

Politique monétaire nationale et marché international des capitaux

Autor(en): **Niehans, Jürg**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **42 (1984)**

Heft 2: **Problèmes monétaires**

PDF erstellt am: **24.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-139153>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Politique monétaire nationale et marché international des capitaux¹

Jürg Niehans,
professeur,
Université de Berne

AVANT-PROPOS

Pendant l'entre-deux-guerres, sous l'influence de la désintégration de l'économie mondiale et des théories marxistes du capitalisme, le sentiment était prédominant que le monopole allait à l'avenir et de manière croissante supplanter la concurrence. C'est par souci de protection de la concurrence que la politique antitrust fut développée. En provenance des Etats-Unis, elle atteignit l'Europe dans l'après-guerre.

En réalité, la période qui suivit le dernier conflit provoqua, contrairement à toute attente, une intensification générale de la concurrence par l'intégration progressive de l'économie mondiale. En réaction, se développa alors le soi-disant «nouveau protectionnisme», dont on parle beaucoup aujourd'hui. Comme «l'ancien protectionnisme», il n'a que peu de rapport avec les intérêts nationaux dans leur ensemble, mais dépend beaucoup de l'influence politique des intérêts particuliers concernés. En effet, les déclarations publiques des ministres du commerce en faveur du marché mondial libre sonnent faux, dès lors que chacun d'eux fait précisément valoir comme «cas particulier» chaque secteur qui chez lui a une grande influence politique. La politique agraire de l'Europe occidentale, la Suisse y compris, en donne des exemples intéressants.

Cette évolution est particulièrement frappante sur les marchés des biens. Mais elle a son pendant dans le domaine des marchés monétaires et des capitaux. L'objet du présent article est d'analyser l'intégration progressive et l'internationalisation des marchés des capitaux, ainsi que leurs conséquences pour la politique monétaire nationale.

1. L'INTÉGRATION DES MARCHÉS DES CAPITAUX

La première partie de mon exposé porte sur l'intégration internationale des marchés des capitaux et l'intensification de la concurrence qui l'accompagne. Je me limite à trois points de vue qui sont particulièrement importants pour la politique monétaire nationale.

1.1. Le perfectionnement de l'arbitrage des placements

Le premier point de vue concerne le perfectionnement continu de l'arbitrage international des placements.

¹ Traduit de l'allemand par Evelyn Raillard.

Lors d'une baisse des intérêts sur le dollar, celui qui a le choix entre un placement en marks et un placement en dollars préférera détenir, toutes choses égales par ailleurs, une plus grande part de son portefeuille en marks. Cette modification du portefeuille est freinée de deux manières. L'une des entraves provient probablement d'une augmentation du risque, mais cet aspect ne sera pas développé ici. L'autre frein est dû aux coûts de transaction. Ces derniers résultent du fait que chaque affaire nécessite du travail, un effort, des frais téléphoniques, du temps d'ordinateur, etc. Lors de transactions en titres, les débours correspondent aux commissions des courtiers; sur le marché des changes, ils s'expriment par la différence entre les cours d'achat et de vente, et sur le marché monétaire par la marge entre intérêt actif et intérêt passif.

Comme les coûts de transport limitent, dans le trafic des marchandises, l'équilibre international des prix, les coûts de transaction empêchent l'équilibre des rendements dans le trafic financier et rendent ainsi les différents placements indépendants les uns des autres. Si les coûts sont élevés, les rendements peuvent, pour différents instruments de placement, selon les monnaies ou pays, diverger les uns des autres; même à risques égaux, l'arbitrage ne joue qu'imparfaitement. Mais là où les coûts de transaction sont faibles, les rendements doivent pratiquement s'équilibrer et l'arbitrage est relativement parfait.

Dans le courant de la dernière décennie, le progrès technique dans le secteur des services financiers, principalement à travers la révolution électronique, a conduit à une baisse des coûts de transaction et, par là, à une amélioration de l'arbitrage et à une augmentation de la mobilité des placements de capitaux. Des différences de taux d'intérêt conduisent ainsi à des modifications de la répartition du portefeuille immédiates et volumineuses.

