

FONDATION PER JACOBSSON
CONFERENCE DE 1984

Nationalisme économique et
interdépendance internationale

Les choix nationaux et leurs
coûts pour l'économie mondiale

Peter G. Peterson

Washington, D.C.

ISSN 0252-3086

AVANT-PROPOS

La Conférence Per Jacobsson 1984, intitulée : “Nationalisme économique et interdépendance internationale : les choix nationaux et leurs coûts pour l'économie mondiale”, a été prononcée par Peter G. Peterson au Théâtre Dorothy Betts Marvin de l'université George Washington, à Washington, le dimanche 23 septembre 1984. M. Peterson est Président de la Banque d'affaires Peterson, Jacobs & Company.

La réunion s'est tenue sous la présidence de M. William McChesney Martin, Président du Conseil de la Fondation Per Jacobsson; la présente brochure donne un compte rendu de cette réunion.

Les conférences Per Jacobsson, qui ont lieu tous les ans, sont placées sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson. Créée en 1964 en l'honneur de Per Jacobsson, troisième Directeur général du Fonds monétaire international, la Fondation a pour but de favoriser des débats internationaux éclairés sur des questions d'actualité dans le domaine monétaire.

Les conférences sont publiées en anglais, en français et en espagnol et sont diffusées gratuitement par la Fondation. Certaines institutions se chargent parfois de publier les conférences en d'autres langues. On peut obtenir des renseignements complémentaires en s'adressant au Secrétaire de la Fondation.

TABLE DES MATIERES

| | <i>Page</i> |
|---|-------------|
| OBSERVATIONS LIMINAIRES | |
| William McChesney Martin | 1 |
| NATIONALISME ECONOMIQUE ET INTERDEPENDANCE | |
| INTERNATIONALE : LES CHOIX NATIONAUX ET LEURS COUTS POUR L'ECONOMIE MONDIALE | |
| Peter G. Peterson | 3 |
| QUESTIONS ET REPONSES | |
| Peter G. Peterson | 85 |
| William McChesney Martin | 88 |
| NOTICE BIOGRAPHIQUE | 89 |
| LES CONFERENCES PER JACOBSSON | 90 |
| FONDATEURS, CONSEIL D'ADMINISTRATION ET BUREAU DE LA FONDATION | 92 |

Observations liminaires

William McChesney Martin

Permettez-moi de vous souhaiter à tous la bienvenue à ce vingt et unième cycle annuel de conférences organisées par la Fondation Per Jacobsson. La réunion d'aujourd'hui revêt une importance particulière puisqu'elle coïncide avec un anniversaire à marquer d'une pierre blanche, et il me semble, si l'on jette un regard sur le passé, que ces 21 dernières années ont représenté une suite de succès remarquables pour la Fondation.

Pour chacun d'entre nous, cette réunion est un événement dont nous nous réjouissons : il nous permet de retrouver de vieilles connaissances, de lier de nouvelles amitiés et d'échanger nos idées.

Je voudrais tout d'abord dire quelques mots à propos de la Fondation elle-même, comme je le fais chaque année à l'ouverture de ce cycle de conférences. La situation financière de notre Fondation est saine et je sais que Per Jacobsson n'aurait eu qu'à s'en féliciter. Nous pensons maintenir cette solvabilité pendant de nombreuses années encore, mais nous savons qu'une certaine prudence s'impose et que nous ne devons pas trop nous disperser ni entreprendre plus que ce que nous pouvons mener à bien.

Le sujet que nous aborderons aujourd'hui est passionnant. Avant de vous présenter l'orateur, voici le thème de son exposé : "Nationalisme économique et interdépendance internationale". Il s'agit d'un sujet qui, naturellement, appelle nombre de réflexions et couvre un vaste éventail de préoccupations. C'est donc avec vif intérêt que j'écouterai cet exposé.

Il y a maintenant 22 ans que Per Jacobsson est décédé. Cette série de conférences a été instituée à sa mémoire comme forum où peuvent être discutés les problèmes économiques internationaux.

Je voudrais maintenant rendre hommage à l'un des fondateurs, le regretté Marcus Wallenberg. Son fils, Peter Wallenberg, qui fait partie du Conseil d'administration de la Fondation, est aujourd'hui parmi nous; un autre fondateur, Eugene Black, que la plupart d'entre vous connaissent, n'a pu se joindre à nous mais m'a chargé de vous transmettre son salut le plus cordial. Il continue de s'intéresser de très près aux activités de la Fondation. Nous avons aussi reçu des nouvelles de la fille de Per Jacobsson, Erin Jucker-Fleetwood. Elle a écrit une biographie de son père, à la publication de laquelle nous avons contribué. Ceux d'entre vous qui désiraient en acquérir un exemplaire pourront le faire auprès du Secrétariat de la Fondation.

La Fondation Per Jacobsson, dont je préside le Conseil d'administration, dispose d'un personnel réduit mais très efficace. Frank Southard est

le Président de la Fondation, nos deux Vice-présidents étant Albert Gerstein et Gordon Williams. Grâce à l'aimable concours du Fonds monétaire international, nous bénéficions des services de Joseph Lang, qui est notre Secrétaire, et de Michael Fitzpatrick, Trésorier de la Fondation.

Je reconnais dans l'auditoire de nombreux orateurs qui ont pris la parole au cours des conférences passées. C'est pour moi un grand honneur que de faire partie d'une assemblée aussi distinguée.

Permettez-moi maintenant de vous présenter en quelques mots l'orateur de cet après-midi. Nous avons beaucoup de chance qu'il soit des nôtres, car je ne vois personne qui soit plus qualifié pour parler sur le thème d'aujourd'hui, étant donné la difficile conjoncture économique que nous connaissons actuellement. Il me semble que ces difficultés sont nées de monnaies surévaluées et de la légèreté de certains pays en matière budgétaire, et qu'il faudra beaucoup de temps pour les résoudre. Les nombreux conférenciers qui ont pris la parole devant nous dans le passé étaient d'éminents banquiers et ministres des finances et c'est également le cas de l'orateur d'aujourd'hui. Il a en effet suivi une brillante carrière dans le domaine universitaire, dans les affaires et au gouvernement.

Très jeune, il a été directeur général d'une entreprise manufacturière. Puis, il a travaillé dans des banques d'affaires et s'est distingué comme Secrétaire américain au commerce. Avec cinq anciens Secrétaires américains au Trésor, il a fondé le groupe "Bipartisan Budget Appeal", qui réunit 500 personnalités américaines soucieuses de réduire le déficit des Etats-Unis. Il a reçu de nombreux prix au titre de ses activités humanitaires. C'est à proprement parler un homme universel. J'ai le grand plaisir de vous présenter Monsieur Peter G. Peterson.

Nationalisme économique et interdépendance internationale : les choix nationaux et leurs coûts pour l'économie mondiale*

Peter G. Peterson

RESUME DE LA CONFERENCE¹

I. Introduction

Nombreux sont ceux qui, au cours des années 70, se sont rendu compte de l'ampleur du dérapage de l'économie américaine. Pour essayer de comprendre à quoi celui-ci était dû, j'ai rejoint les nombreux Américains qui cherchaient une réponse en observant l'économie japonaise. Toutefois, je me suis gardé de m'en tenir aux explications rebattues faisant appel, par exemple, à une certaine éthique des travailleurs, à la coopération entre les partenaires sociaux ou aux différences culturelles qui existent entre les Japonais et les Américains. Ce sont, au contraire, les choix économiques fondamentaux et les politiques mises en place pour les réaliser qui ont retenu mon attention. J'ai été frappé par le fait que les Japonais épargnaient et investissaient beaucoup plus que nous — en capital humain et matériel — *tant* dans le secteur privé *que* dans le secteur public. Cette comparaison a clairement mis en évidence à quel point la société américaine était devenue une société axée sur la consommation et l'emprunt et s'était détournée de l'épargne et de l'investissement.

* Cette brochure est une version révisée et développée de l'exposé oral de M. Peterson.

¹ De nombreuses personnes m'ont fait don généreusement de leur temps et de leurs suggestions pour la préparation de cette conférence. Je remercie tout particulièrement Jason Benderly, Peter Bernstein, Mark Clark, Martin Feldstein, Steve Fenster, Larry Fox, Alan Greenspan, John Gutfreund, John Heimann, Bob Hormats, George Lamborn, Arthur Levitt, Jim Leisenring, Tony Solomon, Lee Spencer, Tony Terracciano, Dennis Weatherstone et Richard Zecher, qui ont relu mon manuscrit et m'ont donné de précieux conseils. J'ai également bénéficié du concours inestimable de membres de l'Institute for International Economics, notamment de son Directeur, Fred Bergsten, ainsi que de Bill Cline, Stephen Marris et John Williamson. Jim Capra, David Hale et Roger Kubarych ont participé de façon particulière à la préparation de cette conférence. Enfin, Jim Sebenius a joué en permanence un rôle fondamental dans l'élaboration de l'analyse et de l'exposé.

Cherchant les raisons de cette évolution, j'ai tourné mon attention vers une source privilégiée de consommation subventionnée par l'Etat, à savoir la sécurité sociale. Il ne s'agit là que d'un programme d'aide sociale parmi tant d'autres qui prolifèrent actuellement permettant de recevoir des prestations dont le montant dépasse de loin les cotisations, non seulement dans le cas des indigents mais aussi de la majorité des bénéficiaires — dont les revenus sont compris dans les tranches moyennes et supérieures. S'ajoutant à la croissance accentuée des dépenses militaires et aux fortes réductions d'impôts, ces programmes d'aide sociale ont abouti à des déficits budgétaires fédéraux vertigineux; c'est là une forme d'épargne négative qui a changé notre stock d'épargne nationale, déjà maigre, en peau de chagrin. La première partie de ma conférence décrit brièvement ces tendances et examine les raisons pour lesquelles elles ont transformé notre choix national en matière d'investissement et d'épargne, qui, à première vue, semble être un problème économique d'allocation des ressources, en un problème d'âpre lutte politique entre différents groupes d'intérêts.

II. Le boom actuel de l'investissement et de la consommation : miracle de la politique de l'offre ou plan Marshall à rebours?

Tout d'abord, pourquoi porter son attention sur un seul pays et prendre un ton si préoccupé devant un auditoire international et en période de boom économique? L'explication en ce qui concerne le ton est simple : ce qui passe maintenant pour une remarquable période de prospérité nous empêche de voir d'inquiétants signaux d'alarme économique. Par ailleurs, si je me concentre sur la politique des Etats-Unis, c'est parce qu'elle exerce actuellement une influence énorme — à la fois positive et négative — sur le reste du monde. En outre, considération plus importante, le succès apparent de la politique de l'offre suivie en vertu de la "Reaganomie" incite de nombreux pays à se demander s'ils ne feraient pas mieux d'adopter des politiques semblables. Dans la seconde partie de ma conférence, j'examinerai donc la reprise actuelle et décrirai un monde sensiblement différent de celui que les tenants de la politique de l'offre prévoient en 1981.

Il est indéniable que dans certains domaines le succès est éclatant : inflation, chômage, investissement brut, croissance. Pourtant, sur le plan des déficits budgétaires, les perspectives demeurent obstinément sombres, bien que ceux qui voient tout en rose ne manquent pas ("nous sortirons du déficit par la croissance"), non plus que les expédients qu'on nous propose naïvement (le gonflement de la masse monétaire par le Système fédéral de réserve, le retour à l'étalon-or, l'adoption d'un amendement à la Constitution obligeant à équilibrer le budget fédéral).

En raison, entre autres, de l'appétit vorace dont fait preuve le gouvernement fédéral pour des crédits dont le montant est limité, les taux d'intérêt réels se maintiennent à des niveaux élevés records. Mais, pour ma part, je retiens aussi d'autres facteurs qui, tout en étant bien moins souvent mentionnés, favorisent eux aussi la montée des taux d'intérêt. Ce sont les modifications récentes des lois fiscales ainsi que les innovations et la déréglementation financières.

Ces modifications ont, presque par hasard, partiellement protégé les Etats-Unis contre certains des effets des taux d'intérêt élevés qui tendent habituellement à déprimer une économie. Ainsi, au moyen de ces modifications, nous nous sommes commodément apprêtés à recevoir des flux imprévus et sans précédent de capitaux étrangers. Ceux-ci ont accru le stock intérieur de l'épargne des particuliers qui, exprimé en pourcentage du produit national brut (PNB), stagne au même niveau qu'avant l'entrée en fonctions de Ronald Reagan. L'afflux des capitaux étrangers aux Etats-Unis a propulsé le taux de change du dollar à un tel niveau que nous importons des marchandises à un rythme jamais égalé depuis le 19^e siècle où les Etats-Unis étaient un pays en développement.

Si nos taux d'intérêt ont eu pour effet de ralentir la reprise économique des autres pays, nos importations ont en revanche servi de stimulants à nos partenaires commerciaux. Ainsi, nous avons aidé les autres à sortir de la récession pendant qu'ils nous inondaient de marchandises bon marché et nous prêtaient leur épargne pour les payer. Ces entrées de capitaux ont permis aux Etats-Unis d'enregistrer un boom de la consommation et de l'investissement, d'éviter de se retrouver vraiment à court de crédit et de réduire considérablement leur taux d'inflation. Il semble donc que, pour nous, tout aille pour le mieux dans le meilleur des mondes, mais combien de temps cela peut-il durer?

III. Peut-on maintenir le cap actuel?

La progression de la dette extérieure des Etats-Unis. Dans un premier temps, je présente les conclusions de quelques études très récentes selon lesquelles, si le dollar gardait sa vigueur actuelle et si diverses autres conditions (en général favorables aux Etats-Unis) continuaient d'être réunies, le déficit du compte courant de la balance des paiements de 1989 pourrait atteindre presque 5 % du PNB. Le précédent record, qui était de moins de 2 %, a été atteint pendant le boom ferroviaire des Etats-Unis dans les années 1870. Suivant ce scénario angoissant, les Etats-Unis se retrouveraient dans une position diamétralement opposée à celle qu'ils avaient au lendemain de la deuxième guerre mondiale en tant que premier créancier du monde, et accumuleraient rapidement presque 1 billion de dollars de dettes extérieures, c'est-à-dire un montant proportionnel à celui

de la dette d'un pays en développement type lourdement endetté au moment où la crise de l'endettement a éclaté.

Nous pourrions être amenés à céder aux pressions et à recourir à l'inflation pour sortir de cet énorme endettement extérieur (et intérieur). Du point de vue de la politique étrangère, les répercussions qu'aurait le glissement d'une superpuissance dans la catégorie des pays endettés sont inquiétantes. Toutefois, l'ampleur même de cet ensemble de conséquences néfastes fait que le dollar perdra vraisemblablement de sa valeur, peut-être précipitamment, ce qui *annihilerait* certains des éléments les plus positifs de la reprise actuelle.

Les pressions protectionnistes. S'il est vrai que la pléthore de produits importés à prix faibles grâce à la vigueur du dollar a considérablement réduit l'inflation intérieure, elle a en revanche fait peser de sévères contraintes sur les industries d'exportations américaines, dont beaucoup, depuis longtemps, défendent le libre-échange. Etant donné que, d'une part, les déficits commerciaux, qui ont d'ores et déjà atteint 125 milliards de dollars, continuent de s'accroître et que, d'autre part, près de 2 millions et demi d'emplois potentiels ont déjà été perdus à cause du flot d'importations, nous pouvons nous attendre à une recrudescence des mesures protectionnistes, surtout si devait se dissiper l'euphorie que suscite la croissance et qui empêche actuellement ce ressentiment de s'exprimer. Les contre-mesures que cela entraînerait presque certainement poseraient au système d'échange mondial une menace dont on a connu les plus proches équivalents au cours des années 30.

Endettement des pays en développement. Par ailleurs, on ne saurait envisager de maintenir le cap actuel sans chercher à résoudre le problème essentiel de l'endettement des pays en développement. Bien que nous ayons progressé dans ce domaine, j'expose les résultats de recherches qui montrent la fragilité de ces progrès, c'est-à-dire dans quelle mesure le système financier mondial est à la merci d'une simple variation de quelques points de pourcentage dans le taux de croissance ou les taux d'intérêt, variation à la suite de laquelle l'endettement des pays en voie de développement pourrait être pris dans un tourbillon incontrôlable.

Les points vulnérables du système financier. Les diverses questions que je soulève en dernier concernant la possibilité de maintenir le cap actuel relèvent non plus du domaine de la politique macroéconomique mais de la vulnérabilité sur le plan microéconomique. Une reprise dont la durabilité repose sur les liquidités et les crédits disponibles exige également l'existence d'institutions financières saines. Pourtant, en observant le secteur financier privé, je suis frappé par un certain nombre d'événements récents particulièrement marquants — rappelez-vous, par exemple, le cas de Financial Corporation of America, de Drysdale Government Securities, de la Continental Illinois Bank, les déboires des frères Hunt et la crise

de l'argent qui a suivi, et ainsi de suite, et je note, d'une façon plus générale, certains signes de tension.

De nouveaux points faibles semblent apparaître au fur et à mesure que la déréglementation libère les opérateurs et que la concurrence les incite constamment à réaliser des gains rapides. En outre, d'autres facteurs se conjuguent pour accroître les risques d'anévrismes financiers qui mettent en danger l'ensemble du système : la planétisation des marchés financiers, l'instabilité exceptionnelle des taux d'intérêt et des taux de change, la prolifération, elle aussi sans précédent, de nouveaux instruments financiers qui ne sont pas toujours très bien compris; les insuffisances des méthodes de gestion, de comptabilité et de vérification des comptes, face au durcissement de la concurrence et aux innombrables mutations actuelles; la disparition progressive des distinctions traditionnelles entre banques commerciales, institutions d'épargne, firmes de courtage et compagnies d'assurances; sans oublier un ensemble de dispositifs réglementaires dont nous avons hérité et qui sont de plus en plus souvent contournés.

Je suis résolument optimiste quant aux effets positifs que continuera de produire la déréglementation, quant aux marchés à terme et à l'innovation financière en général, qui constituent autant d'adaptations à un nouvel environnement économique. Mais pour que ces changements, et d'autres allant dans le même sens, produisent le maximum d'avantages, il faut que les marchés fonctionnent de façon irréprochable. En outre, la privatisation des fruits du succès devrait être dissociée de la socialisation des risques; c'est là une asymétrie qui apparaît parfois lorsque la réglementation continue d'offrir certaines protections alors que les exigences et les obligations qui leur font pendant sont assouplies. Les domaines susceptibles de poser des problèmes semblent être caractérisés par un enchevêtrement inextricable de questions relatives à la réglementation, l'obligation de divulguer les données, la comptabilité, la vérification des comptes et la gestion interne. Je m'inquiète qu'apparemment personne n'ait analysé ces problèmes globalement. J'en offre donc, pour ma part, une esquisse impressionniste — et j'appelle ensuite toutes les parties intéressées à les examiner en profondeur — avant que nous ne soyons paralysés par une attaque d'apoplexie financière et qu'un Congrès affolé ou sorti de sa torpeur ne s'embourbe dans une orgie de récriminations législatives et de propositions qui iraient à l'encontre du but recherché.

En me plaçant tant au niveau microéconomique qu'au niveau macroéconomique, je m'efforce, dans la troisième partie de mon exposé, de déterminer jusqu'à quel point le cap que nous avons choisi peut être maintenu. Certains pays ont surnommé l'expansion américaine "le miracle de la politique de l'offre" et envisagent d'emboîter le pas aux Etats-Unis. Pourtant, une bonne partie du boom que nous connaissons

actuellement en matière d'investissement et de consommation s'appuie sur la docilité du reste du monde qui nous envoie patiemment son épargne et ses marchandises bon marché. Que je considère les déficits du compte des transactions courantes, débouchant sur un accroissement de la dette extérieure et une recrudescence du protectionnisme qui menace le commerce mondial; ou bien que je contemple la paix précaire sur le front de l'endettement du tiers monde; ou encore, que j'examine les pressions menaçantes qui s'exercent dans le sens d'une monétisation des dettes extérieures et intérieures, pressions qui pourraient relancer la flambée des prix; ou enfin, que j'observe la longue liste des nouveaux points faibles du secteur financier privé — à mon avis, le cap que nous suivons actuellement ne pourra pas être maintenu à long terme.

IV. Que pouvons-nous et que devrions-nous faire?

Le tableau n'est pas entièrement sombre. Au contraire, nous avons à notre actif un certain nombre de réalisations importantes. Ainsi, nous avons lutté contre l'inflation, mis en place des sauvegardes contre un nouveau choc pétrolier, progressé, jusqu'à présent, avec précaution à travers le champ de mines que constitue l'endettement des pays en développement, et encouragé un nouvel esprit d'entreprise et une confiance indispensable dans l'avenir de l'Amérique.

Toutefois, avant d'aborder les propositions qui pourraient permettre de corriger les différents éléments qui font que notre situation actuelle n'est pas viable, je procède à une mise en garde. Comme l'a fait remarquer Henry Wallich il y a douze ans ici même : "Expérience" est le nom que nous donnons à nos erreurs passées, "réforme" celui que nous donnons à nos erreurs futures².

Il semble que nous soyons tous d'accord quant à la nécessité d'instaurer une plus grande discipline dans le système international, mais gardons-nous d'adopter l'attitude commode qui consiste à croire que la discipline, c'est-à-dire la douleur, pourrait être instaurée simplement au moyen de mécanismes extérieurs, que ce soit les régimes de taux de change ou des institutions internationales rénovées. Je propose un certain nombre de réformes susceptibles d'*orienter* les pays et nos institutions financières vers un comportement plus raisonnable. Cependant, les tensions qui règnent actuellement au sein du système économique international sont fondamentales, et indissociables pour la plupart de lourdes considérations politiques. Aussi alléchante que puisse être la perspective de proposer un deuxième Bretton Woods, ou la mise en place d'un deuxième filet de

²Henry C. Wallich, *The Monetary Crisis of 1971—The Lessons to Be Learned* (La crise monétaire de 1971 — Les enseignements que l'on peut en tirer), conférence Per Jacobsson, 1972 (Washington, The Per Jacobsson Foundation, 1972), p. 4.

sécurité pour l'endettement des pays en développement, ou encore quelque autre réforme audacieuse, le moment n'est pas opportun. Cela dit, pour réduire plusieurs des risques que comporte la voie que nous suivons actuellement, j'avance quand même un certain nombre de propositions.

Réduire les faiblesses du système financier. Je pense que *le secteur privé devrait de toute urgence, par le biais d'un groupe de fondations, déployer des efforts tous azimuts pour comprendre la vraie nature ainsi que l'étendue des faiblesses financières de notre secteur privé et formuler des recommandations à cet égard.* Je ne pense pas que le gouvernement devrait participer à cette action, mais, à mon sens, il ne faut ménager aucun effort pour s'assurer la collaboration du secteur public et faire en sorte que cette entreprise et ses résultats soient pris au sérieux par l'exécutif et le législatif. Le fer de lance de cette entreprise devrait être un groupe de personnalités très qualifiées et compétentes, appartenant aux secteurs public et privé, et ayant joué un rôle de premier plan dans leurs professions et institutions respectives. Elles devraient, en particulier, être connues pour leur intégrité, l'étendue de leurs connaissances, leur discernement, la considération dont elles jouissent auprès de leurs pairs, ainsi que leur capacité à s'élever au-dessus des intérêts particuliers. Je propose quelques éléments d'une charte en vue de la constitution d'un groupe de ce type et je recommande vivement qu'il soit formé et se mette à l'oeuvre au plus vite, avant que cet ensemble de questions ne devienne dangereusement politisé.

Développement et endettement des pays en développement. J'expose ensuite des propositions sur la façon de traiter le développement mondial et l'endettement des pays en développement. Je ne suis guère optimiste quant aux possibilités qui s'offrent à nous, principalement en raison des contraintes politiques. Tant que nos déficits budgétaires de 175 milliards de dollars et nos déficits du compte des transactions courantes de 100 milliards de dollars ne seront pas considérablement réduits, les chances de succès de toute nouvelle initiative importante seront au mieux minces. Toutefois, à mes yeux, les Etats-Unis peuvent jouer un rôle déterminant de chef de file dans un certain nombre de domaines précis, un rôle qu'ils pourront jouer sans pour autant aller à l'encontre des réalités de notre situation budgétaire.

Discipline internationale. Tout le monde s'accorde à reconnaître qu'une plus grande discipline est nécessaire au sein du système international pour dissuader les pays d'emprunter et de dépenser inconsidérément, ligne de conduite qui peut porter préjudice à l'ensemble du système lorsque le marché, avec quelque retard mais assez brutalement, les contraint d'arrêter cette façon de faire. Pas plus que pour les questions du développement et de l'endettement des pays en développement, je ne

prévois de changements fondamentaux dans les institutions monétaires ou les mécanismes internationaux qui seraient susceptibles de forcer les grands pays à adopter une attitude sensiblement plus raisonnable. En effet, pourquoi les Etats-Unis, par exemple, en tiendraient-ils compte alors qu'ils ne se préoccupent actuellement guère de leurs propres déficits budgétaire et commercial, tous deux énormes? J'envisage toutefois un certain nombre de mesures de portée limitée visant à améliorer la surveillance économique internationale.

