la Slovénie, la Croatie (la Croatie et la Slovénie sont issues du démembrement de l'ex-Yougoslavie); les *Etats Baltes*: l'Estonie, la Lituanie et la Lettonie.
- (2) Deux années plus tard, en 1991, la dissolution de l'URSS donne naissance à la CEI (Communauté des Etats Indépendants).
- (3) Et surtout «néo-libérale...», alors triomphante, illustrée par le «Consensus de Washington».
- (4) Par *libéralisation externe*, on entend la libéralisation du compte de capital, c'est à dire l'assouplissement des restrictions appliquées aux flux de capitaux franchissant la frontière d'un pays donné. Il en résulte normalement un plus haut degré d'intégration financière à l'économie mondiale sous forme d'entrées et de sorties de capitaux plus importantes. \*Pour plus de détails

sur les processus de libéralisation financière dans les pays en transition, on peut se reporter à Berthomieu C. et Ri A. (2009), «A propos du processus et des effets de la libéralisation financière dans les pays en transition: une revue sélective de la littérature», *Panoeconomicus*, décembre, vol. 56, no 4, p. 453—473.

- (5) Article 56 CE: «...toutes les restrictions sur les mouvements de capitaux entre les Etats membres eux-mêmes et entre les Etats membres et le pays tiers seront interdites...»
- (6) Le processus de la libéralisation financière se compose de trois éléments: la libéralisation du compte de capital (*la libéralisation externe*), la libéralisation du secteur financier et la libéralisation du marché financier (*la libéralisation interne*).
- (7) «Si tous les pays membres souscrivent à l'objectif commun de la libéralisation progressive, leur degré d'avancement n'est pas le même. ...Les pays membres peuvent réaliser la libéralisation progressivement en abolissant les restrictions peu à peu et en fonction de leur situation propre... Les membres qui ne peuvent procéder à une libéralisation immédiate peuvent formuler une réserve pour certaines rubriques des Codes.» (Code de l'OCDE 2003, pp. 10 et 12).
- (8) Cette démarche s'explique surtout par l'incertitude initiale quant au succès du processus. En effet, durant les premières années de la transition, les autorités ont craint qu'une forte inflation et une dépréciation des monnaies nationales ne déclenchent une fuite massive de capitaux. Mais la stabilisation macroéconomique relativement rapide de la plupart de ces pays a dissipé ces craintes.
- (9) La pertinence de cette distinction sera validée par l'analyse économétrique de la section suivante, dans laquelle nous analysons la relation entre l'intégration financière et la croissance dans ces pays.
- (10) CAEM: Conseil d'Aide Economique Mutuelle qui regroupait dix pays: l'URSS, la Bulgarie, la Hongrie, la Pologne, la RDA, la Roumanie, la Tchécoslovaquie, la Mongolie, Cuba et le Vietnam.
- (11) IDE/PIB: le montant annuel des investissements directs étrangers en pourcentage du PIB; REM/PIB: le montant annuel des envois de fonds (*remittances*) en pourcentage du PIB; Autres investissements/PIB: les transactions en devises et en dépôts, prêts et crédits commerciaux (les autorités monétaires, le gouvernement général, le secteur bancaire, et d'autres secteurs, principalement le secteur des entreprises).
- (12) La période d'étude va de 1994 jusqu'à 2007, soit quatorze années ( $T = 14$ ). Nous préférons ne pas inclure l'année 2008, car au cours de cette année-là (du fait de la crise économique mondiale) une forte baisse du taux de croissance du PIB par tête, une augmentation du niveau général des prix, ainsi qu'une réduction importante des entrées de flux de capitaux étrangers ont été observées dans les NPM-10.
- (13) IFI correspond au degré d'intégration financière «globale». C'est une variable agrégée, composée de plusieurs variables représentant les différents flux de capitaux étrangers en pourcentage du PIB entrant dans le pays.  $(IFI/Y) = (FDI/Y) + (PTI/Y) + (REM/Y) + (ODA/Y) + (OTHER/Y)$ , expression dans laquelle FDI/Y désigne les investissements directs étrangers en pourcentage du PIB; PTI/Y les investissements de portefeuille en pourcentage du PIB; REM/Y les «remittances» en pourcentage du PIB; ODA/Y les instruments de la dette à long terme en pourcentage du PIB et OTHER/Y les «autres» investissements en pourcentage du PIB.
- (14) G/Y désigne les dépenses publiques en pourcentage du PIB, M2/Y le rapport au PIB de la masse monétaire au sens large (M2) et  $\pi$  le taux d'inflation.
- (15) Cette catégorie de flux appelés aussi «autres formes d'investissements», inclut les transactions en devises et en dépôts, et surtout les prêts et les crédits commerciaux (concernant les autorités monétaires, le gouvernement, le secteur bancaire, et les autres secteurs, principalement le secteur des entreprises).
- (16) \*L'auteur a utilisé l'indice de libéralisation financière de G. Kaminsky et S. Schmukler (2003) comme modèle de référence

## BIBLIOGRAPHIE

- [1] *Berthomieu C. et Ri A.* (2009). «A propos du processus et des effets de la libéralisation financière dans les pays en transition: une revue sélective de la littérature» // *Panoeconomicus*, décembre, vol. 56, No 4, p. 453—473.
- [2] *Kaminsky G. et Schmukler S.* (2003). «Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effect of Financial Liberalization», *I.M.F Working Papers, WP/03/34* International Monetary Fund.
- [3] *Syssoyeva-Masson I.* (2010), L'intégration financière et ses effets sur les performances économiques. Le cas des nouveaux pays membres de l'Union européenne. Thèse de Doctorat en Sciences économiques, Université de Nice Sophia-Antipolis, CEMAFI, 2 Tomes, Tome 1: 382 p., Tome 2: 188 p.
- [4] *Vinhas de Souza L.* (2004), "Financial Liberalization and Business Cycles: The Experience of the Future EU Member States in the Baltics and Central Eastern Europe", *Kiel Institute for World Economics*. Disponible sur l'internet: <http://ideas.repec.org>

## **«СКОРОСТЬ» ФИНАНСОВОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ. РАССМОТРЕНИЕ БЫВШИХ СОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ СТРАН, ВСТУПИВШИХ В ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ**

**И. Сысоева-Массон, К. Бертомье**

Университет Ниццы София Антиполис  
Кампус Сан-Анжели 1, ул. Дьябль Бле, 24, Ницца, Франция, 06300

Рассматривается связь скорости процессов либерализации и темпов экономического роста десяти бывших социалистических стран, вошедших в Европейский союз.

**Ключевые слова:** либерализация, переходные процессы, ЕС.