Dans le jargon de la profession, on parle dans ce cas de plus grande mobilité des placements internationaux de capitaux. Il en est souvent déduit, même par des économistes avertis, qu'à la moindre différence de taux d'intérêt, la balance des capitaux d'un pays penche tantôt du côté de l'importation, tantôt du côté de l'exportation de capitaux. La perfection de l'arbitrage est ainsi identifiée à la sensibilité des mouvements nets de capitaux. Cependant chaque économiste débutant apprend qu'une importation de capitaux est forcément accompagnée d'un excédent d'importation de biens et de services et qu'une exportation de capitaux est accompagnée d'une exportation excédentaire de biens et de services. Par conséquent, il en est déduit que la perfection relative de l'arbitrage sur les placements implique un danger de perturbations permanentes des flux commerciaux.

Ceci est un malentendu. En réalité, dans l'optique de la balance des paiements, l'arbitrage sur les placements ne correspond pas du tout aux mouvements nets de capitaux. L'arbitrage entre différents titres — en général les placements de fortune — se fait quelle que soit la nationalité de l'investisseur. Les mouvements nets de capitaux ont lieu, par contre, entre les habitants de pays différents et le genre de placements est complètement indifférent. Lors de l'arbitrage, chaque participant et chaque pays garde sa fortune nette, alors que l'essence même des mouvements de capitaux consiste en un déplacement de fortune entre les pays participants. L'amélioration de l'arbitrage ne permet donc pas de conclure qu'il porte en soi des risques de perturbations des flux de capitaux et des échanges.

La problématique de l'arbitrage international sur les placements se trouve à un autre niveau. Avec les taux de change flexibles, on assiste à l'un des phénomènes les plus importants accompagnant l'arbitrage: les fluctuations dites «excessives» des taux de change. En effet,

lors de changements d'orientation de la politique monétaire, le cours des devises réagit souvent avec des variations apparemment exagérées. Il est cependant important de ne pas en conclure que la réaction «nerveuse» des taux de change est obligatoirement due à une spéculation «irrationnelle» ou «pathologique», mais qu'elle peut plutôt être la conséquence d'un comportement tout à fait sobre et rationnel lors d'un arbitrage approchant la perfection.

On a ainsi soulevé l'un des problèmes fondamentaux de la politique monétaire d'aujourd'hui. La théorie de la parité du pouvoir d'achat postule qu'à long terme la politique monétaire influence le taux de change au même titre que le prix des biens, de telle sorte qu'elle n'a pas besoin de se préoccuper du taux de change réel. A court terme par contre, c'est-à-dire de mois en mois, la politique monétaire influence beaucoup plus fortement les taux de change que les prix plus stables des biens et provoque ainsi des perturbations des taux de change réels. Gustav Cassel remarqua, il y a soixante ans déjà, que ces perturbations peuvent être très sérieuses. Les expériences faites depuis l'effondrement du système de Bretton Woods ont confirmé ce jugement. Dans la plupart des cas, ces perturbations seront en premier lieu visibles dans le commerce extérieur. Mais il n'en va pas nécessairement ainsi, et il est tout à fait possible que les perturbations se manifestent tout d'abord dans les secteurs de la production et de l'emploi, tandis que l'on s'interroge sur le comportement «miraculeux» des exportations. Les fluctuations excessives des taux de change dues à l'arbitrage posent, dans la mesure où elles perturbent l'emploi, un premier problème à la politique monétaire nationale. C'est là un des grands arguments du «nouveau protectionnisme».

1.2. Mobilité des marchés monétaires

Un deuxième aspect de l'intégration des marchés des capitaux concerne la mobilité internationale des marchés monétaires.

La théorie classique du commerce international montre que l'implantation des industries se fait en fonction des coûts comparés. Pour la production de biens, ces implantations dépendent en premier lieu de la disponibilité d'un pays en ressources naturelles et en forces de travail. La caractéristique de ces facteurs de production est qu'ils sont relativement peu mobiles, de telle sorte que les principaux biens d'importation et d'exportation restent identiques souvent pendant des décennies, certains même pendant des siècles.