En particulier, *je propose la création d'un organe d'examen externe, indépendant, fonctionnant à temps partiel, affilié au Fonds monétaire international (FMI), qui pourrait témoigner devant les gouvernements et faire des déclarations publiques. Cet organe préparerait des rapports annuels publics sur les principaux pays connaissant des excédents ou des déficits.*

Compréhension des flux de capitaux. Je recommande également des mesures concrètes destinées à faciliter l'étude des facteurs qui, sur le plan microéconomique, déterminent les flux de capitaux, c'est-à-dire, en fait, à nous renseigner bien davantage sur les détenteurs des divers avoirs, et sur les raisons de leur choix. Cette connaissance est nécessaire si l'on veut prévoir les effets réels de modifications éventuelles des régimes de taux de change, des codes fiscaux, ou des mécanismes réglementaires concernant, par exemple, le secteur financier privé. Il est particulièrement important de comprendre ces facteurs avant que d'autres pays ne s'empressent d'imiter la politique des Etats-Unis.

Pour contribuer à cette connaissance, *je recommande qu'un consortium d'institutions privées organise une grande conférence sur les répercussions internationales des différences qui existent entre les réglementations et les politiques fiscales nationales.*

Restauration de la discipline budgétaire américaine. Toutefois, mes propositions les plus importantes concernent la restauration de la discipline budgétaire aux Etats-Unis. Ce problème est trop grave pour être traité au moyen de solutions purement techniques ou d'habiles manipulations financières confiées aux banquiers. Non, fondamentalement, il s'agit d'un problème politique de premier ordre qui ne peut être résolu que par une mobilisation politique. Je décris la fondation du "Bipartisan Budget Appeal" (appel budgétaire des deux grands partis), et sa transformation en un "Bipartisan Budget Coalition" (coalition budgétaire des deux grands partis) plus large, dont les membres s'appêtent à s'engager dans une campagne populaire, semblable à celle qui fut lancée avec succès l'année dernière par deux de ses membres dans le but de renverser une mesure législative qui visait à retenir des taxes sur les dividendes et les intérêts. Toutefois, l'effort nécessaire pour réduire nos déficits gargantuesques sera bien plus grand.

Si les Etats-Unis réussissent à remettre de l'ordre dans leur budget, un certain nombre de mesures d'accompagnement macroéconomiques et commerciales devront être prises par le reste du monde développé et le tiers monde. Dans la dernière partie de ma conférence, je décriai ces mesures et expose l'alternative implacable à laquelle le monde est confronté : poursuivre une politique de plus en plus vulnérable et fragile ou bien en adopter une qui conduise de façon durable à une croissance réelle et à la prospérité.

* * * * *

I. Introduction

En préparant cette conférence, je me suis rappelé le 13 août 1971, date du week-end historique de Camp David où certains d'entre nous se sont réunis pour régler une situation monétaire internationale qui, à nos yeux, ne pouvait plus durer. Je réentendais les conseils que m'avait donnés jadis mon professeur à l'université de Chicago, Milton Friedman — conseil, comme d'habitude, très clair — alors que je me demandais si je devais accepter la nouvelle fonction d'assistant du Président Nixon pour les affaires économiques internationales. “Absolument pas”, avait répondu Milton, “avec les taux de change flottants, ce travail est inutile et sans eux, il est impossible. Vous êtes trop jeune pour accepter un travail à la fois inutile *et* impossible.”

A l'époque, ceux qui prenaient les décisions politiques avaient tendance à voir l'économie mondiale sous l'angle des *échanges*. Je ne pense pas qu'au sein de ce groupe-là, aucun d'entre nous ait jamais imaginé un monde où les flux de capitaux seraient plus de dix fois supérieurs aux flux commerciaux. Obsédés par ce que nous considérions alors comme une situation “absolument inacceptable” — un déficit commercial de 2 milliards de dollars pour 1971 (au titre des marchandises) se dessinait à l'horizon — et tracassés par les mesures protectionnistes proposées cette année-là par le Congrès, à savoir le projet de loi Burke-Hartke, nous nous sommes rappelé une maxime de l'université de Chicago : “S'il n'y a pas de choix, il n'y a pas de problème.” Nous avions le sentiment — justifié, j'en suis toujours convaincu — que le système rigide de Bretton Woods ne constituait pas une solution viable dans le monde qui avait succédé à celui de la “pax-Americana”, et encore moins dans un monde où les éléments déterminants du commerce, à savoir l'inflation, la productivité, les coûts de main-d'oeuvre et les prix du pétrole, évoluaient d'une façon qui nous était de plus en plus défavorable. Par conséquent, en ce qui concerne le “problème” de savoir si on devait s'en tenir au statu quo, la question ne se posait même pas.

Par ailleurs, je crois que ce même week-end d'août, nous nous bercions d'illusions en pensant que nous avions trouvé un ajustement indolore, voire magique. Peut-être avons-nous cru que le dollar fléchirait insensiblement, presque sans que nos adversaires politiques ni le public ne s'en aperçoivent, et que notre balance commerciale et la création d'emploi qu'elle détermine seraient stabilisées, "équilibrées". *Aucun* d'entre nous n'imaginait la situation d'aujourd'hui caractérisée par un déficit commercial dépassant 125 milliards de dollars, un déficit du compte des transactions courantes avoisinant 100 milliards de dollars alors que, *dans le même temps*, le dollar s'envole chaque jour vers de nouveaux sommets.

Puis le choc pétrolier est venu souligner, lui aussi, notre incapacité à prévoir les événements. En tant qu'ambassadeur itinérant du Président Nixon dans ce domaine au début de 1973, j'estimais que j'avais fait preuve d'une certaine prévoyance en "découvrant" que le pétrole et l'énergie seraient les deux préoccupations internationales majeures du reste de la décennie. Je divulguais même les prévisions des autres — ne m'aventurant jamais à les faire moi-même — selon lesquelles le prix du pétrole pourrait atteindre 10 dollars le baril.

Par la suite, nous avons bien sûr tous eu notre part de responsabilité dans l'incapacité à prévoir ce que nous réservait l'avenir; nous n'étions jamais dans le doute mais souvent dans l'erreur. Certains d'entre nous se sont convaincus que, dorénavant, des augmentations annuelles réelles d'au moins 2 % du prix du pétrole étaient plus ou moins inéluctables. D'autres au contraire, si je peux me permettre de citer à nouveau le nom de Milton Friedman, étaient convaincus que ce cartel, comme tous les cartels, finirait par s'effondrer. Un jour que je demandais à Milton d'expliquer sa prédiction claire et souvent répétée concernant l'écroulement imminent du cartel du pétrole, il répondit avec sa sérénité habituelle : "Il m'arrive de me tromper quant à la date d'un événement à venir, mais jamais quant à sa direction." Tirant la leçon de cette remarque, je ferai quelques commentaires quant à la direction des choses, mais je me garderai bien de me prononcer sur quelque date que ce soit.

Enfin, quant à notre attitude vis-à-vis de l'endettement des pays en développement, on ne peut pas dire non plus que nous ayons brillé. Certains d'entre nous ont prédit six des trois dernières crises de l'endettement. En même temps, d'autres ont déclaré sans ambages que l'endettement des pays en développement ne constituait aucunement un problème; le marché résoudrait toutes les difficultés de recyclage des fonds. Hélas, après avoir lu le compte rendu lucide de Joseph Kraft sur la façon dont le problème de la dette mexicaine a été traité en catastrophe et le rôle inattendu et crucial qu'ont joué les organismes gouvernementaux américains, je suis arrivé à la conclusion que le marché seul, tout au moins

au sens où j'entendais ce terme quand j'étais à Chicago, n'a pas résolu le problème³.

Echaudé par ces expériences passées, je m'efforcerais d'être humble sans pour autant me laisser intimider par les faits, d'être réaliste sans jouer les Cassandre et d'indiquer une direction sans donner de date. Toutefois, je me dois de faire une petite observation sur ce dernier point. De nos jours, notre système politique semble presque incapable d'envisager sérieusement l'avenir. A mon avis, nos problèmes économiques sont fondamentalement des problèmes qui concernent le long terme. C'est pourquoi ma conférence d'aujourd'hui constitue une bonne occasion de nous pencher sur la viabilité à long terme du cap que nous suivons, sans nous soucier excessivement du moment où le dollar baissera ou de la date de la prochaine récession.

Une vieille fascination pour le Japon

Permettez-moi tout d'abord de revenir en arrière un instant pour voir la situation actuelle avec un peu de recul. Il y a quelques années encore, quand vous assistiez à un congrès d'universitaires aux Etats-Unis, un sujet revenait très souvent : la "croissance zéro". On ne l'envisageait jamais très sérieusement. On la présentait plutôt comme une espèce de cas hypothétique qui permettait aux intellectuels de tester différents systèmes de valeur. Eh bien, une chose curieuse est arrivée en cours de route. Si l'on examine le revenu réel par travailleur américain entre 1970 et 1980, on constate que nous sommes presque arrivés à cette croissance zéro. Que cela ait été intentionnel ou non, nous y sommes presque parvenus pendant cette période, avec un taux de croissance de ce revenu ne dépassant pas 0,1 % par an.

Nous, Américains, avons pris l'habitude de mettre nos problèmes sur le dos des autres. L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a été le principal coupable pendant une bonne partie de la dernière décennie. Pourtant, observons le cas du Japon. Voilà un pays qui importait 99½ % de son pétrole, 55 % de ses denrées alimentaires et la plus grande partie de ses ressources. Pendant la période où les Etats-Unis enregistraient une croissance zéro du revenu réel par travailleur, la croissance des revenus réels au Japon se situait à un taux positif élevé et *tant* le chômage *que* l'inflation diminuaient considérablement.

En outre, le Japon réalisait un excédent commercial extraordinaire malgré les énormes déficits qu'il était contraint d'absorber au titre de ses importations de pétrole, de denrées alimentaires et d'autres ressources. Ainsi, au cours de cette période, l'augmentation de l'excédent commercial

³Joseph Kraft, *The Mexican Rescue* (New York, Group of Thirty, 1984).

du Japon dans le domaine des produits manufacturés a atteint le chiffre effarant de 80 milliards de dollars. De plus, dans le secteur des produits à haute technologie — secteur que nous dominions il y a seulement dix ans — cet excédent est aujourd'hui supérieur de 50 % au nôtre.

Devant ces résultats impressionnants, il n'est pas surprenant que, peu à peu, les Etats-Unis aient eu les yeux constamment rivés sur le Japon. De nombreux observateurs expliquaient tous ces résultats par les différents aspects de "l'éthique" japonaise : l'éthique du travail, l'éthique de la qualité, l'éthique des relations entre les partenaires sociaux, l'éthique de l'épargne — autant d'impondérables importants, je le reconnais. Mais, mon observation du Japon m'a amené, quant à moi, à la conclusion que le succès des Japonais s'expliquait en grande partie par des *principes économiques fondamentaux* et la politique publique. L'économie du Japon est une de celles qui favorisent le plus l'épargne et l'investissement, tandis que nous sommes devenus le premier pays du monde en matière de consommation et d'emprunt. En 1982, par exemple, les dettes à remboursements échelonnés plus les crédits hypothécaires représentaient 5,5 % du PNB japonais. Aux Etats-Unis, cette forme d'emprunt pour la consommation et le logement était *presque 10 fois plus élevée* en pourcentage de notre PNB (soit 48,2 %). Mais examinons de plus près les résultats japonais en matière d'investissement et d'épargne.

Investissement : comparaison entre les Etats-Unis et le Japon

Entre 1970 et 1980, les Japonais ont investi 9,8 % de leur PNB (déduction faite des amortissements) dans la construction de nouvelles usines et installations, alors que, dans le même temps, nous n'investissons à cet effet que 3,4 % de notre PNB. Pendant cette période, les Japonais ont, par exemple, installé environ deux tiers des robots utilisés dans le monde. (Ils commandent encore plus de la moitié des robots produits sur la planète.)

Parallèlement, un nouveau cliché concernant le Japon s'est répandu en Amérique : "l'effritement de l'infrastructure publique". Certains croient — mais c'est un mythe — que le Japon ne se soucie pas de son infrastructure publique. Mais, observons les faits. Pendant cette période de 10 ans, le Japon a consacré 5 % de son PNB à de nouveaux investissements nets dans l'infrastructure publique (ce taux est plus de sept fois supérieur au nôtre, misérable, qui est de 0,7 % du PNB)⁴.

⁴Il est vrai qu'une grande partie des infrastructures qui, aux Etats-Unis, sont financées par le secteur privé (chemins de fer, services publics, communications, télévision) sont financées par le secteur public au Japon et dans la plupart des autres pays. Mais même si la plupart de ce qui est financé par le secteur public au Japon est financé par le secteur privé aux Etats-Unis, le fait que le taux d'investissement *privé* des Etats-Unis soit, lui aussi, inférieur à celui du Japon ne fait que renforcer l'argument selon lequel l'investissement "public" est insuffisant dans notre pays.

S'agissant d'une autre forme d'investissement importante à terme — l'investissement en capital humain et intellectuel — les dépenses du Japon pour la recherche et le développement non militaires ont été, en pourcentage du PNB, supérieures de 20 % aux nôtres; les Japonais dépensent environ trois fois plus que nous pour la formation et l'éducation scientifique de leurs enfants. Au Japon, un bien plus grand nombre d'élèves du secondaire étudient, par exemple, le calcul différentiel et intégral et les sujets liés à l'informatique.

Ainsi, il est un thème fondamental qui revient sans cesse quand on parle du Japon : *l'investissement dans l'avenir économique*, tant en facteurs humains qu'en capital privé et public.

Épargne : une comparaison entre les États-Unis et le Japon

Pour alimenter ces investissements plus élevés, les Japonais épargnent beaucoup plus que les Américains — de 1974 à 1980, par exemple, le taux d'épargne nette des ménages a atteint 19,5 % des revenus disponibles tandis que la moyenne correspondante aux États-Unis au cours des années 70 a été de 6,5 % seulement. En 1983, ce taux était de 5 % et, pour le moment, il en est à environ 6 % cette année, non sans mal.

Pourquoi les Japonais épargnent-ils plus que les Américains? Dans une certaine mesure, l'épargne procède d'une éthique et d'une attitude — mais seulement dans une certaine mesure. Au-delà de ces facteurs, les Japonais ont un *besoin d'épargner* bien plus important. Au Japon, l'achat à crédit de logements et de biens de consommation durables est difficile et exige le versement d'acomptes beaucoup plus élevés qu'ici. Aux États-Unis, les lois fiscales et le système bancaire sont très nettement orientés vers la consommation à crédit. A titre d'exemple, une famille japonaise qui veut acheter un logement ne bénéficie d'aucun des avantages fiscaux dont nous jouissons au titre des paiements d'intérêts sur un crédit hypothécaire (qui sont totalement déductibles) et des impôts fonciers. En règle générale, les Japonais doivent épargner au moins la moitié du prix total de leur achat pour le verser comme acompte, alors que cette proportion est de 10 à 15 % aux États-Unis.

Par ailleurs, les régimes de retraite publics et privés sont relativement limités, forçant les travailleurs à épargner davantage en prévision de leur retraite. Beaucoup voient dans le système de sécurité sociale américain — régime sans capitalisation — un système conçu pour fournir à tout ayant droit retraité, indépendamment de sa situation matérielle, une allocation qui suffit à couvrir la plupart de ses besoins de base. La nécessité d'épargner pendant la vie active s'en trouve réduite d'autant.

En outre, les Japonais ont sciemment conçu l'ensemble de leur système *d'incitations* économiques de façon à récompenser l'épargne et l'investis-

sement. Au Japon, le revenu individuel provenant du capital (c'est-à-dire de l'épargne) est taxé modérément ou pas du tout. La différence la plus frappante qui existe entre les Etats-Unis et le Japon concerne le régime des plus-values. Le Japon, de même qu'environ la moitié de tous les pays industrialisés, ne prélève normalement pas d'impôts sur les gains réalisés par les particuliers lors de la vente d'actifs financiers. De plus, le Japon n'impose pas les intérêts provenant de montants épargnés jusqu'à concurrence d'environ 60.000 dollars qui peuvent être répartis entre comptes chèques postaux, comptes bancaires, comptes d'obligations de sociétés et comptes de réserve pour le paiement de prestations aux employés. Aux Etats-Unis, ces revenus, appelés "unearned income" (littéralement : revenus non gagnés) — terme particulièrement trompeur — étaient grevés jusqu'à une époque récente de taxes très élevées et les incitations fiscales dont ils font l'objet sont encore relativement peu importantes.

Contrairement aux Américains, les Japonais ont orienté leurs énormes réserves d'épargne vers l'*industrie* par le biais d'une série d'incitations, notamment d'importantes différences entre le taux d'intérêt créditeur appliqué aux entreprises et celui qui est appliqué à la consommation. George Hatsopoulos a calculé que, à la suite de cette politique et des mesures qui l'ont accompagnée, de 1961 à 1981, le coût du capital pour les entreprises japonaises s'est élevé en moyenne à la moitié de celui qu'ont dû payer les entreprises américaines⁵. Trois autres études au moins sont arrivées à des conclusions semblables sur le plan qualitatif⁶.

Comme chacun sait, aux Etats-Unis, une grande partie des mesures que nous appliquons visent avant tout à *faciliter la consommation*. Outre les avantages fiscaux que j'ai déjà mentionnés, nous avons mis en place une foule d'organismes fédéraux ou placés sous les auspices du gouvernement fédéral, dont le rôle est de faciliter largement l'achat de logements par les particuliers, de subventionner directement le logement et de garantir les prêts. Il est surprenant de constater que le montant des prêts-logement assurés et garantis par le gouvernement fédéral est équivalent à environ *10 fois* la somme des prêts et des garanties accordés par le gouvernement fédéral aux entreprises.

Malgré tout, il est certain que l'expérience japonaise nous a enseigné — ou tout au moins aurait dû nous enseigner — quelque chose

⁵George N. Hatsopoulos, *High Cost of Capital: Handicap of American Industry*, étude parrainée par l'American Business Conference et Thermo Electron Corporation (Waltham, Massachusetts: Thermo Electron Corporation, avril 1983).

⁶Voir l'étude de Philip A. Wellons, intitulée "Competitiveness in the World Economy: The Role of the U.S. Financial System", dans *U.S. Competitiveness in the World Economy*, sous la direction de Bruce R. Scott et George C. Lodge (Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 1985), p. 358 à 362.

d'important dans un certain nombre d'autres domaines, notamment le principe de la collaboration entre les partenaires sociaux. Par ailleurs, le succès des Japonais a été renforcé par le fait que leurs principaux partenaires commerciaux, notamment un partenaire aussi important que les Etats-Unis, suivent une politique inverse en particulier en ce qui concerne l'ouverture des frontières aux exportations étrangères. Mais lorsqu'un pays épargne beaucoup plus et investit 3 ou 4 fois plus qu'un autre dans l'éducation et le matériel destiné à améliorer la productivité, le traînard devrait en prendre de la graine.

L'origine de l'accoutumance des Etats-Unis à la consommation

L'histoire fournit d'importants indices qui expliquent partiellement la tendance qu'ont les Américains à emprunter et à consommer. Au lendemain de la seconde guerre mondiale, un grand nombre de nos concurrents industriels actuels réorganisaient leurs politiques économiques de façon à encourager l'investissement et l'épargne indispensables à la reconstruction de leur appareil de production. A cette même époque, nos usines étaient intactes; ce qu'il nous fallait, c'était une forte demande de consommation, de façon à maintenir la production de ces usines au maximum de leur capacité. Les Américains avaient l'impression que la clé de la prospérité durable consistait à épargner moins, emprunter plus, et dépenser massivement sur l'achat de biens de consommation nationaux. C'est ainsi que nous avons mis en place un système d'incitations puissant pour atteindre ces objectifs.

Entre 1960 et 1970, la conviction que la croissance économique américaine se poursuivrait presque automatiquement était devenue pour ainsi dire un article de foi. C'est ainsi qu'a pu s'installer une mentalité selon laquelle "rien ne nous est impossible, et nous avons les moyens de tout faire", ce qui se traduisit par une expansion impressionnante du secteur public. (Une expansion analogue a eu lieu dans de nombreux autres pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques — OCDE.) En un peu moins de trois décennies, les dépenses publiques des Etats-Unis ont augmenté de presque 15 points de pourcentage du PNB. La force irrésistible qui a entraîné cette croissance des dépenses publiques a été une véritable explosion des transferts qui a représenté plus de 9 points de pourcentage de cette augmentation; plus précisément, les transferts ont bondi de 4,1 % du PNB en 1954 au taux extraordinaire de 13,2 % du PNB en 1982.

Bien que n'étant pas économiste, j'ai compris qu'on ne pouvait consommer et investir en même temps les mêmes ressources. Ainsi, lorsque j'ai tenté de déterminer exactement où passaient nos énormes ressources — puisqu'elles n'étaient pas investies — j'ai porté mon

attention sur les facteurs qui, dans notre économie, favorisent la consommation ainsi que sur les *aspects politiques* de cette économie.

Si l'on observe un instant le budget fédéral global, on voit aisément où se situe une bonne partie de cette consommation subventionnée. Dans la catégorie des dépenses les plus élevées, on trouve des programmes dont les prestations ne sont pas fonction du revenu des bénéficiaires. C'est ainsi que ces prestations sont versées pour une bonne part à des ayants droit dont les revenus entrent dans les tranches moyennes et supérieures. Ces programmes, comprenant la sécurité sociale et l'aide médicale, sans oublier certains régimes de retraite des fonctionnaires et des militaires, versent à leurs bénéficiaires des sommes qui dépassent de loin les cotisations — constituant ainsi une forme d'assistance ou de subvention *universelle*. Dans le budget fédéral de 1983, ces programmes ont représenté plus de 40 % des dépenses, et atteindront presque 360 milliards de dollars en 1985. Depuis 1965 environ, les dépenses au titre des programmes en question augmentent à un taux annuel composé de 15 % environ. Prenez n'importe quelle grande compagnie américaine en expansion, vous n'en trouverez aucune qui se soit développée pendant presque 20 ans à un taux annuel composé aussi élevé. La somme dépensée au titre de ces programmes sociaux est égale à environ 10 fois celle que toutes les sociétés américaines réunies ont consacrée à la recherche et au développement — c'est, du reste, ce que réclament les *discours* de nos politiciens. Actuellement, nous en sommes à 7 billions de dollars d'engagements non provisionnés au titre des programmes sociaux les plus importants — à savoir sécurité sociale, aide médicale ainsi que retraite des militaires et des fonctionnaires — dont les prestations ne sont pas fonction des besoins financiers des bénéficiaires. Ce montant équivaut à 30.000 dollars à la charge de chaque Américain, une facture énorme que nous passons discrètement à nos enfants.

En examinant les régimes de sécurité sociale, de retraites et différents autres, j'ai été frappé de voir jusqu'à quel point nous nous étions éloignés de l'assistance destinée aux pauvres pour nous diriger vers une forme d'assistance au profit de groupes d'intérêt particulier de plus en plus nombreux, jusqu'à ce que l'on se retrouve avec un régime d'assistance pour à peu près tout le monde. Peu à peu notre économie s'est mise à ressembler à un distributeur automatique géant que, tout occupés que nous étions à en ouvrir l'accès à un groupe privilégié après l'autre, nous oublions d'entretenir et de remplir. Les coalitions symbiotiques qui se sont formées puis consolidées — à savoir celles des distributeurs de largesses législatives et des bénéficiaires contents d'être assistés et apportant leur soutien politique aux premiers — ont transformé notre choix national en matière d'investissement et d'épargne, qui, de prime à

bord, semble être un problème *économique* d'allocation des ressources, en un problème d'âpre lutte *politique* entre différents groupes d'intérêt.

Les déficits énormes sont issus, entre autres, de cette tendance à favoriser la consommation subventionnée par l'Etat au détriment des investissements publics dont le montant a été relativement faible. Ces déficits constituent une forme d'épargne négative qui a transformé notre stock d'épargne nationale déjà très maigre en peau de chagrin.

Etant donné mes inquiétudes quant à la santé à long terme de l'économie américaine et son besoin d'épargne et d'investissement, il était normal que je commence à me concentrer sur les aspects politiques d'une économie caractérisée par des dépenses délibérément supérieures aux recettes. J'ai essayé d'abord de comprendre, pour ensuite trouver les moyens de le modifier, le rapport actuel des forces politiques qui font preuve d'une capacité prodigieuse à distribuer les ressources (plaisir) mais sont pratiquement paralysées lorsqu'il s'agit de répartir les sacrifices économiques que cela implique (douleur).

Par ailleurs, en préparant cette conférence, je me suis mis à évaluer plus attentivement la politique économique américaine dans un contexte international, ce que nous, Américains, faisons bien trop rarement. En effet, pour beaucoup d'entre nous, les taux de change n'existent que lorsque nous voyageons. Et nous sommes trop peu à avoir beaucoup voyagé : rappelez-vous Wilbur Mills, Président de la puissante Commission des voies et moyens de la Chambre des représentants, qui se vantait de n'être jamais allé en Europe — et c'était au début des années 70!

Après avoir examiné la situation actuelle, il m'apparaît de plus en plus évident que la politique américaine force le monde à suivre un chemin qui n'est pas viable. Je me retrouve devant les mêmes questions, transposées au plan international, que celles qui me tourmentaient quand j'essayais de trouver un moyen de mettre fin à l'accoutumance de mon pays à l'endettement et à la consommation. De plus, le système monétaire international laisse une trop grande marge de manoeuvre aux pays, en particulier aux grands pays comme les Etats-Unis, qui veulent emprunter et dépenser inconsidérément. J'examinerai les manières dont ce système pourrait modifier de tels comportements *avant* que le marché ne s'en charge, avec les répercussions étendues et néfastes qui s'ensuivraient.

Mais pourquoi tenir un langage aussi pessimiste? Ne sommes-nous pas au beau milieu d'un boom économique sans précédent? Et si tel est le cas, les autres pays ne devraient-ils pas adopter les politiques économiques prônées par l'administration Reagan — comme certains envisagent sérieusement de le faire? Pour répondre à ces questions, il nous faut examiner de plus près la nature de l'expansion actuelle. Est-ce un miracle de la politique de l'offre — ou quelque chose d'autre?

II. Le boom actuel de l'investissement et de la consommation : miracle de la politique de l'offre ou plan Marshall à rebours?

Vue de l'extérieur, l'expansion américaine se détache très nettement sur le paysage économique mondial. Le taux de croissance du PNB réel pour le deuxième trimestre ayant atteint 7,1 %, l'inflation s'élevant — ou plutôt se traînant — à un taux annuel de 3,3 % (mesuré par l'indice des prix dérivé du PNB) et le chômage ayant baissé de presque 2 points par rapport à l'an dernier pour tomber à 7,4 %, notre économie suscite admiration et envie dans le monde entier.

Forts de ce renouveau économique frappant, certains économistes partisans de la politique de l'offre prétendent que celui-ci prouve la validité des mesures qu'ils préconisaient, que le succès de la politique économique de M. Reagan — la Reaganomie — est total. Ont-ils raison? Pour répondre à cette question, permettez-moi d'abord de clarifier ce que cette expression fourre-tout de "Reaganomie" était censée recouvrir. A présent, ce terme évoque indifféremment des réductions d'impôts, des augmentations de dépenses militaires, le soutien par le Système fédéral de réserve des mesures anti-inflationnistes et la déréglementation, mais je m'en tiendrai principalement aux concepts originels de la politique de l'offre que l'administration Reagan a fait sienne au début de 1981 et qui mettait avant tout l'accent sur les réductions d'impôts pour les particuliers. Ces dernières étaient censées s'accompagner d'une compression sensible des dépenses publiques non militaires. La forte réduction des impôts sur les sociétés constituait une mesure à part que pratiquement tous les républicains, démocrates, libéraux et conservateurs du Congrès considéraient comme nécessaire.

En mars 1981, le gouvernement n'hésitait pas à affirmer que les réductions d'impôts n'entraîneraient pas une aggravation du déficit, et que le budget serait équilibré en 1984, puisque les effets des réductions d'impôts seraient largement compensés par la croissance économique rapide. Le déficit de 175 milliards de dollars environ, qui sera enregistré cette année, réfute clairement cette affirmation.

Quant à la véritable ampleur de l'expansion de notre économie, la croissance cumulée entre le premier trimestre de 1981 et le troisième trimestre de 1984 devait, selon les prévisions, atteindre 15,2 %; après le traumatisme économique qu'a été la plus grave récession depuis les années 30, la croissance de l'économie n'a été en fait que de 9 % au total, soit moins des deux tiers du taux prévu.

Une explosion de l'épargne des particuliers devait compenser les conséquences économiques d'un déficit éventuel. Bien que l'épargne des particuliers, exprimée *en pourcentage du revenu disponible*, ait légèr-

ment augmenté, il est plus utile, du point de vue de l'analyse économique, de mesurer cette épargne *en pourcentage du PNB*. Calculé de cette façon, le taux d'épargne des particuliers n'a pratiquement subi aucune modification jusqu'à présent par rapport au niveau de 4,2 % observé en 1980 avant la révolution de la politique de l'offre. Ce chiffre est inférieur d'un point de pourcentage aux projections initiales. Il est vrai que l'épargne brute des entreprises a augmenté, tout comme le montant brut des investissements fixes non résidentiels du secteur privé, consacrés principalement à des constructions éphémères. Pourtant, notre taux d'investissement *net* (c'est-à-dire après amortissement ou consommation de capital) n'était que de 2,8 % du PNB au deuxième trimestre de 1984, c'est-à-dire à un taux bien inférieur au taux net de 3 à 4 % environ enregistré tout au long des années 70, et à celui de 4 à 5 % enregistré entre 1950 et 1960.

Selon les prévisions, les taux d'intérêt *réels* (sur les effets dont l'échéance s'échelonne entre 3 et 5 ans) devaient atteindre 3,3 % au troisième trimestre de cette année. En réalité, ils sont montés en flèche pour atteindre 8,1 %, un taux largement supérieur au *double* du taux prévu. Une amélioration considérable de la productivité et de la compétitivité devait nous permettre de dégager un excédent net des exportations de plus de 65 milliards de dollars (en dollars de 1984); notre *déficit* commercial de plus de 125 milliards de dollars laisse penser que quelque chose a dû aller de travers. Tout cela est bien fâcheux; en effet, il n'y a rien de plus triste que de voir une belle théorie assaillie de toutes parts par la dure réalité des faits.

Cela dit, la croissance spectaculaire qu'a connue récemment notre économie, le faible taux d'inflation, l'augmentation des investissements et les créations d'emplois incitent à l'optimisme, même si l'on ne peut pas mettre ces résultats entièrement au crédit de la politique de l'offre. Pour mieux en disséquer les causes, je me concentrerai d'abord sur quelques-uns des points noirs qui ternissent nos résultats économiques, à savoir les déficits et les taux d'intérêt réels. Après avoir ainsi débroussaillé le chemin, je pourrai explorer plus à fond ce qui sous-tend réellement le comportement récent de notre économie, et lancer une mise en garde à ceux qui seraient tentés d'imiter notre politique économique actuelle.

Il y a toujours eu de bonnes raisons d'admirer l'Amérique, mais qu'il s'agisse de la "découverte" par Ponce de Léon, d'une fontaine de jouvence en Floride, de la prétendue existence de routes pavées d'or en Californie, certaines anecdotes gagnent à être examinées de plus près. Certes, nombreux sont les résultats qui peuvent susciter l'émulation, mais il n'est peut-être pas souhaitable de chercher à les imiter sans discernement, en tout cas pas avant d'avoir compris plus clairement comment ils ont été atteints.

Les sombres perspectives du budget américain : illustration au niveau fédéral de notre prédilection pour l'emprunt et la consommation

En dépit des remontées cycliques, nos déficits sont alarmants. Aux termes du plan initial de M. Reagan, nos recettes devaient représenter environ 19 % du PNB au début de l'exercice budgétaire 1985, résultat que nous avons atteint. En revanche, en ce qui concerne les dépenses, nous sommes en deçà de notre objectif, également de 19 % du PNB, taux qui aurait permis d'équilibrer le budget. Au lieu de cela, les dépenses s'élèvent aujourd'hui à des niveaux records, se situant entre 23,5 % et 24 % du PNB. C'est ainsi qu'en 1984 le gouvernement doit emprunter environ 1 dollar à chaque fois qu'il en dépense 5. Ce déficit représente entre 4,5 et 5 % du PNB contre un niveau de 1 à 2 % qui caractérise habituellement ce stade du cycle économique.

Les déficits sont arrivés au point où ils s'alimentent d'eux-mêmes. Les paiements d'intérêts au titre de la dette qui s'accumule auront doublé entre 1981 et 1985. La hausse du coût des intérêts a déjà annulé à elle seule toutes les réductions de dépenses non militaires pratiquées jusqu'à présent par le gouvernement Reagan. D'ici à 1989, le coût des intérêts atteindra vraisemblablement plus de 200 milliards de dollars, passant de 2 % du PNB en 1980 à presque 4,2 % du PNB en 1989. Les intérêts à eux seuls engouffreraient donc 20 % environ du budget fédéral.

Cinq années de déficit s'élevant à 200 milliards de dollars porteraient la dette nationale sous forme de titres détenus par le public à plus de 2 billions de dollars, ce qui veut dire qu'une simple augmentation de 1 point de pourcentage des taux d'intérêt ajouterait chaque année 20 milliards de dollars ou davantage au déficit. La tendance globale à la hausse de la dette américaine est inquiétante. Pendant plus de deux décennies, le ratio de la dette du secteur non financier américain par rapport au PNB s'est situé à environ 1,4. Il s'est envolé pour atteindre le chiffre record de 1,53 au cours du deuxième trimestre de 1984. C'est cet accroissement considérable de la dette et des paiements d'intérêts, plutôt que le déficit de telle ou telle année particulière, qui est vraiment inquiétant pour la santé à long terme de l'économie.

L'optimisme irréductible : "Nous sortirons du déficit par la croissance"

Devant ces sombres projections, nombre d'entre nous, notamment nos politiciens, se livrent à diverses formes de démentis. Le raisonnement est simple : s'il n'y a pas de problème, il n'y a pas besoin de solution. Une des expressions les plus communes de ce syndrome est l'affirmation selon laquelle "nous sortirons de ce déficit par la croissance".

Malheureusement pour ces optimistes irréductibles, ce qui constitue une évolution fondamentale, ce n'est pas seulement l'ampleur sans précédent des déficits, en elle-même, mais le fait que ceux-ci aient atteint une telle ampleur *à ce moment précis de la reprise*. On a ajouté un nouveau terme à notre vocabulaire budgétaire : le mot *structurel*. Jusqu'à présent, les déficits américains avaient été dans l'ensemble des phénomènes cycliques, augmentant pendant les récessions et refluant pendant les périodes de reprise. Mais aujourd'hui, ils font partie intégrante de nos programmes de dépenses, même en cas de reprise et de "plein" emploi (6,5 % de chômage).

James Capra (Consultant budgétaire, membre du Bipartisan Budget Appeal, économiste principal à Shearson Lehman/American Express, dont les prévisions s'avèrent étonnamment exactes) estime, par exemple, que le déficit budgétaire passera d'environ 185 milliards de dollars en 1985 à plus de 200 milliards de dollars par an pour le reste de la décennie, atteignant 237 milliards de dollars en 1989. Le chiffre qu'il prévoit pour 1989 est légèrement inférieur à celui qu'avance le bureau budgétaire du Congrès et supérieur à celui qui ressort des projections du gouvernement. Pourtant, les estimations de M. Capra ne se fondent pas sur des hypothèses pessimistes : dans ses calculs, le PNB réel croît à un rythme annuel compris entre 3 et 3½ % jusqu'à la fin de la décennie, aucune autre récession ne le faisant diminuer, l'inflation tourne autour de 5 %, et les taux d'intérêt à court terme baissent jusqu'à environ 9 %.

Conformément à l'usage observé par les spécialistes de la prévision économique, aucune des projections habituelles faisant ressortir un déficit n'envisage de récession au cours des cinq prochaines années. Or, supposons que l'économie dérape et qu'elle entre dans une période de récession d'un an à partir du troisième trimestre de 1985, le PNB réel passant, avec une chute de 2 %, du sommet au creux de la vague. Même avec un sursaut de 6 % de la croissance réelle les deux années suivantes, le déficit monterait en flèche pour atteindre de 250 à 300 milliards de dollars dès la fin de la décennie. Mis à part ses effets cycliques, un nouvel endettement de cette ampleur renforcerait le caractère structurel du déficit; l'accroissement de la dette publique, causé par les déficits qui accompagneraient la récession, imposerait une augmentation constante des coûts d'intérêt qu'une reprise ne réussirait pas à effacer.

Le scénario selon lequel "nous nous sortirions du déficit par la croissance" exige que cette croissance soit solide et permanente. Pour que le déficit descende à "seulement" 30 milliards de dollars d'ici 1989, il faudrait que nous ayons tout à la fois des taux de croissance réels de presque 6 % pendant sept années consécutives, que le chômage tombe à 2 %, l'inflation à 3,5 % et les taux d'intérêt à 5 %. Si vous croyez que

c'est ce qui va arriver, venez me voir tout à l'heure, j'ai trois ou quatre tours Eiffel à vous vendre⁷.

En réalité, nous n'avons tout simplement pas les ressources physiques nécessaires pour nous sortir du déficit "par la croissance". Si nous essayions de le faire, cela reviendrait à nous en sortir par l'*inflation*. Et comme les investisseurs ont déjà été échaudés par cette calamité, les taux d'intérêt s'envoleraient et une récession serait inévitable. Dans ces conditions, quels autres remèdes indolores nous propose-t-on? Mises à part les innombrables déclarations niant l'existence de tout problème, il reste toujours les expédients.

Expédient n° 1 : le Système fédéral de réserve devrait relâcher sa politique

Certains libéraux, et, ce qui est surprenant, d'autres personnes, se réclamant abusivement du conservatisme budgétaire, ont trouvé ce qu'ils croient être une issue de secours indolore. Si seulement, disent-ils, le Système fédéral de réserve relâchait vraiment sa politique, le problème du déficit se résoudrait de lui-même. Ce qu'ils disent, en fait, c'est que nous devrions suivre en même temps la politique budgétaire la plus laxiste de l'histoire et une politique monétaire elle aussi laxiste. Si cela devait arriver, la réaction des marchés financiers ne se ferait pas attendre : les téléscripteurs se mettraient à crépiter immédiatement, dans le monde entier et de façon univoque. C'est alors que certains de ceux qui prônent aujourd'hui le recours à un stimulant monétaire, quels que soient les résultats de la politique budgétaire, reprocheraient aux marchés financiers le message reçu, un peu comme l'homme obèse reproche son embonpoint au serveur ou encore à sa balance.

Expédient n° 2 : l'or

On propose un autre remède à nos excès budgétaires, remède tout indiqué en cette année olympique : l'or! A Wall Street, nous avons un

⁷Je suppose que Martin Feldstein, ancien Chef du Conseil consultatif économique du Président Reagan (CEA), ne ferait pas partie des acheteurs éventuels. Après avoir procédé à une analyse détaillée, il a eu la témérité d'écrire dans l'*Economic Report of the President* de 1984 (p. 36) que "désormais, par prudence, toute politique doit partir du principe que la croissance à elle seule ne supprimera pas ces déficits." Après le départ de M. Feldstein et l'administration ayant réaffirmé fermement sa conviction qu'à un moment donné "on joindrait les deux bouts" (les recettes remontant au niveau des dépenses) grâce à la croissance, j'ai été surpris par le commentaire de William Niskanen, membre du CEA, paru dans le *Washington Post* du 11 novembre 1984, en page G4 : "Mais ceux qui disent que nous pourrions résoudre ce problème par la croissance affirment en somme que nous n'aurons pas besoin de prendre des décisions douloureuses pour y parvenir. J'aimerais bien les croire, mais cela m'est impossible." Encore un marché qui se ferme pour mes tours Eiffel!

moyen infaillible de “renifler” — pardonnez-moi cette expression peu élégante, tout au moins pour une assemblée aussi distinguée que la vôtre — de “renifler”, disais-je, les propositions de ce type : nous partons du principe que si quelque chose a l’air trop beau pour être vrai, il y a lieu de se méfier.

J’ai essayé de suivre les écrits et les enseignements de ceux qui ont la nostalgie de l’or, dont certains sont dans les secrets des dieux. En somme, que proposent-ils? Ils nous promettent quelque chose qui ressemble à un Nirvana économique : le plus long boom sans inflation depuis le début de la révolution industrielle. Ils nous font miroiter une croissance des revenus réels de 8 % pendant environ quatre ans, suivis de dix ans de croissance économique à un taux moyen de 6 % par an, des obligations dont l’échéance serait comprise entre 50 et 100 ans et le taux d’intérêt entre 3 et 5 %, un bond extraordinaire de l’investissement, la fin du problème du déficit sans avoir à réduire les dépenses; la solution viendrait de la croissance économique et d’une baisse des taux d’intérêt. Ce serait en fait l’excédent budgétaire qui se dégagerait peu à peu qui permettrait de réduire la dette nationale. Et tout cela en modifiant simplement la constitution. Cette façon de voir les choses est encore plus attrayante que le remède précédent qui consistait simplement à “sortir du déficit par la croissance”. Ou bien s’agit-il de jeux olympiques monétaires que nous ferions bien de boycotter?

Pour être efficace, le retour à l’étalon-or doit entraîner un profond changement de cap psychologique. Or, les marchés y croiraient-ils? Nous avons déjà abandonné l’étalon-or par le passé comme l’ont fait d’autres pays, tel le Royaume-Uni. Essayer d’y retourner irrémédiablement reviendrait, comme l’a fait remarquer Herbert Stein, à “essayer de remettre le dentifrice dans son tube”. Avec les résultats extravagants de notre politique budgétaire, risqueriez-vous vos avoirs sur cette proposition qui est censée instaurer immédiatement et de façon permanente la discipline économique?

Comme c’est le cas de nombreux autres remèdes soi-disant indolores, en l’absence de la volonté politique d’observer la discipline monétaire et budgétaire qui s’impose pour rester dans le système de l’étalon-or, nous serions sans aucun doute obligés de nous rétracter. Et nous sortirions de cette aventure d’autant plus mal en point que nous aurions mis en jeu notre crédibilité nationale.

Si nous avons la volonté politique qu’il faut pour respecter la discipline budgétaire qu’implique l’étalon-or, nous n’aurions même pas besoin de cet étalon. En effet, ce cheval de Troie qui nous promet un âge d’or porte aussi en lui les conséquences inévitablement douloureuses de la discipline budgétaire. De toute façon, si nous étions disposés à payer le prix fort, l’or ne serait pas le meilleur choix, dans un monde qui ne cesse de changer

et de nous surprendre. En effet, le métal jaune est un instrument trop rudimentaire. C'est un produit trop instable pour servir de base à notre masse monétaire.

Expédient n° 3 : un amendement obligeant à équilibrer le budget fédéral

Le jumeau divin de l'étalon-or, l'amendement obligeant à équilibrer le budget fédéral, souffre d'une tare analogue, bien que ses partisans aient choisi exactement la bonne cible, à savoir le caractère irréfléchi de la politique budgétaire. Là encore, si nous avons la volonté politique et la discipline nécessaires, cet amendement serait inutile et nous pourrions avoir recours à des instruments économiques plus précis; en revanche, sans cette volonté, nous chercherions sans aucun doute à nous dérober au moyen de toutes sortes de mesures (postes hors budget, non imputables) et nous enfreindrions les règles officielles mais artificielles qui ne résisteraient pas à notre indiscipline politique.

De plus, il est impératif d'agir *sans attendre* dans le domaine budgétaire. Quel gaspillage tragique si les partisans de cette solution ne consacraient pas également leur énergie, leur bonne volonté et leur talent considérables à essayer de stopper l'hémorragie budgétaire en cours! La préparation d'une convention constitutionnelle détournerait notre attention de la situation critique dans laquelle nous nous trouvons actuellement, nous faisant perdre un temps précieux et manquer l'occasion, peu fréquente, d'agir maintenant, en profitant de la reprise économique.

Pour conclure, quelques remarques sur tous ces expédients : leurs défenseurs sont intarissables sur les plaisirs que peut procurer le succès d'une politique économique. En revanche, leur silence est révélateur quand on leur demande d'exposer les *moyens* qu'ils devraient utiliser pour mettre en oeuvre leurs remèdes — c'est-à-dire l'imposition d'une douloureuse austérité budgétaire à mesure que la croissance de la consommation serait sensiblement réduite — pour permettre à la consommation d'augmenter par la suite quand nous entrerons dans une ère de croissance soutenue.

A mon avis, la réapparition de ces expédients, et de certains autres du même acabit, reflète une division bien plus profonde qu'il n'y paraît parmi ceux d'entre nous que l'on appelait naguère les "conservateurs de la politique budgétaire". Un camp s'est formé autour de la politique de l'optimisme, de la croissance et du plaisir. Les sujets douloureux comme la réduction de certaines dépenses ou l'imposition de certaines taxes ont été décrétés "inutiles" — et lorsque cette affirmation devient par trop indéfendable, "le camp des joyeux compères" se contente d'éluder les objections, en faisant apparaître, d'un coup de baguette magique, un

monde d'abondance sans souffrance. Les membres de ce groupe utilisent d'ailleurs toute une panoplie d'épithètes pour décrire l'autre camp : les "Cassandre", les "empêcheurs de danser en rond", les "pessimistes", les "rabat-joie". A tel point que, par je ne sais quel cheminement de la pensée, ceux d'entre nous qui se soucient vraiment de l'avenir et se penchent sur les problèmes douloureux qu'il importe de résoudre ont réussi, en fin de compte, à passer pour les avocats de la politique du désespoir, de la restriction et du dolorisme.

Le rôle des taux d'intérêt dans la reprise : la vérité

Revenons maintenant à la nature de la reprise actuelle et considérons le cas des taux d'intérêt. Lorsque le gouvernement actuel est entré en fonctions en janvier 1981, les bons du Trésor à 30 ans avaient un taux d'intérêt réel *négalif* de 0,1 %. (Ce "taux réel" s'obtient en retranchant la moyenne mobile sur trois mois de l'indice des prix à la consommation (IPC), soit 12,2 %, du taux nominal, soit 12,1 %⁸.) En août 1984, par contre, les taux réels à 30 ans étaient montés en flèche pour atteindre un pourcentage positif de 9,9 %, toujours calculé selon la même méthode. Le rendement des bons américains a dépassé celui des bons britanniques pour la troisième fois seulement depuis le début du siècle. Au cours des années 70, il y avait souvent un écart de 500 points de base dans l'autre sens. D'ailleurs, le rendement de nos bons est également supérieur aujourd'hui à celui des bons français; parmi tous les pays de l'OCDE, seule l'Italie nous dépasse dans ce domaine.

Déficits élevés, taux d'intérêt réels élevés

La perspective de déficits constamment élevés a sans aucun doute fait monter les taux d'intérêt américains par rapport à ceux des autres principaux centres financiers. Les marchés s'étant peu à peu convaincus que le Système fédéral de réserve n'était pas disposé à financer ces déficits en faisant fonctionner la planche à billets, les anticipations inflationnistes

⁸Bien sûr, il se peut que le taux d'inflation prévu ne se reflète pas précisément dans l'indice courant des prix à la consommation, bien que cet indice soit bien connu et largement utilisé. Pourtant, la conclusion selon laquelle les taux d'intérêt réels sont anormalement élevés est pratiquement toujours valable, quelle que soit la méthode utilisée pour prévoir les taux d'inflation. Le lecteur pourra se reporter à l'étude très approfondie des taux d'intérêt réels élevés et de leur propagation à l'étranger, réalisée par Robert E. Cumby et Frederic S. Mishkin, "The International Linkage of Real Interest Rates: The European-U.S. Connection", Working Paper No. 1423 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, août 1984).

et, partant, leurs effets sur les taux d'intérêt nominaux, se sont sans aucun doute apaisés.

Selon certains, il faut s'attendre à une baisse encore plus accentuée des anticipations inflationnistes qui entraînera une chute importante des taux d'intérêt. Mais cela fait neuf mois que l'on nous donne continuellement des bonnes nouvelles concernant l'inflation, et les taux d'intérêt à long terme étaient encore, en septembre 1984, de 1,5 point de pourcentage en moyenne supérieurs à ceux de janvier⁹. A mes yeux, cela reflète l'existence non pas de fortes anticipations inflationnistes qui gonfleraient anormalement les taux d'intérêt, mais d'anticipations à la hausse des *taux d'intérêt réels*. A mon avis, la lutte acharnée que se livrent en permanence le secteur public et le secteur privé pour se procurer des crédits — ainsi que la crainte d'une telle lutte à l'avenir — est responsable en grande partie du niveau élevé des taux d'intérêt réels. En 1983, les déficits fédéraux ont englouti quelque 65 % de l'épargne nette des Etats-Unis (y compris les entrées de capitaux étrangers qui ont permis récemment de calmer le jeu de somme nulle, ou presque, que se livrent habituellement le secteur public et le secteur privé pour obtenir des crédits)¹⁰. Dans ces conditions, il n'y a rien d'étonnant à ce que la bousculade pour obtenir les miettes restantes fasse monter les taux d'intérêt.

Les changements fiscaux et réglementaires, facteurs cachés de la hausse des taux d'intérêt

Un deuxième ensemble de facteurs, bien moins connus, a influencé l'évolution des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis. Les changements fiscaux et réglementaires intervenus récemment, en particulier, ont amélioré le taux de rentabilité des biens immeubles et des investissements des sociétés par rapport à celui des avoirs financiers portant intérêt; *ainsi, il faut que le taux de rentabilité des avoirs financiers soit plus élevé — d'environ 3 % — pour être sur un pied d'égalité avec celui des biens*

⁹La reprise du marché obligataire survenue à la fin du mois d'octobre 1984, aussi impressionnante fût-elle, n'a fait que ramener le rendement moyen pour octobre des bons du Trésor à long terme à son niveau de janvier.

¹⁰En règle générale, la part des fonds empruntés par le secteur public sur les marchés financiers est très élevée au début d'une reprise et diminue au fur et à mesure que la demande privée augmente. Ainsi, en 1975, première année d'une reprise semblable à celle que nous connaissons actuellement, la part des fonds empruntés par le secteur public par rapport au total des fonds empruntés était de 46,2 %. Cette proportion est tombée à 30,8 %, puis à 21,6 % au cours des deux années suivantes. Tout au long de la reprise actuelle, la part des emprunts effectués par le secteur public a représenté constamment une proportion beaucoup plus élevée que par le passé, ce qui a soumis les taux d'intérêt réels à de fortes pressions.

immeubles. Ces effets n'étaient pas du tout voulus; ils sont apparus presque par accident dans le sillage d'autres politiques. Mais examinons-les de plus près.