Dans le domaine financier, le lieu d'implantation a toujours été beaucoup moins contraignant. Des centres financiers sont restés longtemps au même endroit. Même encore dans les années d'après guerre il était naturel que le marché du dollar fût établi à New York ou tout au moins aux Etats-Unis et que, pour le franc suisse, il fallait s'adresser à Zurich, Bâle ou Genève. Un des développements les plus importants de ces vingt-cinq dernières années consiste dans l'éclatement progressif de ces implantations et dans la mobilité croissante des marchés des monnaies. Le premier indice fut la naissance du marché de l'eurodollar à la suite de l'émigration à Londres d'une partie du marché du dollar. Les Etats-Unis payaient ainsi le prix de leurs prescriptions concernant les réserves minimales et les taux d'intérêt maxima. Par la suite, le marché du dollar s'est répandu sur toute la planète et la même chose est arrivée, bien que dans une moindre mesure, à d'autres monnaies.

Ce développement a été favorisé de manière décisive par l'amélioration rapide, à un coût décroissant, de l'information. La multinationalisation des banques lui apporte aujourd'hui

un soutien supplémentaire. En effet, une même entreprise peut actuellement effectuer des affaires bancaires en de nombreux points de la surface du globe à l'aide d'une communication quasi instantanée; les plus petites différences de gain suffisent donc manifestement pour encourager le déplacement de certaines activités de Londres vers une île des Caraïbes et de là peut-être vers le Luxembourg. De nouveaux centres financiers peuvent ainsi prospérer en peu d'années, et même en l'espace de quelques mois, alors que d'autres disparaissent. Des décisions fiscales, en apparence banales, peuvent déplacer un marché de l'or ou un marché des euro-obligations d'un pays à l'autre.

Dans ces conditions, la législation nationale est la principale source de décision quant à la répartition des lieux d'implantation des services financiers, en particulier la législation bancaire, le droit fiscal et les réglementations de change. Les avantages comparés ayant trait aux ressources naturelles sont en premier lieu déterminants pour la division du travail dans le secteur de la production primaire et de l'industrie; il n'en est pas de même pour les marchés financiers où les avantages comparatifs décisifs sont d'abord d'ordre politique. Ceci a également, comme on le verra, des conséquences importantes pour la politique bancaire et monétaire, et, là aussi, le protectionnisme est une menace non négligeable.

1.3. La concurrence internationale pour les crédits publics

Il faut aussi mentionner un troisième aspect, celui de la concurrence bancaire internationale dans le domaine des crédits publics étrangers. Une des modifications frappantes de la structure internationale des placements est le recul relatif des investissements directs et l'augmentation relative des crédits bancaires dans l'exportation des capitaux des pays industrialisés. Ce sont les crédits bancaires accordés aux pays étrangers qui ont surtout augmenté.

Cette situation a soulevé le problème suivant: comment faut-il juger les risques des crédits dans de pareilles circonstances? Les banques se sont naturellement penchées sur cette question. Des volumes entiers ont été écrits sur ces «risques par pays». Naturellement, on a tenté de construire des indices qui s'assimilaient à ceux qu'on avait l'habitude d'employer pour les débiteurs privés comme, par exemple, la relation entre les intérêts dus et les recettes d'exportation, le rapport entre les dettes extérieures et les réserves de devises et à d'autres relations similaires. La crise de l'endettement de ces derniers mois a clairement montré que ces critères n'étaient pas valables. Les banques ont fréquemment mal estimé ces risques, dans le climat concurrentiel intensif qui a caractérisé les crédits internationaux.