Selon les premiers calculs effectués par Jason Benderly de Kidder, Peabody, Inc., le taux d'imposition effectif global des investissements réels des sociétés américaines est tombé d'une moyenne d'environ 65 % entre 1971 et 1981 à environ 45 % par la suite. Le taux effectif est fonction du taux légal applicable aux sociétés, de la surévaluation des profits due à l'amortissement de la valeur initiale combiné à un taux d'inflation élevé, ainsi que des impôts sur les dividendes et les plus-values. Cette baisse des taux d'imposition effectif s'explique en partie par la modification des lois américaines régissant l'étalement des amortissements, d'une part, et par la baisse de l'inflation, d'autre part. Selon le Département du commerce, il y a eu aux Etats-Unis, de 1976 à 1980, en moyenne, un écart de 13 milliards de dollars entre l'amortissement justifié d'un point de vue économique et l'amortissement pratiqué pour des raisons fiscales par les sociétés non financières. Dès le troisième trimestre de 1984, les modifications de la loi fiscale concernant les provisions pour amortissement ainsi que la baisse de l'inflation avaient transformé ce manque à gagner fiscal dû aux amortissements excessifs en un excédent de 58,6 milliards de dollars E.U. L'augmentation du cash flow qui en résulte pour les entreprises dépasse 70 milliards de dollars. Etant donné que les taux de rentabilité réels après impôt des investissements se sont améliorés grâce aux modifications de la législation fiscale, les entreprises américaines sont disposées à payer des taux d'intérêt plus élevés. La forte progression du cash flow signifie qu'elles ont eu plus de fonds à leur disposition pour le faire.

Taux d'intérêt élevés : le débranchement des vieux disjoncteurs américains

Par ailleurs, grâce à la déréglementation financière, les associations d'épargne et de prêt, les institutions d'épargne et les petites banques ont pu, avec plus de hardiesse, rivaliser pour obtenir des fonds à des taux d'intérêt plus élevés qu'elles ne le pouvaient auparavant. Avant 1978, aux Etats-Unis, la rémunération servie sur les dépôts des particuliers par les institutions bancaires et d'épargne était soumise à un système de contrôle assez rigide. Ainsi, l'augmentation des taux d'intérêt entraînait sur le marché une désintermédiation de la part des institutions de crédit immobilier. Cela provoquait alors des périodes de marasme dans l'industrie du bâtiment, puis dans une bonne partie du reste de l'économie, sans que le Système fédéral de réserve ne soit amené à relever les taux d'intérêt jusqu'à des niveaux records. De nombreux économistes,

particulièrement à Wall Street, affirment que ces réglementations jouaient en fait le rôle d'une sorte de disjoncteur de l'économie. Ce n'est plus le cas.

D'autres mutations ont renforcé la capacité des Etats-Unis à supporter des taux d'intérêt élevés. En effet, les innovations financières se succèdent à un rythme effréné; par exemple, il y a trois ans, les prêts hypothécaires à taux variables ne représentaient que 5 % des prêts hypothécaires américains; aujourd'hui, cette proportion est passée à deux tiers du total des nouveaux prêts de ce type. Ces nouveaux instruments comportent souvent des taux d'intérêt très faibles pendant les premières années du prêt, ce qui rend les constructeurs de logements moins sensibles, dans un premier temps, aux augmentations des taux d'intérêt à long terme (naturellement, cela expose les acheteurs à des paiements plus élevés que prévu du service de la dette les années suivantes, avec toutes les incertitudes sur les plans politique et économique que cela comporte). Par ailleurs, les institutions d'épargne font aujourd'hui le maximum pour encourager l'utilisation de nouveaux types d'instruments de crédit et sont en train de changer d'attitude vis-à-vis de la gestion des risques (je reviendrai sur ce point plus tard).

En ce qui concerne les particuliers, la modification des taux d'imposition n'a en réalité pas tout à fait neutralisé l'augmentation inflationniste des impôts des années 70¹¹. La déductibilité totale des intérêts — que les Etats-Unis sont le seul pays du monde développé à pratiquer — perpétue les fortes incitations fiscales à emprunter dans le but d'alléger la charge de l'impôt. Ainsi, particulièrement en période de reprise naissante, il aurait fallu augmenter bien plus que ne l'a fait les taux d'intérêt réels en 1982 et en 1983 pour contenir la demande de consommation aux Etats-Unis.

En conjuguant leurs effets, ces modifications ont permis de maintenir une forte demande bien que les taux d'intérêt réels aient atteint des niveaux extrêmement élevés, jamais enregistrés jusqu'alors aux Etats-Unis ou dans le reste du monde. Il semble que, tout à fait par hasard, les Etats-Unis se soient relativement mieux prémunis que les autres pays industrialisés contre l'effet des taux d'intérêt élevés et qu'ils soient ainsi devenus un pays qui importe massivement et en permanence des capitaux.

Le niveau élevé des taux d'intérêt américains et leurs effets sur les autres pays

Par une sorte d'ironie, au cours de ces dernières années, les autres pays de l'OCDE ont essayé de poser les fondations d'une croissance soutenue à

¹¹Au cours de l'exercice budgétaire 1984, les recettes provenant des impôts sur le revenu des particuliers ont représenté un pourcentage du PNB supérieur à celui de 1981, année où cette proportion avait pourtant atteint un niveau sans précédent depuis la fin de la guerre.

long terme en menant des politiques budgétaires *restrictives* conçues pour réduire l'inflation et, partant, les taux d'intérêt. Dans l'ensemble, les déficits budgétaires structurels des pays de l'OCDE ont été considérablement réduits et se sont même transformés en excédent au Royaume-Uni et en République fédérale d'Allemagne. Comme vous le savez, le niveau élevé des taux d'intérêt américains tend à empêcher la baisse des taux dans l'ensemble des autres pays de l'OCDE dans la mesure où leurs gouvernements essaient d'empêcher que leur monnaie ne se déprécie davantage par rapport au dollar. Ainsi, dans le reste du monde, la croissance de la demande intérieure a été ralentie par la politique menée aux Etats-Unis qui conjugue laxisme budgétaire et taux d'intérêt réels élevés.

Toutefois, cet effet néfaste a été compensé par le fait que les Etats-Unis, transformés en importateur insatiable, ont stimulé les économies nationales du monde entier. (C'est ainsi qu'un haut fonctionnaire américain me demandait, pas seulement par ironie : "Quel autre pays s'imposerait volontairement des déficits commerciaux aussi énormes dans le seul but d'aider le reste du monde?") En 1970, les Etats-Unis ont absorbé 17 % des produits manufacturés importés par les pays de l'OCDE, alors qu'en 1984, leur part atteignait presque 23 %, proportion qui est sans aucun doute encore plus forte aujourd'hui. Si l'on se place sur le plan des échanges commerciaux, les Etats-Unis ont donc joué le rôle de locomotive.

Pourtant, certains pays européens, malgré les gains considérables réalisés entre 1983 et 1984 par leurs exportations vers les Etats-Unis (par exemple, 20,5 % pour le Royaume-Uni, 39,2 % pour la France et 39,8 % pour la République fédérale d'Allemagne) craignent que l'afflux massif de capitaux européens vers les Etats-Unis ne finisse par porter un préjudice considérable aux économies européennes. Naturellement, ce type d'appréhension est nettement moins ressenti dans les pays du sud-est asiatique, au Japon, à Taiwan (qui a enregistré un excédent commercial d'environ 9 milliards de dollars avec les Etats-Unis, soit presque un tiers de celui du Japon), ou à Hong Kong (dont les exportations à destination des Etats-Unis ont doublé depuis le début de 1983). Entre janvier et juillet 1984 par exemple, le volume global des exportations de la Corée, de Singapour, de Hong Kong et de Taiwan à destination des Etats-Unis a été supérieur de 74 % à celui de 1981.

Ainsi, bien que chaque pays réagisse différemment face au niveau élevé des taux d'intérêt américains, ils ont pour ainsi dire tous aidé les Etats-Unis d'une manière que presque personne n'avait prévu : en nous envoyant leur épargne. Pour en comprendre la raison, il nous faut d'abord revenir à l'économie américaine et à la façon dont l'épargne et l'investissement se sont adaptés à la Reaganomie.

Aux Etats-Unis, l'investissement n'est plus égal à l'épargne

Grâce à la réduction sensible des impôts sur les sociétés et à la reprise actuelle, l'investissement réel pour les six premiers trimestres de la reprise a atteint des niveaux jamais égalés depuis la fin de la guerre à un stade comparable du cycle économique. Pendant cette période, nous avons assisté à une augmentation de 26 % des investissements des entreprises dont presque deux tiers ont été consacrés à l'achat de nouveau matériel plutôt qu'à des constructions plus durables (comme de nouvelles usines). A titre de comparaison, le précédent record était de 23,3 % en 1949 et, pendant la reprise de 1975, ce taux était de 5,6 %.

Pour apprécier le taux de 11,6 % du PNB atteint cette année par l'investissement *brut* des entreprises, il faut le rapprocher de celui de 9,5 % d'il y a 20 ans. Toutefois, la situation n'est pas aussi rose que pourraient le laisser penser ces chiffres. Aujourd'hui, on dépense de l'argent pour l'acquisition de matériel dont la vie utile est plus courte que celle des machines achetées pendant le boom de l'investissement des années 60. Plus la vie utile d'une machine est courte, plus la charge annuelle de l'amortissement est élevée. Plus cette dernière est élevée, plus le montant des *nouveaux* investissements doit augmenter, à seule fin de maintenir un stock de capital donné. Si on ajuste à la fois le PNB et le montant brut des investissements fixes des entreprises de façon à tenir compte de l'amortissement, notre taux d'investissement *net* est assez faible, puisque, pour le deuxième trimestre de cette année, il a été d'à peine 2,8 % du PNB. Ce taux représente un progrès par rapport à ces dernières années, mais reste nettement inférieur au rythme que l'on a normalement connu de 1950 à 1980.

Pourtant, ce boom de l'investissement est, en soi, une très bonne nouvelle. Actuellement, le grand problème de l'économie américaine vient du fait que les changements de politique que nous avons entrepris ont réussi à activer l'investissement mais pas l'épargne intérieure des particuliers. Comme je l'ai déjà fait remarquer, les projets initiaux du gouvernement prévoyaient qu'un boom de l'épargne financerait la montée en flèche de l'investissement. Bien que les adeptes de la politique de l'offre aient tablé sur une forte progression de l'épargne suscitée par les réductions d'impôts, l'épargne des particuliers plafonne à environ 4 % du PNB depuis le troisième trimestre de 1983 (date à laquelle a été appliqué le dernier volet des réductions d'impôts décidées par M. Reagan). Ce taux, à peu près égal aux 4,2 % enregistrés en 1980, est inférieur d'environ 15 % au taux prévu dans le budget initial de M. Reagan.

En outre, les réductions d'impôts que le Congrès a votées — en vertu de ce qu'on appelle aux Etats-Unis "le phénomène du sapin de Noël" — ont, en fin de compte, donné bien plus aux particuliers que ne l'avait proposé au départ le gouvernement. Selon les projections, les réductions d'impôts

proposées en février 1984 par le Président devaient en 5 ans, de 1981 à 1986, réduire les recettes d'un montant total de 718,2 milliards de dollars par rapport au niveau qu'elles étaient censées atteindre avant ces réductions. La perte de recettes envisagée se répartissait ainsi : 553,9 milliards de dollars (soit 77,1 %) au titre de réductions d'impôts pour les particuliers et 164,3 milliards de dollars (soit 22,9 %) par le biais du système d'amortissement accéléré. Par la suite, la Chambre des représentants a pris de nouvelles mesures en faveur des particuliers. Tout d'abord, il y eut la libéralisation des comptes d'épargne-retraite personnels (IRA), puis la réduction des droits de succession, puis l'exemption des contributions aux oeuvres de bienfaisance, enfin, dans un élan d'unité politique, les représentants ont ajouté l'indexation fiscale, sans même une seule journée de débats. C'est la Chambre qui, de son propre chef, a ajouté les dispositions concernant le crédit-bail, abolies en 1982. Le Sénat a entériné toutes ces modifications et ajouté quelques réductions supplémentaires de son cru. Après un mois de travail exténuant, tout le monde est rentré chez soi pour le mois d'août. Nous ne pouvons que rendre grâce au ciel qu'ils n'aient pas "travaillé" un mois de plus.

Il est possible, comme le dit le gouverneur Jerry Brown, qu'"aucun groupe en Amérique ne lutte activement en faveur d'une politique budgétaire raisonnable" — par contre, ce type de soutien existe bel et bien pour les réductions d'impôts. Aux yeux des législateurs sensibles à ce type de pressions, le terme de "jeu de somme positive" paraîtrait bien faible pour décrire ce qui s'est passé en 1981. Cette mise en pièces frénétique du code fiscal ressemblait davantage à un jeu de somme "maximum", chaque joueur essayant d'accroître le total des réductions d'impôts. *Si ce code était resté intact jusqu'à la fin de 1989, c'est-à-dire sans les deux augmentations d'impôts intervenues par la suite, les modifications fiscales de 1981 auraient fait tomber les recettes de 23 % à 17 % du PNB, soit une baisse stupéfiante de 6 %!*

Si le taux d'épargne des particuliers a stagné, en revanche, l'épargne des entreprises a augmenté, non pas à la suite de mesures prises dans le cadre du programme initial de stimulation de l'offre, mais surtout en raison des modifications de la réglementation fiscale des entreprises décidées par le Congrès. Malgré cela, déduction faite de l'énorme désépargne publique (déficits), *l'augmentation globale de l'épargne intérieure, exprimée en pourcentage du PNB, a été de 2 points de pourcentage inférieure à la forte augmentation de l'investissement.*

Voyons maintenant les conséquences de cette situation. Si les Etats-Unis avaient été une économie fermée, la hausse des taux d'intérêt aurait dû être assez forte pour réduire de plus d'un tiers l'accroissement de la demande nette d'investissement. Quand je demande à mes amis économistes d'estimer de *combien* cette hausse aurait dû être, immanquable-

ment ils soupirent, refusent de répondre ou font vaguement allusion à un niveau de 20 % ou, en tout cas, à une augmentation d'au moins plusieurs points de pourcentage.

Ce différentiel des taux d'intérêt réels en faveur des Etats-Unis, conjugué à la faible croissance et aux déboires des autres économies, à la douloureuse compression des marges bénéficiaires des entreprises étrangères, à la stabilité politique relative de notre pays et au sentiment général que l'Amérique pouvait à juste titre bomber le torse, a eu pour effet imprévu et sans précédent que les entrées de capitaux aux Etats-Unis représentent aujourd'hui entre 2 et 3 % du PNB, c'est-à-dire, naturellement, la contrepartie du déficit courant.

Ainsi, une bonne partie de ces capitaux provient du Japon qui, en réalité, nous prête son épargne pour nous permettre d'acheter ses marchandises. Comme l'a fait observer David Hale, la relation qui existe entre les Etats-Unis et le Japon ressemble à celle de certains vieux ménages dans lesquels l'un des conjoints préfère dépenser pendant que l'autre s'efforce d'épargner. On peut se demander combien de temps cette idylle peut durer. Mais pour le moment, bien qu'un peu névrosés, les deux partenaires vivent dans le bonheur et l'harmonie.

Bref, le taux de rendement réel des titres libellés en dollars a augmenté, poussé notamment par l'ampleur des déficits prévus — qui menacent maintenant d'absorber plus de la moitié de l'épargne américaine nette qui sera produite dans le pays. Les taux d'intérêt réels doivent s'accroître pour équilibrer l'offre et la demande de fonds. On peut atteindre ce résultat en décourageant l'investissement ou en attirant des capitaux de l'étranger. Jusqu'à présent, environ 100 milliards de dollars de fonds étrangers sont entrés aux Etats-Unis, soit 40 % du total des investissements nets réalisés aux Etats-Unis, c'est-à-dire assez pour financer plus de la moitié du déficit budgétaire.

Le boom de la consommation et de l'investissement aux Etats-Unis dépend du reste du monde

Il semble donc qu'aujourd'hui, pour les Etats-Unis, tout aille pour le mieux dans le meilleur des mondes. La croissance est forte, le taux d'inflation peu élevé, l'investissement en augmentation et le chômage en baisse. Mais examinons cette situation d'un peu plus près. Comme c'est souvent le cas, il se peut que le prix de notre bien-être actuel soit la douleur que connaîtront les générations futures.

L'on se trouve actuellement dans la situation curieuse où le niveau de vie américain et l'investissement (dépenses) ont augmenté de 15 % à prix constants entre le quatrième trimestre de 1982 où nous étions au plus bas de la récession, et le troisième trimestre de 1984, tandis que la production

des travailleurs américains (PNB) n'a augmenté que de trois quarts de ce taux, soit 11,6 %.

L'énorme déficit commercial — dont l'effet sur le secteur des exportations est équivalent à celui d'une deuxième récession — a contribué à maintenir les salaires nationaux ainsi que les autres coûts et prix à un niveau peu élevé. La hausse des prix a été contrecarrée directement par l'importation de produits manufacturés achetés à bas prix grâce à la force du dollar et, indirectement, par la pression que ces produits ont exercée sur les entreprises nationales produisant des marchandises destinées à concurrencer ces importations. Ainsi, les revendications salariales se sont faites considérablement moins pressantes. La vigueur du dollar ainsi que le niveau élevé des taux d'intérêt ont en outre fait diminuer le prix mondial des produits de base exprimé en dollars. Enfin, si nos importations de marchandises n'avaient pas augmenté dans une proportion aussi énorme que 3 % du PNB, l'utilisation des capacités intérieures aurait dépassé 86 %, c'est-à-dire le seuil où l'inflation commence généralement à prendre son envol. En tout et pour tout, la réduction du niveau des prix a été d'environ 5 points de pourcentage au cours de ces trois dernières années, soit de 1,5 à 2 % par an. Néanmoins, le taux d'inflation "irréductible" des Etats-Unis est plus élevé que l'indice des prix à la consommation actuel (IPC). Il n'est pas sans intérêt de remarquer que les composantes *non commerciales* de cet indice ont augmenté de 6 % cette année.

En somme, les Etats-Unis profitent de la croissance qui résulte de leur propre politique budgétaire expansionniste, et importent de l'étranger leur succès contre l'inflation. En se plaçant sous un autre angle, on peut dire qu'un gouvernement conservateur nous avait promis une économie caractérisée par un niveau d'épargne élevé. Au lieu de cela, nous avons un boom sur le modèle latino-américain, à savoir financé par les emprunts extérieurs et un dollar surévalué.

Certains appellent cela un "Plan Marshall à rebours". Mais c'est là une analogie imparfaite. Dans les années 60 où le dollar était surévalué, de Gaulle nous reprochait d'acheter le reste du monde à bon marché. Pourtant, notre balance des paiements courants était excédentaire! A cette époque, la politique des Etats-Unis — qui consistait à effectuer des *investissements réels* à l'étranger — permettait d'assurer des *revenus futurs* que nous pouvions utiliser par la suite. Aujourd'hui en revanche, notre politique consiste surtout à nous *endetter*. Ainsi, cette année, les Etats-Unis ont financé leur déficit courant de 100 milliards de dollars avec 8 milliards de dollars d'investissements directs, 13 milliards de dollars en prises de participation et en obligations à long terme et le reste en instruments à court terme. La prépondérance de ce qu'on appelle les investissements en capitaux fébriles libellés en dollars, qui peuvent être

transférés rapidement, signifie que toute perte de confiance de la part des investisseurs étrangers pourrait très vite se transformer en spéculation contre le dollar.

En d'autres termes, dans les années 60, nous investissions dans l'économie du reste du monde par l'intermédiaire de notre compte de capitaux; aujourd'hui, nous la stimulons par l'intermédiaire de notre compte des transactions courantes. Bien sûr, l'important déficit du compte courant constitue la contrepartie des entrées de capitaux — qui permettent un boom de l'investissement sans limiter notre taux de consommation (qui est actuellement d'environ 66 % du PNB, c'est-à-dire le plus haut niveau de l'après-guerre). De cette façon, le déficit de notre compte courant joue le rôle du réservoir de secours d'une voiture : il nous permet d'avancer comme un bolide, tout au moins pour quelque temps.

Personne n'avait prévu — en tout cas, certainement pas Arthur Laffer, ni les plus fervents partisans de la politique de l'offre, non plus que les autres architectes de la Reaganomie — que les Etats-Unis deviendraient un des plus importants importateurs de capitaux. Si les Etats-Unis avaient été une économie fermée, ce mélange remarquable réalisé par le Président, à savoir des augmentations des dépenses militaires sans précédent en temps de paix, un boom de l'investissement intérieur et, en 1981, des réductions d'impôts d'un montant total de 750 milliards de dollars sur 5 ans, aurait tout à fait mérité l'appellation mémorable (pour tout le monde sauf lui) que leur a donnée M. George Bush : "économie voodoo". La seule façon de concilier ces contradictions inhérentes consistait en un mécanisme prévu par peu de gens et mal compris jusqu'à une époque récente : l'importation massive de capitaux étrangers.

En Suisse, un commentateur étranger a établi, à propos de notre politique économique, une analogie entre Christophe Colomb et la reprise que nous connaissons actuellement. Christophe Colomb, dit-il, ne savait pas où il allait, ni où il était quand il a débarqué, ni où il était allé quand il est revenu. La seule chose dont il ait été sûr, c'était que le voyage avait été payé avec de l'argent étranger.

Certains prétendent que notre politique actuelle a donné une nouvelle signification à l'expression "politique de prédation", appliquée aux capitaux plutôt qu'aux échanges commerciaux. Il est vrai que nous n'avons pas besoin de jouer les prédateurs, puisque les autres ont l'air très heureux de nous envoyer leur argent.

Naguère, les autres pays disaient que lorsque les Etats-Unis éternuaient, le reste du monde attrapait une pneumonie. On pourrait dire aujourd'hui que nous avons un très gros rhume et que le reste du monde nous envoie du sirop contre la toux — pour soulager temporairement nos symptômes.

Bref, il nous faudra un certain temps pour comprendre entièrement les implications de l'expérience Reagan. Cela dit, une chose est d'ores et déjà

claire : *plus les autres pays imiteront la "Reaganomie" — en prenant notamment des mesures fiscales et de déréglementation visant à attirer ou à retenir des capitaux — plus les Etats-Unis éprouveront de difficultés à continuer d'importer le volume de capitaux sur lequel ils comptent aujourd'hui.* C'est à la façon dont l'expansion se terminera — dans le monde entier — et non pas à la façon dont elle a commencé, que l'on pourra vraiment juger cette politique.

III. Peut-on maintenir le cap actuel?

Qu'advendra-t-il si nous continuons de voguer dans cet océan de dettes extérieures? Pouvons-nous maintenir le cap actuel? Je pense qu'à plusieurs égards, il y a de bonnes raisons d'en douter.

Ces déficits du compte courant peuvent-ils durer? Ou combien de temps faudra-t-il pour que nous nous retrouvions dans la même situation que les pays endettés du tiers monde?

M. Stephen Marris de l'Institute for International Economics s'est récemment penché sur un problème qui me tracasse depuis un certain temps : l'accroissement que pourrait connaître l'endettement extérieur des Etats-Unis dans le cas où nous continuerions sur la même voie. Même si la croissance des Etats-Unis devait ralentir et revenir à 3 % par an, la croissance réelle des autres pays se redressant pour atteindre un rythme annuel soutenu de 3,5 %, et si les exportations vers les pays en développement endettés recommençaient à augmenter normalement en fonction de la croissance du PNB, il ressort des premières conclusions de M. Marris qu'avec le dollar à son niveau actuel, *le déficit du compte des transactions courantes des Etats-Unis pourrait atteindre 250 milliards de dollars d'ici 1989 et avoisiner 5 % du PNB.* (D'ores et déjà, ce déficit est presque de 2,5 % du PNB, le précédent record, qui était d'environ de 1,5 % du PNB, remontant au boom ferroviaire des années 1870, qui fut largement financé par des capitaux européens.)

Selon cet inquiétant scénario, les Etats-Unis verraient rapidement s'inverser la position de créancier mondial qu'ils occupent depuis la fin de la première guerre. Ils auraient alors l'honneur équivoque d'être le plus grand pays débiteur du monde. D'ici à 1989, *les dettes extérieures des Etats-Unis seraient de l'ordre de 1 billion de dollars.* Cela représenterait quelque *dix fois la dette actuelle du Mexique* et un montant supérieur à la dette globale de tous les pays en développement non pétroliers réunis. Quel renversement de situation spectaculaire pour les Etats-Unis qui, il y a encore deux ans, avait une position créditrice nette de presque 200 milliards de dollars!

Certes, l'économie des Etats-Unis est bien plus grande que celles de tous les pays en développement auxquelles je l'ai comparée. Mais, il est tout de même intéressant d'essayer de deviner comment un analyste rigoureux du FMI évaluerait la situation des Etats-Unis. J'ose à peine me demander si, après avoir examiné quelques indicateurs traditionnels, cet analyste conclurait alors que nous réunissons toutes les conditions pour bénéficier d'un programme de prêt du FMI.

1) *Déficit du compte des transactions courantes exprimé en pourcentage des exportations de biens et de services.* Pour les 25 principaux pays en développement endettés, cet indicateur a culminé à 24 % en 1982, année où la crise de l'endettement mexicain a atteint son paroxysme; après les profonds et douloureux ajustements pratiqués dans ce pays, on prévoit que ce taux tombera en dessous de 10 % cette année. Dans le cas des Etats-Unis, cet indicateur, qui mesure la *vitesse* à laquelle un pays s'endette, *s'élevait déjà à 25 % au deuxième trimestre de cette année, et atteindrait, selon les prévisions, 50 % d'ici 1989.*

2) Mis à part l'investissement direct, le *ratio dette-exportations des Etats-Unis atteindrait de 180 à 200 % d'ici 1989.* Si l'on exclut également les avoirs (non bancaires) du secteur privé américain, ce ratio serait encore bien plus élevé. Si l'on s'en tient à cette dernière définition, le ratio dette-exportation des 25 principaux pays en développement débiteurs a culminé à 194 % en 1983 — d'ailleurs, les banques prennent souvent le chiffre de 200 % comme signal d'alarme.

3) *Les paiements nets d'intérêts effectués par les Etats-Unis au titre de cette dette atteindraient près de 20 % des exportations, c'est-à-dire un taux presque identique à celui qu'ont atteint cette année les 25 principaux pays en développement endettés.*

Ces chiffres indiquent que, dans le cas où ce scénario se réaliserait, les indicateurs de l'endettement extérieur des Etats-Unis pour 1989 seraient pour ainsi dire aussi mauvais, sinon pires, que ne l'étaient ceux d'un pays en développement type lourdement endetté au moment où la crise de l'endettement a éclaté (sans pour autant être, précisons-le, aussi défavorables que ceux de certains pays endettés comme le Mexique, le Brésil et l'Argentine).

Per Jacobsson a dit un jour que les banques centrales pouvaient imprimer des billets, mais qu'elles ne pouvaient pas imprimer des capitaux. Je crains, en particulier, qu'étant donné les choix politiques douloureux que cette dette entraînerait, les pressions dans le sens de sa monétisation pourraient devenir irrésistibles. Cela pourrait facilement amorcer une flambée d'inflation mondiale avec toutes les conséquences que cela comporte pour les perspectives d'investissement à long terme, les taux d'intérêt et la croissance. Après les sacrifices douloureux que

beaucoup de gens ont consentis ces dernières années pour contenir l'inflation, un tel résultat serait une tragédie.

Mais la situation de l'endettement extérieur que je viens de décrire ne constitue en *aucun cas une prédiction*. Il s'agit d'une projection qui s'appuie sur l'*hypothèse* que nous maintiendrions le même cap. Mais cela est-il possible? Pouvons-nous continuer? Prions le ciel que la réponse soit non.

Sur les plans financier et économique, les investisseurs étrangers auront-ils toujours cette confiance indispensable dans les Etats-Unis, étant donné, en particulier, que les portefeuilles étrangers sont de plus en plus saturés de dollars, comme l'a montré l'analyse d'Alan Greenspan? Il est peu probable que la solvabilité du gouvernement américain, donc sa capacité à emprunter, soit remise en question à brève échéance. De plus, les Etats-Unis jouissent bel et bien du privilège unique de pouvoir emprunter dans leur propre monnaie (de réserve), ce qui signifie que la menace d'une répudiation pure et simple de la dette est perçue comme une éventualité très lointaine. Mais il est bien plus facile de se débarrasser d'une dette écrasante par l'inflation, une possibilité que des pays comme le Brésil et le Mexique par exemple, dont la dette est libellée en dollars, n'ont pas (pas plus d'ailleurs que des pays comme la France ou l'Italie dont la monnaie n'est pas une monnaie de réserve). Ainsi, au fur et à mesure que s'accroîtra la dette intérieure et extérieure des Etats-Unis, grandira l'appréhension que l'Amérique ait recours à cette "sortie de secours" tant utilisée par le passé : l'inflation.

Devant la montée de ces craintes et des risques liés au taux de change du dollar, serons-nous contraints d'assumer le coût de différentiels d'intérêt en progression constante pour maintenir le dollar à son niveau actuel, au risque de compromettre la reprise de notre économie et celle d'autres pays? Ou bien connaissons-nous l'autre sombre éventualité, à savoir une chute prononcée du dollar qui relancerait l'inflation que nous avons eu tant de mal à contenir? Ou encore, comme le craint C. Fred Bergsten, subirons-nous le double coup de barre d'un déficit commercial énorme provenant des surévaluations antérieures du dollar, accompagné d'une inflation et de taux d'intérêt en hausse?

Dans quelle mesure pouvons-nous nous permettre de croire que nous éviterons ces désastres et réussirons cet "atterrissage en douceur" tant espéré par lequel le déficit budgétaire, les taux d'intérêt, le dollar et le déficit commercial descendraient *sans à-coups* à des niveaux plus compatibles avec une croissance réelle durable?

A l'heure actuelle, nous consommons et investissons plus que nous ne produisons, les autres pays nous prêtant la différence. Si ces entrées de capitaux étrangers devaient ralentir, nous serions obligés de produire

davantage et de consommer et investir moins — chose que l'on n'a pas dite au public et à laquelle il ne s'attend certainement pas.

De plus, quels seraient les *effets sur notre politique étrangère* de ces déficits énormes et persistants du compte des transactions courantes? A-t-on jamais connu une situation où une véritable puissance mondiale, voire une super-puissance, était le plus grand débiteur, et non pas créancier, du monde? Quelles répercussions cela aurait-il sur notre marge de manoeuvre et notre capacité à utiliser notre poids politique? En viendrions-nous à craindre que notre politique étrangère soit dictée par un "jeu d'influence inversé"?

Enfin, n'y a-t-il pas en outre un *aspect moral* que nous ne pouvons éluder, même si en tant que financiers, on nous reproche rarement de nous embarrasser de ce genre de considérations? Comment pouvons-nous justifier notre persistance à importer l'épargne étrangère en quantité si importante alors que d'autres pays en ont désespérément besoin?

Je me flatte d'être un "penseur" tourné vers le long terme. C'est pourquoi je me permets le luxe de négliger des détails comme, par exemple, le moment où surviennent les événements. Les Cassandre ne manquent pas qui ont tout perdu en spéculant contre le dollar. Cela dit, lorsque Paul Volcker parle, j'écoute. A la question de savoir combien de temps un pays comme les Etats-Unis pouvait continuer à importer des capitaux dont le montant représente entre 2 et 3 % de son PNB, M. Volcker qui, on le sait, n'a pas l'habitude d'exagérer, a répondu : "Il ne semble pas que ce rythme puisse être maintenu à long terme."

Je pense que nos amis étrangers feraient bien de réfléchir à d'autres questions avant de s'empresser d'imiter notre politique économique. Ils devraient se demander, par exemple, dans quelle mesure l'expérience américaine peut être transposée dans un autre pays? Et jusqu'à quel point, ironiquement, le succès de la politique américaine n'est fondamentalement possible que dans la mesure où les autres pays *n'adoptent pas* de politiques semblables?

Ces déficits commerciaux peuvent-ils être maintenus indéfiniment ou quand les flammes du protectionnisme viendront-elles nous dévorer?

Le dollar a commencé son ascension fulgurante en 1980. Même en tenant compte d'un taux d'inflation relativement faible aux Etats-Unis par rapport à l'étranger, *la valeur réelle du dollar s'est appréciée de quelque 60 % par rapport à une moyenne pondérée des autres monnaies*. Cela veut dire que, pour l'heureux acheteur américain, le pouvoir d'achat à l'étranger de ce dollar musclé est aujourd'hui supérieur de 60 % par rapport à 1980. En revanche, pour les 60 à 70 % de sociétés américaines qui doivent faire face à la concurrence internationale, la surévaluation du

dollar joue le rôle d'une taxe à l'exportation et d'une subvention à l'importation. Rien d'étonnant donc à ce que la balance commerciale soit aussi monstrueusement déficitaire. Rien d'étonnant non plus à ce que le secteur de l'exportation batte de l'aile. Rien d'étonnant, enfin, si les flammes du protectionnisme ne tardent pas à s'élever à moins que nous ne réagissions.

Les chiffres globaux sont effarants. Selon les prévisions actuelles, le déficit commercial dépassera 125 milliards de dollars en 1984. En juillet 1984, les importations ont dépassé les exportations de plus de 60 %. *Pour trouver le ratio importations/exportations le plus élevé avant 1984, il faut remonter 112 ans en arrière, c'est-à-dire en 1872, où les importations ont été de 40 % supérieures aux exportations.*

Parlons maintenant de la répartition des emplois par secteurs. C'est bien sûr dans ce domaine que nous verrons les effets de la politique commerciale et que se feront sentir, au bout du compte, les pressions protectionnistes. Il existe un lien étroit entre l'augmentation du chômage et le poste "produits manufacturés" de la balance commerciale. En effet, dans ce seul poste, on a assisté à un renversement de tendances presque sans précédent puisque d'un excédent de 20 milliards de dollars en 1980 on est passé à un déficit de 80 milliards de dollars en 1984. Un tel retournement de situation, qui porte sur 100 milliards de dollars, c'est-à-dire 3 % du PNB, et qui nous a coûté plus de 2 millions et demi d'emplois potentiels, a fortement aggravé l'acuité et la soudaineté du problème, déjà difficile, des restructurations industrielles.

Il est vrai que, jusqu'à présent, la baisse du chômage global a compensé les pertes d'emplois dans le secteur de l'exportation. Mais il existe des problèmes de répartition des emplois par secteur. En effet, les emplois perdus à cause du déficit commercial ne sont pas les mêmes que ceux qui ont été créés à la faveur de la reprise. Cette fois, l'inversement sensible de la tendance enregistré dans le secteur des produits manufacturés a frappé de nombreux secteurs autres que les industries traditionnelles du textile, de l'automobile et de l'acier. Or, ces autres "victimes" font partie des défenseurs traditionnels d'un système d'échanges commerciaux raisonnablement ouvert.

Prenons le cas de Caterpillar Tractor. Cette société, au demeurant bien gérée, a vu ses gains de productivité considérables s'effriter sous l'effet d'un taux de change qui favorise tellement les tracteurs Komatsu que Caterpillar ne peut tout simplement plus faire face à la concurrence sur de nombreux marchés mondiaux. C'est grâce au gouvernement Nixon qu'a fait florès le test politique qui consiste à demander : "Qu'en pense l'Amérique profonde?" Du point de vue industriel, Caterpillar est l'Amérique profonde. Lorsque j'étais Secrétaire au commerce en 1972 et 1973, cette société a contribué pour presque 2 milliards de dollars au solde

positif de la balance des paiements américaine! Une société! A elle seule! En 1981, elle exportait l'équivalent de 3,5 milliards de dollars de sa production. L'année dernière, ce chiffre avait chuté à 1,6 milliard de dollars. Les emplois dans les activités d'exportation de cette entreprise sont tombés d'environ 31.000 à 16.000 dans l'intervalle. On estime par ailleurs que pour les fournisseurs de Caterpillar, les pertes d'emplois ont été au moins deux fois plus élevées. *Ainsi, entre 1981 et 1983, une société a été, à elle seule, à l'origine de la perte de plus de 45.000 emplois.* En outre, les bénéfices de Caterpillar, qui se chiffraient à 579 millions de dollars en 1981, se sont transformés pendant cette période en une perte de 345 millions de dollars. Il est vrai que cette baisse s'explique en partie par le marasme international et par les réductions de prix. Il n'en reste pas moins que, pour Caterpillar, le joug du taux de change n'a fait qu'aggraver considérablement une situation déjà mauvaise. Bref, au fur et à mesure que la situation des échanges se dégrade, l'Amérique profonde s'en ressent gravement.

La valeur artificiellement élevée du dollar pèse lourdement sur un vaste éventail d'autres industries sans que, pour autant, la surévaluation du dollar soit le seul facteur qu'il faille prendre en compte. Ainsi, les crises de l'endettement des pays en développement, la stagnation économique et l'instabilité généralisée ont entraîné une réduction de 21 milliards de dollars des exportations américaines vers la seule Amérique latine. De plus, la croissance plus rapide des Etats-Unis par rapport aux autres pays — "l'écart de croissance" — entraîne une augmentation des importations américaines. Mais il convient toutefois de noter que certains des facteurs qui ont contribué à la surévaluation du dollar (c'est-à-dire les déficits budgétaires et le niveau élevé des taux d'intérêt) ont également contribué à l'endettement et au ralentissement de la croissance du reste du monde; on peut difficilement dire que ces facteurs ne sont pas liés entre eux.

Le témoignage récent de Lawrence Fox, Vice-président pour les Affaires économiques internationales à l'Association nationale des entreprises manufacturières (National Association of Manufacturers), offre un compte rendu par secteur de la débâcle commerciale des Etats-Unis jusqu'à la fin du mois de juin 1984. Par rapport à l'année précédente, les importations de biens d'équipement ont augmenté de 38 %, celles de véhicules et de pièces détachées de 35 % et celles de biens de consommation de 24 %. Par ailleurs, la part des importations dans les dépenses d'équipement est passée de 18 % à 25 % en moins de 2 ans.

M. Fox observe que les achats de biens d'équipement, favorisés par la reprise, sont de plus en plus souvent effectués à l'étranger, ce qui complique la reconquête de cette part de marché par les entreprises américaines. Ainsi, le boom de dépenses d'équipement dont nous sommes

si fiers dans ce pays profite en fait dans une large mesure aux entreprises étrangères.

Quant à notre vigueur traditionnelle dans le domaine de la technologie avancée, M. Fox a calculé que, par rapport à 1983, les importations d'ordinateurs et de matériel de bureau ont augmenté à un rythme annuel de 50 % jusqu'à la fin de juin 1984, celles d'appareils électriques et de leurs pièces détachées, y compris les semi-conducteurs, augmentant de 38 % et celles de matériel de télécommunication (non compris les produits de consommation tels que les télévisions et les magnétoscopes) de 30 %. C'est ainsi que l'excédent dans le secteur des ordinateurs et du matériel de bureau, dont le taux de croissance annuel a diminué d'un tiers, est tombé à 3,6 milliards de dollars, tandis que les déficits des secteurs des appareils électriques et du matériel de télécommunication autre que les biens de consommation se sont sensiblement aggravés en 1984.

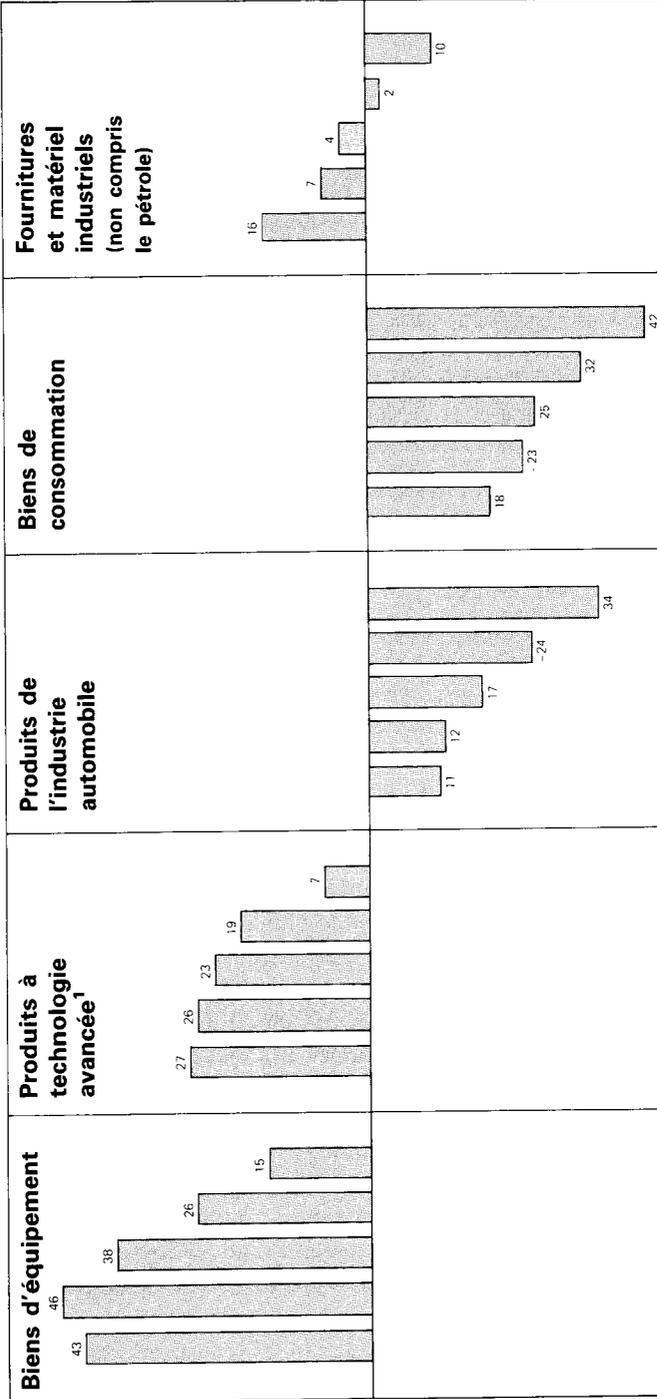
Les modifications par secteur de la balance commerciale sont encore plus prononcées si on effectue des comparaisons d'une année sur l'autre depuis 1980, ainsi que l'a fait la National Association of Manufacturers dans le graphique suivant :

La conclusion la plus évidente que l'on puisse tirer de ce graphique est qu'aucun secteur n'a échappé au déclin vertigineux de la balance commerciale depuis la montée en flèche du dollar : dans le secteur des biens d'équipement, l'excédent a chuté de deux tiers, dans le secteur de la technologie de pointe, il s'est effondré de presque trois quarts, dans le domaine de l'automobile, le déficit a triplé et dans celui des biens de consommation, il s'est aggravé de près de 250 %.

De plus, en raison de la surévaluation du dollar, de nombreuses entreprises américaines considèrent qu'elles ne sont pas en mesure de faire face à la concurrence, et elles sont de plus en plus nombreuses à créer des usines à l'étranger (ainsi, à ma connaissance, aucune grande usine de produits chimiques n'a été construite aux Etats-Unis au cours de ces quatre dernières années). Il ne s'agit pas d'une attitude irréfléchie qui amènerait les entreprises américaines à s'installer à l'étranger; bien au contraire, il s'agit d'un choix cruel rendu d'autant plus impérieux que nos déficits persistent. Nombre de ces entreprises qui se sentent aujourd'hui obligées de se tourner vers l'étranger font partie depuis toujours des groupes de pression les plus efficaces qui luttent en faveur d'une limitation des barrières protectionnistes. Combien de temps encore ces graves distorsions et bouleversements qui défigurent notre secteur industriel seront-ils supportables, vu que d'ores et déjà les directeurs d'entreprises jugent que leurs sociétés sont menacées dans leur existence même par le taux de change du dollar? Ces industriels continueront-ils de lutter contre le protectionnisme?

Principaux soldes de la balance commerciale américaine au titre des produits manufacturés, janvier-juin 1984, par année et par secteur

(Milliards de dollars E.U.; importations f.a.s. ou valeur en douane)



1980 1981 1982 1983 1984 1980 1981 1982 1983 1984 1980 1981 1982 1983 1984 1980 1981 1982 1983 1984 1980 1981 1982 1983 1984

Source : National Association of Manufacturers, *Trade & Industry*, vol. II, n° 13, 21 septembre 1984; données basées sur les informations contenues dans *Highlights of U.S. Export and Import Trade*, U.S. Department of Commerce.

¹Produits à technologies avancées tels qu'ils sont définis par le Département du commerce américain (définition n° 3).

Considérons maintenant l'étendue géographique de cette situation. Le Département du commerce a établi une liste des Etats qui connaissent la plus forte proportion (sur 1.000) de travailleurs employés dans des activités d'exportation. Après la Californie, cette liste comprend l'Ohio, l'Etat de New York, la Pennsylvanie, l'Illinois et le Michigan, suivis de près par le Massachusetts, le New Jersey et l'Indiana. Etant donné le nombre des pertes d'emplois déjà enregistrées et celles qui sont prévues dans ces régions — et l'importance politique qu'elles revêtent pour les démocrates vu la force de Ronald Reagan dans les Etats du Sud et de l'Ouest — il se pourrait que d'ici les élections de 1986 on assiste à une avalanche d'engagements politiques et de discours prônant la levée des barrières protectionnistes, en particulier si à cette époque la croissance a sensiblement ralenti ou si nous traversons une forme de récession. Si l'euphorie, causée par la croissance qui, pour le moment, empêche ces appels au protectionnisme d'être entendus, devait se dissiper, ces pressions pourraient se révéler irrésistibles.

D'ailleurs, on commence déjà à en ressentir les effets. Selon des données citées par Robert Z. Lawrence de la Brookings Institution, le pourcentage des produits manufacturés américains protégés par des restrictions non tarifaires comme des contingents ou autres obstacles à l'importation est monté en flèche, passant de 20 % en 1980 à 35 % en 1983. Cette proportion est sans aucun doute encore plus élevée aujourd'hui.

L'endettement des pays en développement : fardeau supportable ou bombe à retardement mondiale?

En ce qui concerne l'endettement du tiers monde, une question fondamentale se pose pour le long terme : *s'agit-il d'un manque de liquidités ou d'un problème d'insolvabilité?* Des calculs effectués par William Cline de l'Institute for International Economics indiquent que le problème réside dans un manque temporaire de liquidités qui se résorbera tant que la croissance moyenne des pays de l'OCDE se maintiendra à au moins 2½ %, les taux d'intérêt ne dépasseront pas le LIBOR (qui est de 12,75 %), le protectionnisme sera maîtrisé, le dollar n'augmentera pas et un certain nombre d'autres conditions continueront d'être réunies (en matière de taux d'inflation et de prix du pétrole).

J'ai demandé à Bill Cline d'activer ses ordinateurs et de me dire *quelle marge de manoeuvre nous avons*. Après tout, nous sommes en train de parier la survie du système financier mondial et la santé des pays en développement sur l'amélioration de la situation de l'endettement. M. Cline a calculé qu'avec une croissance de l'ordre de 1 à 1,5 % des pays de l'OCDE, le LIBOR à 15 % et un dollar à son niveau actuel, la dette des

pays en développement serait prise dans un tourbillon incontrôlable. Même si le LIBOR devait tomber à 10 ou 11 % d'ici 1986, si le taux de croissance des pays de l'OCDE tombe à 1 ou 1,5 %, la capacité d'endettement des pays en développement diminuerait. Une croissance de 2 % dans les pays de l'OCDE et un taux d'intérêt de 14,5 % ne suffiraient toujours pas à l'améliorer. Il est évident que cela retarderait le retour du marché à une situation normale et aurait de graves conséquences psychologiques.

On le voit : la marge de manoeuvre est réduite, d'autant plus que nous n'avons prévu aucun mécanisme solide pour faire face à une crise de cette ampleur. Cette situation ajoute au mot "interdépendance" une connotation d'urgence : la crise de l'endettement des pays en développement dépend des bons résultats économiques du Nord, sur le plan de la croissance, de l'ouverture des marchés et de notre capacité à empêcher l'escalade des taux d'intérêt.

* * *

En résumé, d'un côté, il y a ceux qui sont prêts à qualifier l'expansion américaine de miracle pur et simple de la politique de l'offre, et de l'autre, ceux qui n'oublient pas que notre boom de l'investissement et de la consommation s'appuie sur la docilité du reste du monde qui nous envoie patiemment son épargne et ses marchandises bon marché. Bien que cela ait un effet vivifiant pour le moment, nous devons nous demander dans quelle mesure nous pouvons continuer dans cette voie. Que je considère les déficits du compte des paiements courants débouchant sur un accroissement de la dette extérieure et une recrudescence du protectionnisme qui menace le commerce mondial ou bien que je contemple la paix précaire sur le front de l'endettement du tiers monde et réfléchisse à la façon dont le système financier mondial est à la merci d'une modification de quelques points de pourcentage seulement des taux de croissance et des taux d'intérêt; ou encore que j'analyse les pressions croissantes qui s'exercent dans le sens d'une monétisation des dettes intérieures et extérieures, pressions qui pourraient relancer la flambée des prix; à mon avis, le cap que nous suivons actuellement ne pourra pas être maintenu à long terme. Les risques ne sont tout simplement pas à la mesure du monde que nous voulons habiter et transmettre à nos enfants : un monde où l'inflation serait peu élevée, les échanges commerciaux libres et la politique étrangère des Etats-Unis vigoureuse. Mais si l'on oublie un instant ces inquiétudes macroéconomiques bien connues, on constate qu'il existe également des problèmes sur le plan microéconomique. Je veux parler de toute une série de nouveaux points faibles potentiels du secteur financier privé.

Y a-t-il de nouveaux risques d'anévrisme dans le secteur financier privé ?

Une reprise dont la durabilité dépend des liquidités et du crédit disponibles exige par ailleurs l'existence d'un secteur financier sain. Pourtant, en observant l'ensemble des institutions financières privées, je suis frappé par certains signes de tension et de vulnérabilité.

A mes yeux, une partie du secteur bancaire dépend de façon excessive de capitaux instables et de prêts dangereusement aléatoires. En ce qui concerne le secteur bancaire en général, on n'a pas assisté à l'amélioration des bilans ni du taux des prêts improductifs qui aurait dû se produire normalement à ce stade de la reprise économique. Les rapports coûts/bénéfices des banques sont très bas, le cours de leurs actions inférieur à la valeur comptable de celles-ci et il leur est d'autant plus difficile d'accroître leurs fonds propres.