Il me semble que les banques n'ont pas compris la pleine portée de la différence fondamentale qu'il y a entre le crédit privé, particulièrement à l'intérieur du pays, et la plupart des crédits accordés à des Etats étrangers. En effet, il n'y a ni gage, ni juge de faillite, pour les crédits publics. Si un débiteur hypothécaire n'honore pas ses engagements, il perd sa maison. Si une entreprise se déclare insolvable, le juge de faillite remet ses actifs aux créanciers. Dans le cas d'un Etat débiteur étranger, cette pression n'est pas efficace. D'un point de vue purement économique, il n'y a donc pour lui qu'une seule raison de respecter ses engagements, à savoir l'inconvénient de ne plus obtenir de crédits à l'avenir. Aussi longtemps qu'on peut espérer honorer les engagements échus avec de nouveaux crédits, tout en ayant encore quelque chose en sus, on donnera satisfaction aux créanciers. Mais avec une augmentation de

l'endettement trop rapide, on arrive tôt ou tard au point critique où les intérêts et les amortissements dépassent les nouveaux crédits, de telle sorte que le flux monétaire doit dès lors aller du débiteur au créancier. A ce moment-là, selon des considérations purement économiques, ces débiteurs ont manifestement avantage à suspendre les paiements.

Une suspension des paiements n'est bien sûr presque jamais justifiée par un tel calcul. Le débiteur préférera justifier son «insolvabilité absolue» en se référant à des circonstances adverses et imprévues, telles que de mauvaises récoltes, une chute des prix à l'exportation, la hausse des prix à l'importation, la récession, etc. Mais on ne devrait pas se laisser impressionner par de tels arguments; en effet, tout ministre des finances connaissant son métier peut en l'espace de trois mois provoquer une «crise financière», et cela le plus aisément par des taux de change surévalués.

Dans ces cas, la seule protection des créanciers est de ralentir l'octroi de crédits, de façon à ne jamais atteindre le point critique. Ceci exige une adaptation prudente des crédits octroyés à la croissance économique à long terme du débiteur. Ceci, à nouveau, présume une information complète de tous les créanciers sur tous les crédits, ainsi qu'une collaboration entre créanciers. La libre concurrence ne fournit manifestement pas automatiquement une solution valable à ce sujet (c'est justement pourquoi on a institué des saisies et des huissiers dans le domaine national).

On a affaire ici à un problème classique d'engorgement. Sur les routes, les problèmes d'engorgement proviennent du fait que chaque automobiliste, lorsqu'il choisit son parcours, ne tient compte que de sa propre perte de temps et néglige celle qu'il procure aux autres utilisateurs par sa participation à l'embouteillage. Un problème d'externalité semblable peut se produire lors de prêts; en effet, chaque banque n'évalue que son propre risque sans prendre en considération que, par son octroi de crédits, elle augmente le risque inhérent aux débiteurs des autres créanciers.

Prises dans leur ensemble, les banques ont dépassé, dans la plupart des cas, sous la pression de la concurrence, le point critique de l'octroi de crédits aux pays étrangers. Un troisième problème se pose ainsi à la politique monétaire des pays créanciers.

2. CONSÉQUENCES POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE NATIONALE

Après avoir décrit trois aspects de l'intégration internationale des marchés des capitaux, j'en arrive maintenant aux implications pour la politique monétaire. J'aimerais particulièrement mettre en évidence quatre implications qui toutes, directement ou indirectement, sont liées aux postulats protectionnistes.

2.1. L'efficacité de la politique monétaire

La première implication concerne l'efficacité de la politique monétaire. De l'internationalisation des marchés monétaires, on a souvent tiré la conclusion que la politique monétaire était menacée de perdre son efficacité. Chaque politique de restriction nationale ne serait-elle pas rendue illusoire si les emprunteurs pouvaient sans autre se couvrir sur l'euro-marché? Ne devrait-on pas s'attendre à ce que le relâchement de la politique nationale du

crédit se perde en fumée, si avec l'argent supplémentaire, seuls les euro-emprunts sont remboursés? Une réponse positive à ce genre de questions aboutit souvent à la conclusion que le marché intérieur doit être «mis à l'abri» du marché extérieur, ou que ce dernier doit être mis d'une manière ou d'une autre «sous contrôle». Et c'est ainsi que l'internationalisation des marchés monétaires conduit au protectionnisme.

Pour pouvoir correctement juger de cette argumentation, il faut d'abord différencier deux sortes de politique monétaire. D'une part, il y a les mesures que prend la banque centrale en agissant directement sur le marché comme les autres participants, par exemple en achetant des papiers-valeurs nationaux ou des devises. De telles mesures peuvent être qualifiées de «conformes au marché». D'autre part, il y a les mesures «entravant le marché», auxquelles appartiennent toutes celles que la banque centrale prend en imposant des restrictions aux banques commerciales ou aux privés, comme par exemple les réserves minimales ou la réglementation des taux d'intérêt.

L'efficacité des mesures de régulation «entravant le marché» est minée par l'internationalisation des marchés monétaires. Les réglementations des taux d'intérêt ont ainsi considérablement disparu et celles sur les réserves minimales sont sur le point de perdre peu à peu leur rôle de mesure de politique monétaire. On ne le regrettera guère. Les taux d'intérêt «plafond» ont toujours été critiqués par les économistes, des keynésiens aux monétaristes, et on avait peu de raisons, à mon avis, de considérer les réserves minimales, peu après la guerre, comme des mesures «classiques» de politique monétaire.

Les mesures «conformes au marché» de la politique monétaire ne perdent par contre rien de leur efficacité avec l'internationalisation des marchés monétaires. Si le système de réserve fédéral américain achète des bons du trésor, le marché du dollar est rendu liquide, peu importe si ce marché est à New York ou à Londres. Par conséquent, l'internationalisation des marchés monétaires ne change rien non plus à la responsabilité de chaque banque centrale en ce qui concerne l'approvisionnement monétaire national et le niveau national des prix. Avec les taux de change flexibles, chaque banque centrale est maître de l'évolution à long terme des niveaux des prix nationaux, que les euro-marchés soient situés ici ou là.

2.2. Les fluctuations excessives des taux de change

Ceci ne signifie pas que l'internationalisation des marchés des capitaux ne présente aucun problème à la politique monétaire. Cet aspect m'amène au deuxième point, à savoir les fluctuations excessives des cours de change.

Pour résoudre ce genre de problèmes on recommande parfois des entraves artificielles à l'arbitrage, du genre de l'impôt américain des années soixante pour l'égalisation des taux d'intérêt. Ces recommandations sont cependant souvent faites par des bureaucrates qui n'ont que peu de connaissances économiques; mais elles sont occasionnellement aussi faites par des économistes respectés. Cette approche protectionniste me semble fautive. Le perfectionnement de l'arbitrage des placements signifie en principe un gain en efficacité, comme l'invention du chemin de fer pour le trafic de marchandises. Le neutraliser par des impôts aurait aussi peu de sens que de neutraliser la baisse des frais de transports par des douanes. Pour s'élever contre la force économique naturelle de l'arbitrage, le système des entraves fiscales devrait être si étendu qu'à la fin il ne correspondrait qu'à une simple modification des taux d'intérêt.

D'autre part, on recommande de plus en plus, ces derniers temps, un «retour» aux cours de change fixes afin d'empêcher les fluctuations excessives des cours. Dans un monde exempt d'inflation, les taux de change fixes seraient, en effet, le meilleur ordre monétaire. Dans un tel monde, le système de Bretton Woods ne se serait pas non plus effondré et son petit successeur, le Système Monétaire Européen, non seulement ne ferait pas que survivre, mais serait couronné de succès. Par contre, dans un monde inflationniste, un système de changes fixes peut dans le meilleur des cas se traîner de crise en crise. C'est pourquoi chaque tentative de retour aux taux de change fixes au moyen de nouvelles institutions aurait été jusqu'à présent condamnée à l'échec. Mais si les Etats-Unis réalisaient cinq ans sans inflation, avec un taux d'emploi satisfaisant, le retour aux taux de change fixes se ferait probablement tout naturellement. Les taux de change fixes ne sont pas un problème de conférences internationales, mais un problème de politique monétaire nationale.

En premier lieu, les fluctuations excessives des taux de change ont avant tout, il me semble, deux implications pour la politique monétaire: premièrement, la constance de la politique monétaire face aux fluctuations excessives des taux de change joue un plus grand rôle qu'elle n'aurait assumé autrement. Ce sont bien les changements de direction brutaux de la politique monétaire qui déclenchent les fortes fluctuations. La règle première de la politique monétaire est, par conséquent, de s'abstenir de modifications brutales de son orientation, et cela aussi bien au niveau spécifique de l'économie nationale que du point de vue de la coopération internationale.