Au fur et à mesure que la déréglementation se poursuit à vive allure, les institutions d'épargne, constamment sous perfusion, continuent de dépérir pendant qu'on leur injecte des doses pratiquement vitales de capitaux publics. Les principaux opérateurs des secteurs de l'assurance et des valeurs mobilières montrent eux aussi des signes de faiblesse. Les nouveaux venus, de moindre envergure, opérant avec des instruments financiers nouveaux et fortement aléatoires, posent la question non seulement de leur propre vulnérabilité mais aussi des risques que court tout le reste du système.

L'origine des tensions

Certaines de ces difficultés ont pour origine des faits économiques "normaux". Ainsi, nous traversons une mauvaise période pour les prêts aux secteurs de l'énergie, de l'agriculture et des industries minières. Mais en observant la situation générale, j'ai l'impression que de nouveaux points faibles apparaissent dans le secteur financier au fur et à mesure que la déréglementation libère les opérateurs et que la concurrence les incite constamment à réaliser des gains rapides.

D'autres facteurs encore se conjuguent pour accroître le risque d'anévrismes financiers : la planétisation des marchés financiers; l'instabilité exceptionnelle des taux de change et des taux d'intérêt; la prolifération, elle aussi sans précédent, de nouveaux instruments financiers qui ne sont pas toujours très bien compris; les insuffisances des méthodes de gestion, de comptabilité et de vérification des comptes face au durcissement de la concurrence et aux innombrables mutations actuelles; sans oublier la disparition progressive des distinctions traditionnelles entre les différents types d'institutions financières et la multiplication des démarches visant à tourner l'esprit des lois bancaires et boursières.

Il suffit de se rappeler quelques mésaventures marquantes survenues récemment : celle de la Financial Corporation of America, de la Continental Illinois Bank, des frères Hunt et la crise de l'argent qui a suivi, de Drysdale Government Securities, de Banco Ambrosiano, de Johnson Matthey et Schroeder Munchenmeyer, pour ne mentionner que quelques-uns des plus connus. Mais dans certains cas, les conséquences douloureuses de ces drames, et d'autres du même type, dépassent le cadre des institutions privées elles-mêmes victimes de paris malchanceux portant sur des gains privés énormes. En effet, certaines de ces mésaventures laissent entrevoir la possibilité de conséquences désastreuses pour le bon fonctionnement du système financier international — qui est nécessaire et indispensable à tout détenteur de dollars de la même manière que l'eau propre et l'air non pollué nous sont indispensables.

Ce sont principalement le niveau élevé et l'instabilité des taux d'inflation pendant les années 70 et le début des années 80 qui sont à l'origine de l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change, instabilité qui a aggravé les tensions régnant dans une grande partie du système de réglementation financière. Ainsi, le niveau élevé des taux d'intérêt a joué un rôle capital dans l'abolition des plafonds fixés par le règlement Q. Par ailleurs, ces mêmes facteurs économiques ont fortement accru le risque financier que courent les institutions financières et leurs clients. L'accroissement de ce risque a fait augmenter la demande de nouveaux instruments de "gestion des risques" comme les opérations à terme, les options et les swaps financiers. Aucun de ces instruments n'existait en 1971 et la plupart d'entre eux ont été créés au cours de ces cinq dernières années. En eux-mêmes, ils constituent une évolution dont il y a lieu de se féliciter.

Je suis résolument optimiste quant à cette évolution et aux effets positifs que continuera de produire la déréglementation. Ces mesures constituent autant d'adaptations nécessaires et précieuses à un nouvel environnement économique. Je leur ai apporté mon soutien — Lehman Brothers a, par exemple, fait partie des principaux défenseurs de la règle 415 autorisant l'enregistrement préalable des émissions d'obligations — et je continue d'oeuvrer dans ce sens.

Mais pour que ces changements produisent le maximum d'avantages, il faut que les marchés fonctionnent de façon irréprochable. Théoriquement, la privatisation des fruits du succès devrait entraîner celle des risques; c'est là une condition qui n'est pas toujours remplie lorsque la réglementation continue d'offrir certaines protections alors que les exigences et les obligations qui leur font pendant sont assouplies. Certaines des mésaventures financières auxquelles j'ai déjà fait allusion semblent avoir justement résulté de cette situation. En outre, comme l'a déclaré récemment Anthony Solomon, "la disparition progressive des distinctions entre banques commerciales, institutions d'épargne, firmes de courtage et

compagnies d'assurances a déclenché un nouveau raz de marée de concurrence. Ce déferlement réduit à néant la structure réglementaire qui avait été conçue pour préserver des distinctions claires entre ces différentes institutions. En conséquence, les lois bancaires et boursières de notre pays sont constamment contournées¹².”

Je ne prétends pas comprendre entièrement l'étendue, la nature ou les causes des problèmes qui risquent de se poser dans ces domaines. Par contre, ce que je comprends *clairement*, c'est que ces problèmes ne respectent pas les démarcations professionnelles et institutionnelles auxquelles nous nous sommes habitués; en fait, il semble que nous soyons en présence d'un dédale de questions relatives à la réglementation, à l'obligation de divulguer les données, à la comptabilité, à la vérification des comptes et à la gestion interne.

Par ailleurs, en préparant cette conférence, je me suis rendu compte d'une difficulté fondamentale : bien que beaucoup de gens sentent la gravité du problème dans son ensemble, personne ne semble l'avoir décrit ni avoir réuni des données satisfaisantes à son sujet. C'est pourquoi je ne peux offrir qu'une esquisse impressionniste de son étendue et de ses répercussions. Pour finir, je propose à l'ensemble des parties intéressées de les examiner en profondeur sans attendre — *avant* que nous ne soyons paralysés par une attaque d'apoplexie financière et qu'un Congrès affolé ou sorti de sa torpeur ne s'embourbe dans une orgie de récriminations législatives et de propositions qui iraient à l'encontre des buts recherchés.

Privatisation des bénéfices, socialisation des coûts

Certaines institutions d'épargne, et quelques autres, utilisent maintenant la nouvelle liberté dont ils jouissent dans la gestion de leurs engagements pour promouvoir au maximum l'utilisation de nouveaux instruments de crédit, tels que les crédits hypothécaires à taux variables. Certaines de ces innovations ont servi de bouées de sauvetage à une industrie mal-en-point. Elles constituent autant d'adaptations à un monde dominé par la stagflation, l'instabilité croissante et la hausse des taux d'intérêt ainsi que le durcissement de la lutte que doivent se livrer les agents économiques pour se procurer des fonds. Cela dit, devant cette concurrence acharnée, certaines institutions d'épargne ont changé radicalement d'attitude en matière de gestion des risques, adoptant une stratégie plus hasardeuse sur le plan de la concordance des taux d'intérêt et de la sécurité des créances de façon à créer un volume important de prêts et à augmenter ainsi leurs rémunérations.

¹²Anthony M. Solomon, allocution prononcée devant la National Bankers Association le 17 octobre 1984 et reproduite dans *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, automne 1984, p. 2.

Il n'y a aucun mal à prendre des risques pour récolter des bénéfices. Cependant, des problèmes peuvent se poser lorsque la libéralisation financière conjuguée à l'assurance bon marché, à prix fixe, des dépôts, incite la direction des institutions d'épargne à suivre une stratégie hautement aléatoire, reposant sur l'hypothèse d'une forte croissance, tout en garantissant en même temps la sécurité des fonds de leurs déposants. Il suffit que quelques éléments aillent de travers et c'est le contribuable qui paie la facture, dans une proportion qui, à un certain moment, peut dépasser les pertes des actionnaires. Il est donc évident que les sociétés du secteur privé devraient fixer le prix de leurs assurances en fonction des risques.

Prenons, à titre d'exemple, le développement de la célèbre Financial Corporation of America (FCA). En l'espace de six ans, le total des opérations de cette institution est passé de 1 milliard de dollars à 32 milliards de dollars. En 1983, la FCA a accordé 25 % des prêts hypothécaires consentis par les institutions de prêt et d'épargne en Californie et presque 10 % de ceux qui ont été consentis dans l'ensemble du pays. Bien entendu, les dépôts de la FCA étaient solidement assurés. En effet, par rapport à des institutions comparables, la FCA prenait beaucoup plus de risques sur le plan de la sécurité des créances et de la concordance des taux d'intérêt de façon à accroître le volume de prêts, les bénéfices d'exploitation et les recettes provenant de la rémunération des prêts.

Avant que la Securities and Exchange Commission, ou SEC (Commission des opérations de bourse), ne sévisse en juillet 1984 — en rejetant la façon dont la FCA comptabilisait ses engagements à terme et en exigeant au deuxième trimestre un nouveau compte de résultat faisant apparaître non plus des bénéfices de 75,3 millions de dollars pour les six premiers mois de 1984, mais des *pertes* de 79,6 millions de dollars —, la FCA était devenue la douzième plus grande institution financière des Etats-Unis et était en passe de devenir l'une des dix premières. D'ailleurs, son succès apparent commençait à susciter l'émulation çà et là dans le système financier.

J'ai lu récemment un rapport d'un peu plus de 100 pages sur cette seule institution¹³. Le spécialiste en valeurs mobilières qui me l'a communiqué l'avait classé sous la rubrique "Comptabilité démentielle". A eux seuls, les titres de section expliquent en grande partie certains des problèmes : "Il y a bénéfices et bénéfices", "Puis il y a profit des banques hypothécaires et profit des banques tout court", et "Bénéfices de base par action".

¹³Voir "FCA" Research Briefs, Sanford C. Bernstein & Co., Inc. (New York), 10 janvier 1984 et 14 février 1984. Voir aussi Christopher R. O'Dea, "Straddling the Gap at FCA", dans *Intermarket* (Chicago), vol. 1, n° 3, août 1984, p. 10.

Pour la FCA, le problème qui se posait était le suivant : comment supporter le manque de concordance entre les taux d'intérêt qui résultait de son expansion sans précédent? En 1983, toute augmentation d'un point de pourcentage des taux d'intérêt coûtait apparemment à la FCA 143 millions de dollars de bénéfices bruts. Il est donc clair que la FCA misait gros sur la chute des taux d'intérêt. Un autre problème résidait dans la qualité des actifs; en effet, dès septembre 1983, presque 19 % des prêts accordés en 1980 avaient tourné au vinaigre. Toutefois, une croissance spectaculaire peut cacher les actifs problématiques. "Si la taille d'une institution double chaque année, à un moment donné, le rapport des actifs problématiques par rapport au total des actifs peut être très faible", observe le spécialiste en valeurs mobilières dont on m'a recommandé le rapport.

La part de la rémunération des prêts dans les recettes s'agrandissait. La FCA faisait apparaître dans son bilan la totalité de ces rémunérations sur dix ans à leur valeur actualisée, même si les prêts n'étaient pas remboursés par la suite. Ces recettes non liquides étaient ajoutées à l'actif net de la FCA, apparaissant dans le bilan sous la rubrique "Commissions à recevoir et autres actifs" — catégorie qui représentait un montant de presque 100 millions de dollars en 1983.

Si les déposants éventuels de la FCA avaient eu, d'une façon générale, une meilleure idée de la situation réelle de la société avant d'effectuer leurs dépôts, celle-ci aurait peut-être été obligée de ralentir sa croissance. (Il est vrai qu'avec des dépôts assurés et le niveau élevé des intérêts servis par la FCA par rapport à ses concurrents, pourquoi les déposants se seraient-ils souciés de sa position réelle? Evidemment, ils s'en sont mordu les doigts plus tard, comme en témoigne le retrait de certains déposants lorsque la vérité sur la société a éclaté au grand jour à la suite des mesures prises par la SEC.) D'un autre côté si, dès le départ, la FCA avait réduit son rythme de croissance, elle aurait pu avoir moins de prêts irrécouvrables dans ses livres et une responsabilité éventuelle d'autant plus faible de la Federal Savings and Loan Insurance Corporation ou FSLIC (Compagnie d'assurances fédérale des institutions d'épargne). Enfin, je doute fort que la FCA eût poursuivi cette stratégie si elle avait dû payer des primes d'assurances proportionnelles à l'ampleur et au type de risques qu'elle prenait.

Un exemple de ce type donne une idée de la façon dont ces nouvelles pratiques financières, ainsi que les problèmes de comptabilité et de surveillance qui se posent dans le nouveau cadre réglementaire, peuvent créer des conditions tout à fait propices à ce que les dispositions de sauvegarde mises en place pour protéger le public soient bafouées, à ce que les sociétés connaissent un rythme de "croissance" rapide grâce aux subventions accordées par l'Etat pour l'assurance des dépôts, à ce que les

entreprises cherchent par tous les moyens à se procurer des fonds même lorsque la politique monétaire vise à ralentir l'expansion du crédit et, enfin, à ce que certains responsables de sociétés prennent des risques démesurés de manière que leurs institutions deviennent trop importantes pour qu'on les laisse faire faillite.

Le Président du Conseil d'administration de la Federal Home Loan Bank (Banque fédérale de prêts immobiliers), Edwin Gray, qualifiant de nombreuses associations d'épargne et de prêt de "casse-cou faisant de la haute voltige", a déclaré récemment que, malgré le versement de primes annuelles d'un montant proche de 1 milliard de dollars, le ratio des réserves liquides de la FSLIC par rapport au total des engagements du système d'épargne "se dégrade continuellement". Et il a ajouté : "Dès lors, nous nous trouvons dans une situation où la croissance des dépôts et des actifs de ces institutions, qui s'effectue à une allure vertigineuse, est trop souvent disproportionnée par rapport aux actifs nets et n'a aucun rapport, même lointain, avec le niveau ou l'ampleur des réserves disponibles" de la FSLIC. Les professionnels du secteur estiment qu'entre 5 et 10 % des 3.100 associations d'épargne et de prêt du pays ont adopté une stratégie aléatoire qui s'appuie sur une croissance rapide obtenue par des investissements et des prêts spéculatifs¹⁴. Pouvons-nous nous permettre de continuer dans cette voie, c'est-à-dire de privatiser les bénéfices tout en prenant le risque de socialiser les coûts?

Bien entendu, une des mesures logiques pour remédier à cette situation instable serait que l'Etat cesse de subventionner l'assurance des dépôts. J'entends parfois dire que cela serait faisable en gardant les primes d'assurances plus ou moins à leur niveau actuel, dans la mesure où, par exemple, la FSLIC enregistre un excédent, c'est-à-dire un "bénéfice". Cela dit, peu d'observateurs sérieux pensent que les compagnies d'assurances pourraient offrir de couvrir ces risques systémiques sur le marché privé à des tarifs voisins des tarifs actuels. Ainsi, des primes d'assurances dont le montant varierait davantage en fonction des risques de même que les pressions des déposants non assurés imposeraient effectivement une nouvelle discipline au marché, mais celui-ci aurait alors un besoin d'autant plus impérieux d'obtenir des renseignements détaillés sur les opérations des institutions de prêt. De plus, la réaction des déposants devant le moindre signe avant-coureur de faiblesse risquerait, à elle seule, d'intensifier les problèmes de financement, ce qui pourrait aggraver l'instabilité du système. Enfin, quelle que soit la forme que prendrait la discipline du marché, un certain taux de faillite devrait être considéré comme normal.

¹⁴Voir *Wall Street Journal* du 31 octobre 1984, p. 4.

Bref, je pense qu'il faudrait envisager de modifier le système d'assurance des dépôts, mais cela doit être fait avec une extrême prudence. En effet, il suffit d'imaginer la réaction de l'Américain moyen qui, en ouvrant son journal, découvre que les dépôts ne seront plus assurés par l'Etat, pour se convaincre instantanément que, dans l'immédiat, cette solution n'est pas viable du point de vue politique et qu'elle nous mènerait tout droit à la catastrophe. Je suppose donc que, pour l'instant, nous devons nous en tenir à quelque chose qui ressemble au système d'assurance actuel et que nous devrions étudier d'autres moyens de traiter ces problèmes (tels que l'abaissement des seuils de couverture, l'augmentation des primes, l'imposition de restrictions quant aux types d'activités auxquelles les institutions d'épargne pourront se livrer, restrictions qui détermineront leur droit même à bénéficier d'une couverture pour les dépôts, ou l'instauration de différentes primes d'assurances, complétées éventuellement par une assurance privée, qui seraient proportionnelles aux risques inhérents aux différents types d'activités).

Un puissant effet de levier, des dominos qui chancellent, de nouveaux produits et des risques inhabituels

A Wall Street, on a assisté au développement rapide de toutes sortes d'opérateurs, réglementés ou non, qui transforment de minuscules participations financières en énormes marges de manoeuvre purement comptables en utilisant sans cesse de nouveaux instruments pour les opérations à terme, les options et les engagements à terme. De cette manière, comme nous l'avons vu, les petits joueurs qui se lancent dans des paris trop importants pour eux peuvent ébranler fortement l'ensemble du système. A mesure que l'instabilité des taux d'intérêt s'est accrue, le risque pour ces institutions non réglementées, qu'elles soient anciennes ou de création récente, de connaître d'importantes pertes d'exploitation a aussi grandi. De plus, "l'effet domino" au sein de ce groupe de joueurs indisciplinés et non réglementés — et dont certains disposent de bien peu de jetons — est une véritable épée de Damoclès pour l'ensemble du système, que le premier domino tombe à Chicago, à New York ou à Singapour. Que l'acheteur — et le public — prennent garde!

Nombreux sont ceux qui partagent la responsabilité de cette situation. Dans certains cas, l'organe de contrôle n'a pas été assez attentif au déroulement des affaires courantes des institutions. De même, certaines bourses ont pu manquer de vigilance. Dans d'autres cas, les comptables et vérificateurs de comptes ont vu leurs compétences largement dépassées par les nouvelles pratiques et les nouveaux instruments utilisés sur les marchés financiers. Dans d'autres cas encore, les opérateurs eux-mêmes

se sont montrés laxistes, dissimulateurs ou carrément malhonnêtes en matière de comptabilité et de divulgation de l'information.

La société américaine est caractérisée par le fait qu'elle ne se contente pas d'accumuler une énorme montagne de dettes, elle cherche aussi à les négocier fiévreusement sur les marchés secondaires et au moyen d'instruments qui n'existaient pas il y a cinq ou dix ans. C'est ainsi qu'après avoir créé ces dernières années un grand marché secondaire des titres hypothécaires, certaines sociétés étudient maintenant la possibilité d'établir un marché secondaire des prêts automobiles, qui seront vraisemblablement suivis d'options sur les prêts-automobiles, puis, sans aucun doute, d'opérations à terme sur les prêts-automobiles et d'options sur ces opérations à terme. Nous n'en sommes pas encore là, mais les options actuelles, comme les options sur les opérations à terme financières et celles qui sont basées sur les indices Standard and Poor — qui constituent aujourd'hui une part importante du volume d'options négociées au Chicago Board Options Exchange — aboutissent en quelque sorte à une "multiplication de l'effet de levier" dont l'ampleur et les conséquences demeurent inconnues. Ces nouveaux instruments ne sont pas fondamentalement mauvais, mais leur prolifération a atteint un tel degré qu'on a tout lieu de se demander si nous — et notamment les investisseurs, directeurs de sociétés, comptables, vérificateurs de comptes et responsables du contrôle — comprenons vraiment les risques que comporte leur utilisation imprudente.

Comment les comptables et les vérificateurs de comptes peuvent se tromper ou Le contrôleur contrôlé

Les professionnels de la comptabilité devraient aider déposants, investisseurs et organes de contrôle à déterminer la *qualité* réelle des bénéficiaires et des institutions qui les réalisent. Par exemple, il y a trois ans seulement, la plupart des bilans et des comptes de résultats des institutions d'épargne américaines étaient plus facilement comparables, entre eux et d'une année sur l'autre, qu'ils ne le sont aujourd'hui. Cette évolution s'explique, d'une part, par la diversification de leurs investissements et, d'autre part, par la façon dont sont comptabilisées les recettes provenant des rémunérations de prêts, la valeur des actifs, les prêts douteux, et ainsi de suite.

S'agissant de la multiplication de nouveaux instruments financiers, de plus en plus ésotériques, un certain nombre d'associés de grandes sociétés de comptabilité et de vérification m'ont avoué en privé qu'ils n'avaient pas toujours les compétences nécessaires pour suivre et réviser les comptes des institutions en cause et qu'ils avaient même du mal à

comprendre certains des instruments financiers les plus abscons créés récemment¹⁵.

Certes, sur le marché boursier, la solidité et la présentation comptables des “bénéfices” des principales banques commerciales (ainsi que de leurs perspectives économiques) constituent des critères de jugement très sévères — la preuve en est qu’aujourd’hui, ces banques vendent généralement leurs actions à la moitié de leur valeur comptable et à des rapports capitalisation/bénéfices exceptionnellement faibles. Mais cette pression financière s’exerce de façon tout à fait inopportune, c’est-à-dire au moment précis où les banques ont justement besoin d’accéder plus facilement aux marchés boursiers.

Dans certains cas, ce sont les spécialistes en valeurs mobilières qui sont le plus qualifiés pour jouer un rôle de contrôleurs bien informés, comme l’a montré, par exemple, le cas de la FCA. Mais naturellement, quelles que soient leurs qualités professionnelles, les spécialistes en valeurs mobilières ne peuvent pas jouer le rôle de vérificateurs, même informels, de toutes les institutions; ainsi, dans l’ensemble, ils ne suivent pas l’évolution des mutuelles d’épargne et de crédit, des compagnies d’assurances mutuelles, des banques d’investissement privées et des organisations de courtage.

Il est donc clair que les comptables doivent surmonter d’énormes difficultés. Il faut les encourager à recenser plus vite les modifications que subit actuellement le système financier et à élaborer un nouvel ensemble de normes comptables uniformes qui permettraient de décrire clairement les effets de ces modifications, de façon homogène et réaliste d’un point de vue économique. D’ailleurs, le Financial Accounting Standards Board ou FASB (Bureau des normes comptables financières) a déjà défini de façon satisfaisante dans de nombreux domaines la manière dont les bénéfices provenant des différentes transactions devaient être comptabilisés, ce qui constituait des réserves raisonnables pour différents types d’activités et la façon de les calculer.

¹⁵J’ai été troublé de lire récemment qu’une grande société d’audit avait accepté de payer presque 20 millions de dollars à Marsh & McLennan Companies en règlement d’une poursuite engagée par un actionnaire qui reprochait à la société d’audit de ne pas avoir su déceler la négociation d’obligations publiques à l’origine d’une perte de 165 millions de dollars. Cette affaire fait suite au versement de presque 50 millions de dollars par la même société d’audit à Chase Manhattan dans le cadre de l’affaire Drysdale. Il est évident que des pertes aussi énormes et aussi douloureuses — puisqu’elles concernent les engagements personnels des associés — auront vraisemblablement plus de poids que ne pourrait en avoir n’importe quel rapport de commission ou mesure d’ordre public visant à remédier à ces insuffisances.

De même, dans d'autres domaines, les cadres et les sociétés de vérification, forts de leur expérience, se sont efforcés de déterminer la fréquence souhaitable de chaque type d'apurement. Toutefois, je sais par expérience que, dans le cas de certaines activités plutôt instables des banques d'investissement, la vérification des comptes par des spécialistes externes n'est effectuée qu'une fois par an, alors qu'une crise mettant en danger tout le système peut naître en l'espace de quelques semaines, voire quelques jours ou même quelques heures. En outre, il est clair que les sociétés de vérification doivent d'abord déterminer où elles pourront trouver un personnel possédant les qualités professionnelles requises, puis le former de façon à ce qu'il comprenne et puisse vérifier les transactions faisant appel à certains des instruments financiers les plus étonnants.

Mais au-delà de tout ce que je viens de dire, un élément demeure fondamental : une bonne gestion — tant sur le plan du fonctionnement interne de l'entreprise que du choix des sociétés avec lesquelles elle traitera et des conditions de cette collaboration — constitue probablement la défense la plus efficace contre les difficultés financières. Il existe un besoin impérieux d'améliorer la qualité des systèmes d'information dont dispose la gestion et des contrôles internes de nombreuses entreprises. Le fonctionnement, la qualité et les résultats de ces systèmes de gestion pourraient alors, le cas échéant, faire l'objet d'un suivi et d'un contrôle réglementaire plus précis.

Une réglementation incohérente

Comme nous l'avons vu, les institutions d'épargne connaissent de graves problèmes, qui découlent de leur activité même, notamment ceux de la qualité des portefeuilles de placement et du degré d'asymétrie entre actif et passif. Il est essentiel pour l'ensemble des institutions d'épargne que l'on évalue objectivement non seulement les procédures de comptabilité et de vérification des comptes, mais aussi les différentes méthodes de surveillance utilisées par les organes de contrôle. En effet, nombre d'observateurs estiment que la surveillance confiée à ces organes et la vérification des comptes sont loin d'être effectuées de façon cohérente pour l'ensemble des institutions. Ainsi, disent-ils, les banques commerciales sont-elles soumises à des normes plus sévères que les institutions d'épargne et, très certainement, que les banques d'investissement et autres sociétés connexes.

En ce qui concerne les banques commerciales, la réglementation est caractérisée par un éclatement de l'autorité et par des domaines de compétence qui se chevauchent. Il s'agit là essentiellement d'une survivance historique qui remonte au temps où la principale préoccupation des autorités était d'empêcher toute concentration éventuelle du pouvoir économique.