Deuxièmement, la politique monétaire nationale doit rester suffisamment flexible, afin de prévenir un écart trop grand entre les taux de change et la parité de pouvoir d'achat et cela, le cas échéant, par des déviations temporaires par rapport à ses buts à long terme concernant la masse monétaire. Si elle réussit, elle a ainsi apporté une contribution significative, peut-être même décisive, à la lutte contre le «nouveau protectionnisme». La constance de l'orientation de la politique de la monnaie exige, précisément dans le cas d'une modification de l'évolution de la politique monétaire à l'étranger, une élasticité considérable. Heureusement, les banques centrales semblent avoir appris, ces dernières années, comment concilier stabilité et flexibilité.

2.3. Concurrence résultant de la dérégularisation

Une troisième implication de l'intégration des marchés de capitaux concerne la législation bancaire. Dans l'après-guerre, les banques ont été soumises, dans nombre de pays, à une législation spéciale hautement restrictive, qui délimitait le champ de leurs affaires, leur prescrivait une détention excessive et discriminatoire de réserves et restreignait la concurrence sur les taux d'intérêt. Eu égard à la mobilité croissante des marchés des capitaux, de telles interventions discriminatoires entraînent un transfert substantiel de transactions vers l'étranger. Les autorités ont, dans de pareils cas, comme les entreprises monopolistiques, le choix entre deux stratégies.

L'une des stratégies est de convaincre d'autres gouvernements pour qu'ils introduisent les mêmes restrictions et ensuite, le cas échéant, de conclure un accord international. Une telle coopération internationale conduit finalement à un cartel de régularisation. C'est ainsi que le Système de réserve fédéral américain tenta de suggérer aux banques centrales européennes une régularisation coordonnée des euro-marchés, car il était confronté à une fuite des trans-

actions bancaires des Etats-Unis vers l'euro-marché. De tels efforts ne sont toutefois pas particulièrement prometteurs, car plus on régularise d'un côté et plus la position de l'autre partenaire devient lucrative; les pays les plus souples refuseront de tuer la poule aux œufs d'or.

L'autre stratégie consiste à réduire les limitations discriminantes. Les Etats-Unis ont effectivement emprunté cette voie en révisant la législation bancaire en profondeur. Le rapatriement partiel vers New York du marché du dollar, après l'établissement de facilités bancaires internationales, illustre ce genre d'effet.

Dans l'ensemble la concurrence internationale pour les marchés financiers lucratifs devrait conduire à une libéralisation des transactions bancaires et à une réduction progressive des interventions discriminatoires. Les financiers ne votent pas forcément avec des bulletins de vote ou avec leurs pieds, mais ils votent de manière très efficace avec leur chéquier. D'une façon générale, ce sont toujours les migrations internationales qui limitent la toute-puissance de l'Etat. Les marchés financiers montrent que cela ne vaut pas seulement pour les migrations des hommes, mais aussi pour celles des capitaux et des marchés.

2.4. Protection contre les pertes sur débiteurs

J'en arrive ainsi à ma dernière réflexion. Elle montrera que les interventions de l'Etat dans le secteur financier ne sont pas nécessairement inefficaces et dépassées, mais qu'elles peuvent bien être parfois indispensables et sujettes à extensions. En effet, ce qui compte particulièrement pour de telles interventions, c'est qu'au bout du compte elles ne chargent pas de manière discriminatoire les clients des banques, mais qu'elles les protègent des risques.