Cela donne parfois des résultats bizarres. Ainsi, une banque nationale sera examinée par l'inspecteur fédéral des banques (Comptroller of the Currency), tandis qu'un holding sera examiné par le Système fédéral de réserve. Par contre, si une association d'épargne fait partie d'un holding public, elle est soumise aux obligations définies par la SEC en matière de comptabilité et de divulgation des informations. Mais s'il s'agit d'une mutuelle, les obligations concernant la divulgation des informations sont alors peu nombreuses et la comptabilité doit simplement respecter la réglementation en vigueur. Dans le cas des banques commerciales, il peut y avoir le problème du choix entre une charte d'Etat et une charte nationale, et, au niveau fédéral, du partage de la surveillance entre les différents organes de contrôle possibles, à savoir le Système fédéral de réserve, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), ou encore l'inspecteur fédéral des banques. Enfin, dans tous les cas, c'est le Système fédéral de réserve qui examine les holdings bancaires.

Du point de vue de l'ordre public, cet ensemble de choix peut aboutir à ce que l'on pourrait appeler une "recherche malsaine de nouvelles instances", c'est-à-dire à ce qu'une banque change de charge après une "mésaventure" avec un organe de contrôle particulier. Un exemple notoire de ce phénomène s'est produit il y a quelques années, lorsque les banques Butcher du Tennessee, sur le point de recevoir une "ordonnance de ne pas faire" de l'inspecteur fédéral des banques, se sont extirpées de cette situation en faisant changer leur charte nationale en charte d'Etat *en l'espace de 24 heures*. Récemment, Anthony Solomon a fait remarquer les conséquences fâcheuses de l'attitude de certains inspecteurs bancaires d'Etat qui, cédant aux contraintes budgétaires et aux pressions que l'on fait peser sur eux pour qu'ils favorisent la création d'emplois dans leur région, peuvent appliquer la réglementation bancaire de façon libérale et effectuer une surveillance moins sévère¹⁶. C'est ainsi que le danger apparaît de voir les règlements réduits à leur plus petit dénominateur commun.

Quant aux banques d'investissement, j'ai le sentiment que la réglementation et la vérification des comptes auxquelles elles se trouvent assujetties sont moins complètes et moins rigoureuses que pour les autres institutions du secteur des services financiers. Il est assez courant que les banques d'investissement créent des filiales non garanties ou des sociétés de courtage spécialisées dont le capital est très limité mais qui se permettent de traiter un volume de titres stupéfiant. (Les banques commerciales peuvent d'ailleurs faire de même.) De plus, les instruments des principales banques d'investissement sont tellement divers, complexes et

¹⁶Anthony M. Solomon, allocution prononcée devant la National Bankers Association le 17 octobre 1984 et reproduite dans *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, automne 1984, p. 5.

soumis à des types de réglementation et des organes de contrôle si différents que je doute fort que lesdits organes de contrôle puissent déterminer de façon vraiment satisfaisante si leur capital *global* est suffisant.

Quant aux sociétés financières de création récente, plus petites, qui se spécialisent dans certains des instruments les plus ésothériques — options, opérations à terme, engagements à terme, etc. — il est souvent étonnant de voir combien leur capital de base est faible par rapport au volume de leurs transactions. Par voie de conséquence, cela fait peser une pression considérable sur les chambres de compensation et les bourses intéressées qui doivent s'assurer, par exemple, que ces institutions ajustent leur position en fonction des cours du marché, qu'elles respectent les règles en matière de couvertures obligatoires et que, d'une façon générale, elles se conduisent de façon raisonnable et disciplinée.

Il est vraisemblable que les chambres de compensation fonctionnent de façon satisfaisante tant que les fluctuations du marché ne sont pas trop importantes. Toutefois, des problèmes d'approvisionnement en capitaux, notamment pour les petits opérateurs, risquent de se poser quand le marché est perturbé. Ces problèmes peuvent ensuite être transmis à d'autres opérateurs (par exemple, les lettres de crédit utilisées pour garantir la position à terme non couverte d'un client peuvent provoquer la montée en flèche du montant des engagements de la banque émettrice).

Bien sûr, les sociétés de Wall Street peuvent avoir différents types de capitaux de base, suivant leur secteur d'activité. La bourse de New York (ainsi que, par exemple, la Commission des opérations sur le marché à terme des matières premières — Commodity Futures Trading Commission) utilise une méthode assez judicieuse pour agréger les différentes sortes de capitaux nécessaires, qui consiste à appliquer différents escomptes ou "haircuts", comme on les appelle aux Etats-Unis. Ainsi, contrairement au numéraire, les effets commerciaux sont escomptés à un certain taux, les valeurs mobilières ordinaires à un autre, les options de vente et les options d'achat à encore un autre, et ainsi de suite. La bourse de New York dispose donc de règles très précises qui lui permettent de satisfaire les besoins globaux en capitaux des sociétés membres en procédant par secteur d'activité. Cela dit, même dans ce cas précis, certains types d'opérations peuvent être effectuées à part au moyen de filiales qui ne relèvent pas des règles de la bourse de New York. Les pratiques observées par les autres bourses varient considérablement.

Par ailleurs, le degré et la qualité de la surveillance diffèrent énormément d'une bourse à l'autre. Ainsi, certains considèrent que le Chicago Mercantile Exchange applique de façon particulièrement rigoureuse l'ajustement des positions en fonction des conditions du marché et

les règles de couverture. Enfin, il est évident que la façon dont les marchés financiers sont surveillés et contrôlés varie d'un pays à l'autre.

Amalgames insolites de certaines pratiques comptables et réglementaires

Je crois en la libéralisation des institutions financières. Toutefois, nous nous trouvons actuellement dans une période de transition malaisée où les nouvelles libertés peuvent se combiner aux anciennes restrictions et protections pour produire des effets anomaux.

Ainsi, les organes de contrôle demandent instamment aux banques commerciales d'augmenter leurs fonds propres dans le but général de renforcer ces institutions. Pourtant, il arrive que les banques puissent supprimer des postes des deux côtés à la fois de leur bilan — donnant ainsi l'impression de renforcer leurs coefficients de réserve. Les experts m'ont décrit toutes sortes de moyens astucieux — comme le réaménagement des effets à recevoir et des dépôts en cours d'encaissement, etc. — de procéder à ces modifications de bilan et, par la même occasion, de réduire le coût de leurs assurances de dépôts. (Un bon nombre de ces procédés — tels que la transformation en garanties des obligations hypothécaires — trouvent leur origine dans la libéralisation du marché financier et les innovations qui ont suivi.) Le hic est que ces postes hors bilan peuvent être de facto couverts par une assurance de dépôts — bien qu'ils soient "invisibles" pour le calcul réglementaire des coefficients de réserve.

De même, il existe un décalage entre les nouvelles libertés et les anciennes pratiques réglementaires et comptables dans le cas de certaines institutions d'épargne qui jouent parfois le rôle d'opérateurs. Ainsi, la FCA achetait et vendait des prêts — mais il existe bien d'autres instruments de transactions (par exemple, les "avances dollars" de la Government National Mortgage Association ou GNMA, Association nationale publique de prêts hypothécaires, avances qui comportent des engagements d'achat à terme). Lorsque les marchés sont favorables, les joueurs qui s'adonnent à ce jeu peuvent réaliser leurs gains sur ce qui est en réalité le compte d'exploitation; en revanche, si le vent tourne, ces éléments d'actifs peuvent être comptabilisés à leur valeur d'origine. Autrefois, cette pratique comptable s'expliquait bien sûr, en théorie, par l'habitude — en aucun cas disparue — qu'avaient les institutions d'épargne de conserver les prêts jusqu'à l'échéance. Mais dans l'ensemble, les pratiques ont évolué — et ces changements devraient s'accompagner d'une modification correspondante de la réglementation et des méthodes comptables.

De toute évidence, les organes de contrôle financier doivent examiner à fond, et dans certains cas remettre en question, leurs conceptions de base

et leurs pratiques en matière de surveillance. Par exemple, la notion de "capital primaire" devrait être réexaminée puisque, aujourd'hui, chaque banque suit une stratégie particulière pour diversifier ses actifs, stratégie dans laquelle différents éléments d'actifs comportent des risques différents. Il faut que les organes de contrôle aillent au-delà du rapport qui existe entre "capital" et actif total pour se concentrer davantage sur le rapport entre capital et éléments d'actif à risque. En outre, les banques se financent de différentes façons. Certaines, telle la Continental Illinois Bank, se procurent jusqu'à 80 % de leurs fonds auprès de "grossistes" tandis que d'autres se financent dans une bien plus grande proportion auprès de "détaillants". Il est évident que la vulnérabilité des banques varie énormément suivant la provenance, l'échéance, la concentration et la diversification de leurs sources de financement.

Dans certains cas, la réglementation est nettement dépassée et peut même aller à l'encontre de l'évolution actuelle. Ainsi, on peut dire que la réglementation limitant le nombre de succursales bancaires a contribué dans une large mesure à accroître la dépendance de Continental Illinois vis-à-vis des fonds autres que les dépôts (purchased money) et modifié sa vulnérabilité.

Bref, tous ces exemples mettent en évidence une vérité fondamentale : notre système réglementaire actuel n'est peut-être pas à la hauteur des exigences de notre époque caractérisée par la libéralisation et l'innovation financières, la planétisation des marchés et le développement rapide de la technologie. Ce système doit être examiné et remis en question dans le cadre des efforts déployés pour instaurer une certaine discipline au sein du système financier. Toutefois, on ne saurait considérer cette tâche comme incombant totalement aux pouvoirs publics. Il faudrait que d'autres y participent et que cet effort aille de pair avec un travail complémentaire dans les domaines de la compatibilité et de la vérification des comptes.

* * *

Je viens de décrire brièvement certains aspects des problèmes posés par les nouveaux points faibles du secteur financier privé sur le plan microéconomique : problèmes de réglementation, de divulgation des informations, de comptabilité, de vérification des comptes et de gestion. Toutefois, ma description est impressionniste, je dirais même très personnelle. Je n'ignore pas que l'on pourrait trouver d'autres explications pour chaque exemple que j'ai cité. Certains ont attribué les difficultés qu'a connues la Continental Illinois Bank à des erreurs de gestion courantes et aux prêts non remboursés; certains affirment que, dans le cas de Drysdale,

nous sommes en présence d'une fraude traditionnelle facilitée par le manque de rigueur des contrôles effectués autre part; les circonstances peuvent même blanchir la FCA et en faire un modèle de survie dans un monde où les institutions d'épargne subissent de fortes contraintes. Mais à mon avis, on a connu trop de mésaventures de ce type, il y en a encore trop qui couvent et les causes structurelles sous-jacentes sont beaucoup trop nombreuses — surtout par rapport à d'autres secteurs d'activité que je connais — pour ne pas s'inquiéter. Je suis profondément étonné que personne n'ait pensé à décrire de façon complète le type, l'imbrication et l'ampleur des risques que nous connaissons aujourd'hui dans ce domaine, risques qui peuvent se transformer en réalité consternante si nous n'essayons pas de remédier par ailleurs aux insuffisances de notre politique budgétaire qui, de façon générale, n'est pas viable. Je proposerais donc aux parties intéressées de s'efforcer sans attendre de comprendre notre situation et de collaborer à la mise au point d'une contre-stratégie. Un monde dont les espoirs reposent désormais sur une reprise alimentée par le crédit ne peut pas se permettre de faire courir des risques d'anévrisme à ses institutions financières.

IV. Que pouvons-nous et que devons-nous faire?

L'aspect positif

Mon propos est aujourd'hui d'appeler les choses par leur nom, de mettre en évidence les paradoxes, les contradictions et les dangers qui se présentent à nous. Mais j'ai résolu de faire preuve d'équité et d'objectivité et, pour être équitable, je dois admettre que le tableau n'est pas complètement noir, loin de là. Certes, des problèmes sans précédent se posent à nous, mais nous avons également une occasion exceptionnelle d'atteindre un taux de croissance et une prospérité durables qui profiteraient à tous les pays. Nombreux sont ceux qui désirent ardemment cette terre promise, surtout parmi les jeunes. Tant dans notre pays qu'autre part, les jeunes générations veulent croire que l'ambition, le travail appliqué, les idées neuves et l'esprit d'entreprise profiteront à eux-mêmes en tant qu'individus et à leurs pays. D'ores et déjà, certains éléments existent qui les aideront à réaliser leur aspiration à vivre mieux et en plus grande sécurité.

Premièrement, au-delà de l'effet anti-inflationniste d'un dollar renforcé par le déficit, nous avons réduit le taux d'inflation dans notre pays et dans le monde en général. Nous avons compris que l'inflation ne mène pas à la croissance, mais seulement à la stagnation et à la déception. A cet égard, il convient de rendre hommage à Paul Volcker et à ses collègues du

Système fédéral de réserve qui, en menant le combat contre l'inflation et en refusant de céder à ceux qui auraient pu le faire échouer, ont mérité notre respect et notre reconnaissance. D'ailleurs, l'administration Reagan a donné son soutien à cet effort. Tous peuvent se féliciter du résultat ainsi que des mesures prises pour faire progresser la libéralisation, commencée par d'autres, de certains secteurs importants, ce qui a permis de favoriser une saine concurrence des prix anti-inflationniste.

Deuxièmement, nous avons mis en place plusieurs sauvegardes contre un nouveau choc pétrolier perturbateur, sous forme d'une libéralisation des prix et de la mise au point de nouvelles sources d'approvisionnement. Nous nous sommes prémunis dans une large mesure contre un nouveau choc, mais il reste encore des progrès à faire.

Troisièmement, jusqu'à présent, nous nous sommes arrangés pour faire face ensemble à la crise de l'endettement des pays en développement d'une façon qui, si nous poursuivons notre effort, nous laisse entrevoir le rétablissement à terme de taux de croissance assez satisfaisants et d'une certaine capacité d'emprunt. A ce jour, notre succès s'explique en partie par la participation de tous au processus d'ajustement; j'entends par là que les mesures douloureuses qui s'imposaient ont été largement réparties. Bien sûr, comme dans tout processus de ce type, les choses ne se passent pas toujours sans à-coups. Mais les autorités des pays créanciers ont fait preuve de diligence et de compréhension, les banques commerciales se sont montrées à la hauteur de leurs responsabilités et, ce qui est plus important, les pays endettés ont subi de dures épreuves économiques que, du point de vue politique, peu de pays industrialisés auraient été en mesure de supporter. Le FMI et la Banque mondiale ont joué des rôles différents dans ce processus, mais il est difficile de concevoir comment l'atmosphère de crise aurait pu être dissipée avec un tel succès sans leurs concours. Toutefois, à long terme, il est nécessaire que les marchés mondiaux s'ouvrent davantage aux exportations des pays en développement si nous voulons que les progrès réalisés jusqu'à présent se poursuivent.

Quatrièmement, nous comprenons bien mieux aujourd'hui que l'une des clés de la croissance réelle de l'économie consiste à libérer les talents et l'énergie des individus et à créer des incitations propres à favoriser un investissement massif. Une chose est claire, c'est que l'investissement est un pari sur l'avenir et que les gens ne feront pas ce pari s'ils manquent de confiance. Indubitablement, nous avons assisté dans le pays ces dernières années à un rétablissement impressionnant de la confiance des agents économiques. C'est d'ailleurs dans ce domaine que l'administration Reagan a le plus brillé, en sentant le désir qu'ont les Américains de croire en l'avenir, de créer de nouvelles entreprises et de mettre en pratique des

idées originales. J'ai moi-même apporté ma contribution aux statistiques relatives aux nouvelles initiatives économiques et je puis vous dire combien cela est stimulant.

Naturellement, nous n'ignorons pas que chaque pays a une culture, des institutions, des traditions et des penchants qui lui sont propres. Mais quelle que soit la manière dont on organise une économie, il est essentiel de prendre des mesures qui encouragent l'initiative individuelle et renforcent la confiance. Certains pays rejettent cette vérité à leurs dépens. Ainsi, rien ne témoigne mieux de cette indifférence désastreuse que la fuite de milliards de dollars de capitaux qui a fortement aggravé la crise de l'endettement des pays en développement. Toutefois, l'éducation se fait qui débouche sur des changements positifs.

Cela dit, malgré mon optimisme quant à la possibilité de voir la croissance se poursuivre avec un taux d'inflation peu élevé et une large répartition des avantages, je ne me fais aucune illusion quant à la nécessité de supprimer au plus vite les obstacles qui subsistent et de réduire ce qui constitue des risques d'échec inacceptables. Aux Etats-Unis, ces obstacles prennent la forme d'une épargne insuffisante, de déficits budgétaires monstrueux, de marchés financiers fragiles et de déficits énormes de notre balance commerciale. A l'étranger, ils prennent la forme de techniques dépassées, d'impôts trop lourds, de réglementations asphyxiantes, de marchés du travail trop rigides, d'entraves à la mobilité, de rentabilité aléatoire, et autres insuffisances et distorsions. Il s'agit là d'obstacles redoutables qui mettent à l'épreuve notre compétence et notre volonté.

Je n'aime pas les projets grandioses et n'en ai pas à vous offrir aujourd'hui. Je n'ai même pas de programme à court terme de mesures coordonnées qui puisse susciter l'intérêt des services économiques des institutions présentes. Mais ce que j'ai en revanche, c'est un ensemble de propositions qui peuvent nous aider à réorienter de façon plus viable l'économie mondiale.

Propositions pour réduire les risques d'anévrisme dans le secteur financier privé

Pour réduire les risques d'anévrisme financier, il nous faut tout d'abord comprendre mieux la vraie nature et l'étendue des problèmes. Nous devons raisonner en considérant clairement le système dans son ensemble. Pour traiter l'amalgame de questions concernant la réglementation, l'obligation de divulguer les informations, la comptabilité, la vérification des comptes et la gestion, il faudra faire appel à un groupe de personnalités possédant une expérience professionnelle importante et provenant des différentes institutions et professions intéressées.

Initiative publique ou privée?

Une telle initiative devrait-elle prendre la forme d'une commission présidentielle ou d'une autre commission publique de haut niveau? Ou bien doit-on s'en remettre uniquement au secteur privé? A mon avis, une commission présidentielle, ou son équivalent, aurait un caractère très public, un grand prestige et un fort pouvoir d'attraction. Rappelez-vous l'exemple de la commission présidentielle sur la structure et la réglementation financière (la commission Hunt) au début de la dernière décennie¹⁷. Mais étant donné le but que nous visons, cette solution pourrait présenter de sérieux inconvénients. Ainsi, on peut être sûr que les membres du Congrès — notamment ceux de l'opposition, et, en particulier, les présidents des commissions et sous-commissions intéressées — essaieront à tout prix de faire entendre leur voix et d'influencer la commission, motivés le plus souvent par des considérations politiques partisans. En outre, il y aurait beaucoup de manoeuvres bureaucratiques tout à fait inutiles, chacun faisant très attention, par exemple, à ne pas marcher sur les pieds du Système fédéral de réserve ou à ne pas heurter la sensibilité des autres institutions ou organismes. Enfin, un organe officiel aurait du mal à donner à tout danger réel ou insuffisance qu'il découvrirait toute l'importance qu'ils méritent; en effet, on ferait peser sur lui de fortes contraintes afin de l'empêcher de faire des déclarations, aussi justifiées soient-elles, qui puissent "mettre en danger le climat de confiance".

C'est pourquoi, à mon avis, une initiative du secteur privé, appuyée par un groupe de fondations, répondrait mieux au besoin urgent que nous avons de comprendre le problème dans son ensemble et d'élaborer des solutions. Je pense en particulier à un soutien financier de la part des fondations qui pourrait se situer entre 1 et 2 millions de dollars sur une période de 12 à 24 mois. D'une façon générale, les participants de haut niveau feraient don de leur temps et offriraient, éventuellement, une assistance en nature fournie par leurs institutions respectives. Au moment où cette entreprise commencera à se concrétiser et à être mise en place, elle devrait être examinée avec le Secrétaire au Trésor, les présidents des commissions parlementaires intéressées, ainsi que les autres personnalités de l'exécutif et du législatif afin de s'assurer une collaboration maximale de leur part. Le principe de base est le suivant : le gouvernement devrait s'engager à l'avance à considérer sérieusement les résultats des travaux de

¹⁷A cet égard, il convient de citer le rapport d'un groupe d'étude spécial présidé par le Vice-président George Bush, qui traite principalement du double emploi et du chevauchement des textes réglementaires concernant les banques commerciales et les institutions d'épargne. Voir *Blueprint for Reform: The Report of the Task Group on Regulation of Financial Services* (Washington: Government Printing Office, juillet 1984).

la commission (au moyen des travaux de la commission, d'auditions d'experts, de discussions entre organismes gouvernementaux, et ainsi de suite).

La commission proposée : composition, procédures et fonctions

En premier lieu, un petit groupe d'hommes et de femmes sensés et avertis devrait chercher au plus vite à définir clairement les domaines où se posent les vrais problèmes, et les termes dans lesquels ils se posent, pour qu'ils soient examinés de façon plus intense et plus détaillée par des sous-commissions *ad hoc* et des groupes d'étude spéciaux. En fait, ce groupe d'hommes et de femmes serait chargé d'élaborer une charte qui fixerait les modalités de ses travaux ultérieurs. Ces membres devraient être des personnes expérimentées, de très haut niveau, provenant des principales professions et institutions intéressées. Ils devraient être connus pour leur intégrité, l'étendue de leurs connaissances, leur discernement, la considération dont ils jouissent auprès de leurs pairs, ainsi que leur capacité incontestable à s'élever au-dessus des intérêts particuliers. S'agissant de ce dernier point, les personnes retraitées depuis peu ou poursuivant maintenant des activités d'une autre nature, conviendraient tout à fait.

Je pense à un certain nombre de personnes — devrais-je les appeler des parangons? — qui pourraient remplir ce rôle admirablement bien. Ils peuvent avoir exercé plusieurs sortes de fonctions : ancien président du Système fédéral de réserve, directeur d'une grande banque fédérale de réserve, inspecteur fédéral des banques, associé principal d'une banque d'investissement, d'une société d'avocats ou de comptables, cadre supérieur d'une banque commerciale, d'une institution d'épargne, d'une compagnie d'assurances, d'une caisse de retraite, d'une société de courtage, professeur d'économie ou de finances; personnalité de haut rang d'une organisation d'intérêt public; ancien directeur de la FDIC, de la FSLIC, du FHLBB, ou d'un important organe de contrôle d'Etat, cadre supérieur d'une bourse de valeurs mobilières, de marchandises ou d'options, membre de premier rang du FASB, et ainsi de suite.

Leur première tâche, c'est-à-dire la rédaction d'un projet de charte, sera ardue. Il est évident que cette charte devra donner aux membres du groupe une latitude considérable qui leur permette d'examiner les nouveaux domaines générateurs de risques. De même, il faut prévoir qu'au fur et à mesure que les travaux progresseront, des liens que l'on n'avait pas envisagés s'établiront entre les différents aspects du problème. En tout état de cause, le succès de cette charte reposera sur au moins trois fonctions essentielles : cerner les questions pertinentes, établir leur juste portée et définir les problèmes de telle façon qu'on puisse les traiter dans un délai relativement court.

Tout en travaillant à la rédaction de la charte, le groupe devrait commencer à désigner des membres des sous-commissions et des groupes d'études spéciaux en choisissant des hommes et des femmes dont le niveau de connaissance, d'expérience et de compétence est le plus haut. Il y a de fortes chances que ces personnes occupent des fonctions relativement élevées. Il conviendrait que plusieurs secteurs soient représentés : banques commerciales, d'affaires et d'investissement, institutions d'épargne, sociétés de courtage, organes de compensation et de surveillance, compagnies d'assurances, caisses de retraite, différentes bourses, associations du monde financier, grandes sociétés d'avocats et d'audit, organes de contrôle fédéraux et d'Etat, disciplines universitaires intéressées, ainsi que les investisseurs et le public que ces questions concernent de quelque autre façon.

Grandes lignes de la charte de la commission

Il n'est pas question que nous retournions à la réglementation financière, telle qu'elle se pratiquait antérieurement, tout comme nous ne souhaitons nullement, par exemple, le rétablissement de dépôts à rendement fixe et non concurrentiel pour subventionner des institutions de prêts hypothécaires très peu compétitives. Cela dit, nous devons tout de même répondre à un certain nombre de questions importantes d'ordre pratique et philosophique pour déterminer comment nous pourrions conserver des garde-fous adéquats et un juste équilibre dans le cadre de la réglementation de l'ensemble du système financier. En tout cas, pour l'heure, il est urgent d'étudier en profondeur, par secteur, l'origine des problèmes et des points faibles qui menacent ce système. En même temps, la commission devrait examiner globalement le secteur des services financiers pour établir les principaux liens qui existent entre ses différentes parties, liens trop souvent négligés par des groupes dont l'intérêt se limite à leur spécialité, institution ou profession respectives.