Ma réflexion concerne les implications économiques de pertes importantes sur des crédits accordés à des pays étrangers. D'abord, il faut affirmer qu'il n'y a aucune raison de faire passer la charge de ces pertes, indirectement par le Fonds Monétaire International, des banques aux contribuables. On entend cependant dire que les crédits impayés auraient avantagé les pays créanciers, parce qu'ils finançaient des exportations et réduisaient ainsi le chômage. Cette argumentation, où se mêlent des réminiscences keynesiennes sur l'utilité de la construction de pyramides improductives, les théories marxistes de l'impérialisme et un néo-mercantilisme, n'est pas défendable. Des crédits étrangers imprudents ne sont jamais dans l'intérêt des pays créanciers, et leurs contribuables n'ont aucune raison d'en répondre. C'est pourquoi on ne regrettera pas que le Fonds Monétaire International ait atteint les limites de ses possibilités d'action.

Une deuxième constatation est qu'on ne peut attendre un remède sûr ni d'un essor de l'économie mondiale, ni d'une politique américaine favorisant l'argent bon marché. Un essor de l'économie mondiale ne serait pas nécessairement utile car, pour la plupart des débiteurs, cela ne modifierait que peu leur état d'insolvabilité. Une expansion de la masse monétaire américaine aiderait cependant les débiteurs, mais seulement au prix d'un retour à l'inflation. D'autres solutions seraient préférables à cette explosion inflationniste dans les pays créanciers.

A la lumière de ce qui précède, on pourrait envisager la stratégie suivante. Premièrement, il faut que le rythme du nouvel endettement annuel soit limité de façon énergique,

sinon le problème serait, après chaque augmentation, encore moins résolvable. L'augmentation de l'endettement doit se situer à un niveau inférieur à la croissance de l'économie, pour que la pression réelle de l'endettement se résorbe au cours du temps et conduise peu à peu à une situation raisonnable. Deuxièmement, on devrait veiller, à travers une coopération des banques commerciales, des banques centrales et des institutions internationales, à ce qu'un flux de crédits soit tout de même maintenu et qu'il soit à peine plus élevé que les amortissements et intérêts annuels, afin que l'incitation à une suspension de paiement soit réduite. Troisièmement, le problème des risques pourrait être amoindri sinon résolu en soumettant les banques à l'obligation de fournir des renseignements sur les crédits à des pays étrangers. Quatrièmement, il faudrait que des pertes fussent supportées par les actionnaires des banques imprudentes. Cinquièmement, on ne peut guère éviter, étant donné l'absence de tribunaux de poursuite et de faillite, de faire appel aux instruments de la diplomatie et de la politique extérieure afin de raffermir la moralité des pays débiteurs. Une telle stratégie de l'endettement «à feu doux» semble d'ailleurs se matérialiser peu à peu. Sera-t-elle couronnée de succès, ce n'est pas sûr pour le moment, mais elle ne semble tout de même pas sans espoir.

REMARQUES FINALES

Il est aujourd'hui d'usage de qualifier l'état du système monétaire international comme un état de crise. Je ne partage pas ce pessimisme. Il est vrai que des structures telles que le Système monétaire européen peuvent s'effondrer, bien qu'elles se soient montrées plus solides que ne le craignaient les pessimistes. Mais, en substance, tout ce qui pouvait s'effondrer, s'est déjà effondré il y a dix ans. La situation actuelle est un monceau de décombres et ces dernières sont très stables. Certes, des banques peuvent avoir des difficultés, mais la politique monétaire nationale des différents pays devrait pouvoir, comme je le crois, maintenir en fonctionnement les marchés financiers, malgré des dérangements occasionnels du marché international des capitaux et fournir ainsi une contribution substantielle à la prévention d'un retour au protectionnisme.

Il me semble donc que les perspectives actuelles sont plus positives qu'au cours de ces dix dernières années. Pour autant qu'il y ait une bonne politique monétaire nationale, les pays ayant des marchés financiers développés peuvent surmonter, dans un avenir peu éloigné, l'inflation à long terme et retrouver une croissance normale de l'économie. Malgré toutes les controverses et en partie même grâce à elles, la politique monétaire a beaucoup appris pendant ces vingt dernières années, comme le montrent les exemples des Etats-Unis, du Japon, de l'Angleterre, de l'Allemagne et de la Suisse. Certes, il n'est pas difficile de gaspiller à nouveau ces gains. Mais il est à peine plus difficile de procéder, ces prochaines années, à une amélioration encore plus marquée des politiques monétaires.