J'ai rencontré certains de ces problèmes extrêmement compliqués et délicats trop récemment pour discerner clairement quelles questions et considérations les sous-tendent. Il est un peu présomptueux de ma part de suggérer ne serait-ce que quelques-unes des questions les plus élémentaires auxquelles la commission devrait essayer de répondre. Néanmoins, il est bon de les poser dans la mesure où des réponses différentes débouchent sur des orientations qualitativement différentes. Voici la liste des questions que je propose à la commission :

1) Les assurances de dépôts devraient-elles être conçues de façon à empêcher le risque ou à en établir le prix adéquat (je suis conscient que cela poserait des problèmes et serait peut-être difficile à réaliser à l'intérieur d'un secteur d'activité donné)? Cela revient à nous demander si

nous voulons empêcher *toutes* les faillites d'institutions financières — ou au moins toutes les plus “grandes” — ou si nous sommes disposés à tolérer un taux d'échec “normal” qui découlerait naturellement de la fixation efficace du prix des risques? D'une façon plus générale, cette question peut se poser en ces termes : Devons-nous mettre au point un système de contrôle proactif — c'est-à-dire qui agisse de façon à *prévenir* une situation excessive et coûteuse? Ou bien, voulons-nous que nos organes de contrôle établissent des procédures et des règles de base visant à encourager le comportement recherché — en limitant principalement leur intervention à une *punition* rapide et efficace après-coup, ce qui, on l'espère, découragerait les émules éventuelles de l'institution fautive? Ou encore, où est le juste milieu?

2) La réglementation doit-elle être conçue en fonction du type d'instrument, des transactions, du secteur considéré, de l'institution, du type de risque, de la région géographique ou de quelque autre élément?

3) Comment devons-nous aborder la *coordination* des contrôles et de la surveillance, notamment là où les transactions traversent les frontières politiques? Devons-nous envisager d'élargir le domaine visé par la commission de Bâle sur la réglementation et la surveillance bancaires (commission Cooke)?

4) Quand la surveillance des banques et des institutions d'épargne doit-elle jouer en faveur des actionnaires et des investisseurs — ce qui implique une divulgation considérable des informations — et quand doit-elle protéger le déposant — ce qui implique une divulgation moindre des informations pour donner à l'institution le temps de résoudre discrètement ses problèmes et d'empêcher les retraits massifs fondés sur des rumeurs et d'autres facteurs d'instabilité?

Quelques éléments plus précis de la charte de la commission

Il est évident que je ne peux savoir à l'avance dans quel domaine les problèmes se poseront avec le plus d'acuité. Mais il en est un certain nombre que, j'en suis pour ainsi dire certain, la charte devrait contenir. Les voici :

1) *Efficacité de l'action privée*. Les institutions financières, durement éprouvées par l'ampleur de certaines de leurs pertes ces dernières années, ont mis en place un système d'auto-défense de plus en plus puissant comme en témoignent, par exemple, les efforts qu'elles déploient pour fixer bilatéralement des limites aux systèmes de compensation des règlements interbancaires et internationaux. On ne peut que s'en réjouir. Toutefois, d'un point de vue global, la question qui se pose est la suivante : ces mesures d'autodiscipline, prises dans un réflexe d'autodéfense, sont-elles vraiment efficaces? En effet, le revers de la médaille est

que ces actions privées peuvent aboutir à des pratiques excessivement *restrictives* qui pourraient, par exemple, tarir les sources de crédit des pays en développement.

2) *Manque d'homogénéité de l'appareil réglementaire.* Quelles lacunes de l'appareil réglementaire pourraient se révéler dangereuses pour le système financier? En quels points les juridictions se chevauchent-elles, ou bien l'autorité est-elle divisée à mauvais escient? Quels règlements ne correspondent plus à la réalité ou produisent des effets néfastes?

3) *Déréglementation.* S'agissant des banques commerciales, il conviendrait peut-être d'examiner attentivement, d'une part, leur expansion géographique (réseau bancaire couvrant plusieurs Etats) et, d'autre part, la diversification de leurs produits (notamment dans les domaines des valeurs mobilières, de l'assurance et de l'immobilier). La documentation sur ces différents sujets ne manque pas grâce à la législation de 1984 sur ces questions bancaires qui n'a pas abouti. Quant aux autres institutions et opérateurs financiers, la commission devrait évaluer l'ampleur, les conséquences et l'avenir de la déréglementation.

4) *Instruments de gestion des risques.* Comme nous l'avons déjà vu, les opérations à terme, les options, les swaps et les produits assimilés sont aujourd'hui très répandus sur les marchés financiers. Ces instruments peuvent se révéler très efficaces pour améliorer la gestion des risques financiers. Les deux questions qui se posent sont les suivantes : dans quelle mesure ces instruments ont-ils amélioré la gestion des risques, et jusqu'à quel point ont-ils modifié la sécurité et les résultats globaux du système financier. Quels changements est-il souhaitable d'apporter dans leur utilisation ou dans les pratiques de ceux qui les utilisent?

5) *Règlements relatifs à la structure du capital et à d'autres domaines*
Après le début de la crise de l'endettement international en 1982 et les graves perturbations industrielles causées par la récession, les banques et les organismes chargés de les contrôler ont pris diverses dispositions pour renforcer la structure et la sécurité de leurs capitaux. Ainsi, la part du capital primaire dans le capital total est en augmentation sous l'effet des pressions des organismes de contrôle et des décisions prises par les banquiers en fonction des circonstances. La commission devrait porter une attention particulière aux effets de ces modifications dans la structure du capital, en examinant notamment les changements susceptibles de renforcer la sécurité bancaire. Elle devrait ensuite se concentrer sur les réserves obligatoires globales des institutions financières non bancaires pour déterminer si elles sont suffisantes et s'il convient d'en modifier la composition. De même, il importerait d'examiner la réglementation relative à l'obligation de divulguer les informations, à l'ajustement des positions en fonction des cours du marché, ainsi qu'aux couvertures obligatoires pour l'ensemble des opérateurs intéressés.

6) *Objets et effets des assurances de dépôts.* Ainsi que l'a fort justement fait remarquer John Heimann, il faut qu'une fois pour toutes nous décidions si le but réel de l'assurance de dépôts est de protéger le déposant, la banque ou le système financier. La plupart des experts s'accordent pour dire que, dans notre régime d'assurance actuel, le prix des risques n'est pas fixé de façon appropriée et que cela peut conduire les responsables d'institutions à prendre des décisions regrettables comportant des risques démesurés. En principe, ce problème et celui de la charge de l'assurance sont deux problèmes distincts, mais il est évident qu'en fait ils sont intimement liés. Du point de vue économique, il est tout à fait justifié de chercher à établir un système qui résolve efficacement ces deux problèmes, à savoir un système qui fixerait correctement le prix de l'assurance et qui, en même temps, ferait passer la totalité de la charge de cette assurance sur ceux qui, dans le secteur privé, bénéficient d'un système de dépôts sûr. Il est vrai que, jusqu'à présent, on n'a pas fait appel au contribuable; la FDIC jouit, en effet, d'un excédent confortable d'environ 17 milliards de dollars, même si la FSLIC commence à lancer des signaux de détresse. Notre tâche consistera donc à permettre le jeu de la concurrence tout en empêchant l'utilisation abusive du filet de sécurité du secteur public sur lequel repose implicitement le système financier. Nous devons trouver un équilibre entre la privatisation des bénéfices et la socialisation potentielle des risques. A cette fin, nous devons définir clairement les fonctions réelles que nous voulons voir le système remplir.

7) *Insuffisance des méthodes de comptabilité et de vérification de comptes.* Dans quelle mesure les normes et techniques actuelles de comptabilité et de vérification de comptes sont-elles sources de vrais problèmes? Compte tenu de l'évolution de la technologie, des marchés, des instruments financiers et de la réglementation, il est plus urgent que jamais que nos comptables nous dépeignent la situation des entreprises de façon précise et sans complaisance sur le plan économique. En outre, en ce qui concerne la vérification interne et externe des comptes, il conviendrait de demander aux professionnels intéressés de se pencher sur sa fréquence, son champ d'application et ses modalités. (D'ailleurs, il est probable que, spontanément, l'esprit et l'énergie de tout vérificateur de comptes aux prises avec un règlement à l'amiable à la suite d'une prestation insatisfaisante convergeront au maximum sur ces problèmes, certainement plus qu'ils ne le feraient sous l'effet d'un rapport de commission.)

Nécessité d'une action privée immédiate et rapide

Le processus de contrôle a, lui aussi, ses défenseurs et ses clients bien particuliers. Ainsi, certains n'hésitent pas à affirmer que les clients les

plus importants d'un organisme de contrôle sont les présidents des commissions parlementaires intéressées. Bien évidemment, ces présidents ne sont pas insensibles aux avantages politiques que peuvent leur procurer tant les enquêtes parlementaires, largement relatées par les médias, sur de nouveaux abus présumés que la prétendue "nécessité" de mettre en place de nouveaux règlements. C'est là une des raisons pour lesquelles nous devrions chercher à prévenir au plus tôt l'apparition de points faibles dans le système.

Si le secteur privé, en collaboration avec les organes de contrôle intéressés, passe à l'action sans attendre, il pourra prendre des mesures efficaces pour empêcher ou minimiser des mésaventures financières qui pourraient se révéler coûteuses pour le contribuable et l'actionnaire innocents et inciter le Congrès à voter des lois outrancières, voire vindicatives, qui iraient à l'encontre du but recherché.

Ce dernier point est une des raisons essentielles pour lesquelles il est important que le secteur privé agisse résolument sans tarder, procède à son autocritique et mette en place ses propres mécanismes pour prévenir des mésaventures déplorables. De cette façon, les marchés devraient devenir plus sûrs, fonctionner de façon plus efficace et véritablement plus libre, et susciter, à juste titre, la confiance des investisseurs et du public en général.

Par contre, ce que nous devons *éviter* à tout prix, c'est de retarder ce processus jusqu'à ce qu'une nouvelle série de traumatismes financiers microéconomiques ne vienne aggraver les faiblesses globales déjà fort nombreuses.

J'ai souligné l'importance que présenterait un examen approfondi des éléments essentiels de notre système financier. Je l'ai fait à partir d'une vision impressionniste, je le reconnais, des périls qui menacent ce système et de leurs causes. Il est tout à fait possible que la commission, après avoir examiné soigneusement les symptômes, les déclare bénins, confirme la validité des contre-mesures en place et, après avoir suggéré quelques modifications peu spectaculaires mais raisonnables, nous laisse continuer dans la voie actuelle avec sa bénédiction. En toute franchise, cela me ferait grand plaisir et me soulagerait énormément — ainsi que, je le suppose, une bonne partie des membres du Congrès et du public. Mais je serai tout aussi franc en vous disant que je ne crois guère à une conclusion aussi reconfortante. En tout état de cause, mieux vaut un diagnostic brutal et un traitement précoce, plutôt que des assurances lénifiantes que le système est en bonne santé et que "peu importent ces petites palpitations, cette grosseur bizarre et ces brefs étourdissements — car aucun de ces symptômes n'est vraiment grave et chacun a probablement une explication banale".

Développement et endettement des pays en développement

La tentation est toujours très forte, lorsqu'une occasion spéciale comme celle-ci se présente, de lancer quelques grandes propositions originales visant à stabiliser la situation de l'endettement du tiers monde, à promouvoir le développement mondial, et ainsi de suite. Pour ma part, je résisterai à cette tentation. Certes, quelques-unes des raisons pour lesquelles je ne ferai aucune grande proposition concernant l'endettement des pays en développement, par exemple, ne sont pas négligeables : je trouve que certaines propositions avancées jusqu'à présent sont inutiles, que d'autres ne vont pas dans le bon sens et que parfois même elles vont à l'encontre du but recherché.

Mais si je me refuse à en allonger la liste, c'est essentiellement parce que la plupart d'entre elles sont simplement irréalisables sur le plan politique, étant donné notre situation actuelle caractérisée par les contraintes budgétaires et les préoccupations intérieures. Ainsi, l'énorme différence qu'on note entre ce que nos dirigeants politiques *savent* être nécessaire pour résoudre la crise budgétaire et ce qu'ils *sont disposés* à faire donne la mesure de la volonté politique qui nous fait défaut pour observer nous-mêmes une discipline dont nous bénéficierions directement. Il existe une différence analogue entre ce que nous sentons *devoir* faire sur le plan international et ce que nous faisons réellement dans ce domaine. L'attitude regrettable qu'ont prise récemment les Etats-Unis lorsqu'il s'est agi d'appuyer les efforts en faveur du développement mondial et les institutions qui y travaillent se passe de commentaires.

La quadrature du cercle : la politique intérieure et ses répercussions sur les initiatives en faveur du développement international

C'est dans le domaine du développement mondial, peut-être plus que dans tout autre, que notre déficit budgétaire de 175 milliards de dollars ainsi que notre déficit des paiements courants de 100 milliards de dollars s'opposent à la nécessité manifeste, et à mon désir personnel, de voir les Etats-Unis apporter leur appui massif aux institutions internationales. Dans ces conditions, quoi que nous fassions, nous devons nous en tenir à des actions symboliques et psychologiques plutôt que financières.

Pour illustrer la différence qui existe, sur le plan politique, entre des questions économiques suivant qu'elles sont d'ordre national ou international, prenons les trois exemples suivants : 1) les augmentations récentes basées sur le coût de la vie, qui auraient pu coûter quelque 5 milliards de dollars de plus que ce que la commission de la sécurité sociale avait recommandé, ont été adoptées en l'espace d'une conférence de presse; 2) ensuite, des prêts à l'agriculture d'un montant de 600 à 700 millions de dollars sont pratiquement passés aux pertes et profits; et pourtant 3) les

Etats-Unis ont récemment rejeté le montant fixé pour le financement de la Septième reconstitution des ressources de l'IDA, montant sur lequel tous les autres pays donateurs s'étaient mis d'accord et qui, de toute manière, aurait représenté en termes réels une réduction importante du programme. De plus, la différence entre le montant proposé et le montant finalement accepté par les Etats-Unis aurait entraîné une autorisation de seulement 250 millions de dollars par an pendant trois ans, de la part des Etats-Unis, engagement dont les conséquences bénéfiques auraient été multipliées par les contributions des autres pays et qui auraient directement profité aux Etats-Unis.

L'ignorance des Etats-Unis en matière d'économie internationale

L'asymétrie de cette situation politique met en évidence l'urgente nécessité d'informer et d'éduquer le public au sujet des pays en développement, de lui faire comprendre les problèmes de ces derniers ainsi que les liens vitaux qui unissent ces pays au monde développé. On estime, par exemple, que la baisse des exportations des Etats-Unis vers la *seule* Amérique latine, causée par l'instabilité financière et la stagnation économique, a coûté aux Etats-Unis un demi-million d'emplois. Pourtant, j'ai bien peur qu'aujourd'hui le tiers monde soit ce que, dans l'administration Nixon, nous aurions appelé un sujet "SOPORIFIQUE", dont il suffit de parler pour que tout le monde s'endorme. Dans un sondage récent où les personnes interrogées devaient classer 14 mesures par ordre de priorité, l'aide aux pays en développement est arrivée quatorzième — juste après la mesure qui a toujours été la moins populaire aux Etats-Unis : l'augmentation du traitement des fonctionnaires.

J'ai connu un autre exemple de cette attitude lorsque Katherine Graham — Présidente du Conseil d'administration du *Washington Post*, une des femmes les plus puissantes des Etats-Unis — et moi-même avons apporté notre témoignage au sujet du résultat des délibérations de la Commission indépendante sur les questions de développement international (Commission Brandt) à propos des problèmes nord-sud. Sur quelque 30 membres, 4 seulement étaient présents dont les présidents des deux sous-commissions qui étaient à l'origine de cette audition. L'attitude des Américains en la matière me rappelle l'histoire du professeur de philosophie qui, ayant demandé à sa classe : "Qu'est-ce qui est pire, l'ignorance ou l'apathie?", se vit répondre par un étudiant ensommeillé du dernier rang "Je ne sais pas et je m'en moque".

Le rôle de leader en période de contraintes

Etant donné les problèmes et les contraintes manifestes que nous connaissons sur le plan intérieur, il est essentiel que les Etats-Unis jouent

un rôle de leader et appuient les initiatives internationales tout en tenant compte des réalités de leur situation budgétaire.

Bien sûr, nous pouvons encourager ceux de nos alliés dont la balance des paiements est aujourd'hui excédentaire (entre autres le Japon), à jouer un rôle plus actif. En outre, nous devrions nous engager à leur emboîter le pas dès que nous le pourrons.

Bien sûr, nous pouvons apporter notre soutien aux initiatives qui n'exigent pas de nouveaux engagements importants de notre part, pour éviter de grever encore le budget fédéral.

Bien sûr, nous pouvons offrir des encouragements particuliers aux pays en développement qui ont adopté une politique intérieure raisonnable (c'est-à-dire à ceux qui ont *rejeté les subventions généralisées, le contrôle des prix, la surévaluation de la monnaie, l'imposition de taxes qui ont un effet contraire à celui qui est recherché, et ainsi de suite*).

Bien sûr, nous pouvons apporter notre soutien à des projets (comme un Accord général sur le tarif douanier et le commerce — GATT — relatif à l'investissement) qui encouragent l'investissement privé dans les pays en développement.

Bien sûr, nous pourrions aider les pays en développement avancés à devenir membres à part entière du GATT, c'est-à-dire à leur donner la possibilité de se faire réellement entendre au cours des négociations; ce changement s'accompagnerait d'une ouverture de leurs marchés qui profiterait tant à ces pays eux-mêmes qu'à leurs partenaires commerciaux.

Il est vrai que nos ressources financières sont temporairement limitées mais cela *ne devrait pas* nous empêcher d'être une force positive oeuvrant dans le sens d'un changement constructif. Dans cet esprit, espérons que la prolongation de la session du Comité du développement du FMI et de la Banque mondiale, proposée récemment par Donald Regan, sera utilisée à bon escient.

Une discipline plus rigoureuse — même de façon limitée

Tout le monde reconnaît qu'une plus grande "discipline" est nécessaire dans le système économique international — mais par quel moyen? Cette question me rappelle la phrase du Sénateur Long : "Pour lui et pour moi pas d'impôt, chez le voisin frappez plutôt."

Il existe une certaine asymétrie dans la façon dont nos organisations internationales imposent leur discipline selon qu'elles ont affaire à de grands pays développés ou de petits pays en développement, à des pays "excédentaires" ou des pays "déficitaires". D'ailleurs, les chiffres parlent d'eux-mêmes : sur environ 35 pays appliquant un programme du FMI, il n'y a aucun pays industrialisé.

Les pays les plus faibles ont besoin d'argent, leurs marchés sont vulnérables et leurs problèmes économiques sont connus de tous. On sait

quels secteurs on peut développer par un jeu d'incitations et de pénalisations. Par conséquent, pour ces pays, il existe des moyens d'action réels.

En revanche, les conditions sont tout à fait différentes dans le cas des principaux pays industrialisés. Ici, les moyens d'actions, la plupart du temps, tout au moins, ne passent pas par l'argent : ces pays n'en ont pas besoin. Ils ne peuvent pas non plus prendre la forme de règles : le pays n'hésiterait pas à les enfreindre. Ainsi, les grands pays peuvent, à leur gré, suivre n'importe quel chemin pendant très longtemps avant que le marché ne les rappelle à l'ordre. Tout cela peut avoir des conséquences très fâcheuses non seulement pour eux, mais aussi pour les autres pays et pour l'ensemble du système.

Que peut-on faire? Désormais, les sanctions formelles sont hors de question étant donné la taille et le poids politique des pays visés. Pensez donc, si les plus grands déficits budgétaires et commerciaux de l'histoire américaine — ainsi qu'un Président républicain et les pressions d'une grande partie des milieux d'affaires — ne réussissent pas à faire adopter une attitude plus disciplinée aux Etats-Unis, on peut difficilement imaginer que le pays attacherait une grande importance aux critiques formulées par quelque institution ou instance internationale. Ainsi, les institutions monétaires internationales ressemblent à un maître minuscule tenant une laisse excessivement fragile alors que, pour continuer la métaphore, l'Amérique est un très gros mâtin.

Mais ne devrions-nous pas tout au moins étudier les différentes façons de sensibiliser, même légèrement, le public et la classe politique, ce qui accentuerait les pressions s'exerçant en faveur d'une plus grande discipline?

Surveillance accrue : proposition de création d'un Comité d'examen affilié au FMI

En préparant cette conférence, j'ai été frappé de voir combien il était difficile de trouver une formulation précise des questions de fond et des analyses objectives concernant la possibilité de maintenir notre cap actuel. Le plus grand silence régnait du côté de nos organismes officiels, avec tous leurs experts et leurs ordinateurs. Pourquoi leurs rapports étaient-ils si neutres? N'est-ce pas à eux qu'il incombe d'inscrire, sans fausse pudeur, les questions difficiles et capitales, à l'ordre du jour des pouvoirs publics?

Par exemple, il y a quelques mois, un rapport qui aurait pu s'intituler "apologie du déficit", émanant du trésor américain, prétendait mettre sérieusement en doute l'existence de tout lien entre les déficits, les taux

d'intérêt et les taux de change. Sans vouloir offenser personne, on peut se demander pourquoi ce rapport n'a fait l'objet d'aucune analyse publique sérieuse, d'autant plus, qu'*en privé*, pratiquement chaque organisme officiel reconnaît que ces liens existent bel et bien et qu'ils sont solides, même s'il ne s'agit certainement pas d'un simple rapport linéaire. Il semblerait qu'en la matière, les tensions politiques et bureaucratiques soient si fortes que le débat technique ne peut avoir lieu. Toute critique formulée par un professionnel est rejetée comme purement partisane.

Je connais bien les procédures de consultations et les différentes formes de surveillance prévues par les statuts du FMI. Je pense, ainsi que d'autres personnes avec lesquelles je me suis entretenu, que ces procédures ont plutôt tendance à se vider de leur substance lorsqu'elles sont appliquées à de grands pays. La discussion franche et polémique des problèmes difficiles se fait presque exclusivement en privé; si le débat est porté sur la place publique, il se conclut par un message anodin, complaisant et immanquablement courtois.

Pour les pays industrialisés qui connaissent des excédents ou des déficits, même les rapports internes nécessitent en général l'agrément du pays en cause. De ce seul fait, il n'est pas surprenant que les résultats publiés aient tendance à être dilués lorsqu'il s'agit de grands pays.

A de nombreux égards, cette situation regrettable est compréhensible. En effet, il est foncièrement difficile au FMI de critiquer la politique d'un pays comme le mien qui, après tout, est le plus grand "actionnaire", fournit le Directeur général adjoint et héberge l'institution dans sa capitale.

Par conséquent, on pourrait étudier la possibilité de préparer chaque année des rapports sur les principaux pays connaissant des excédents ou des déficits, de vérifier leurs comptes et de rendre toutes ces informations publiques. On pourrait imaginer la création d'un organe d'examen externe, indépendant, fonctionnant à temps partiel — affilié au FMI — composé de membres dont l'expérience, la renommée, l'intégrité et, n'ayons pas peur des mots, le courage, seraient exemplaires. Ces membres pourraient être appelés à témoigner publiquement et à faire d'autres déclarations publiques. Nous sera-t-il possible de trouver un groupe de personnes aussi sages et vénérables? Aucun d'entre nous n'oserait nier, par exemple, que le Congrès américain a besoin de mieux comprendre la façon dont l'économie américaine influence l'économie mondiale et vice versa. Pourquoi ces vérificateurs externes ne pourraient-ils pas témoigner devant le Congrès? Leurs rapports et leur témoignage ne pourraient-ils pas contribuer à pousser l'Amérique et d'autres pays vers la discipline nécessaire, même de façon limitée?

De nouveaux régimes de change?

La possibilité de mettre en place d'autres régimes de change présente un certain attrait, surtout si l'on considère les problèmes que soulève le régime actuel (par exemple, l'ampleur des fluctuations monétaires ajoutée aujourd'hui un élément d'incertitude coûteux à l'investissement et à la planification). Que pouvons-nous y faire? Quelque chose me dit que pour améliorer le système, nous devons commencer par admettre qu'une structure raisonnable des taux de change constitue un des principaux objectifs de toute politique économique. Cette remarque s'applique tout particulièrement à mes compatriotes.

Il n'y a pas si longtemps que le Président Nixon a fait sa remarque pittoresque sur la lire, remarque qui en disait long sur la manière dont la politique économique internationale était élaborée aux Etats-Unis. Comparez ce niveau de connaissance avec celui d'un Giscard d'Estaing, d'un Ted Heath ou d'un Helmut Schmidt.

La façon dont le public américain raisonne constitue une autre pierre d'achoppement. Un dollar "plus fort" est toujours bon, un dollar faible est toujours mauvais. Pour leur faire entendre raison, devrions-nous inventer un contre-euphémisme? Un dollar exorbitant? Coûteux? Artificiellement fort? Surévalué?

Tant que les Américains ne comprendront pas mieux ne serait-ce que ces concepts élémentaires, je doute fort que l'on puisse imposer de nouvelles règles au régime de change, avec la discipline qu'elles exigent. De toute façon, tant que le dollar restera à des niveaux aussi élevés — et tant que le budget restera aussi déséquilibré — il est fort peu probable que nous puissions envisager de réorganiser complètement le régime de change.

Toutefois, nous devrions continuer à considérer les différentes possibilités. Ainsi, l'expérience du Système monétaire européen (SME) semble indiquer qu'un système plus proche du système à taux fixes peut renforcer la discipline interne, au moins dans quelques pays membres qui ont déjà établi entre eux des relations privilégiées. Ce point mérite une étude plus approfondie. Il en est de même d'un certain nombre de concepts fondamentaux qui devraient sous-tendre tout nouveau système monétaire, en principe "plus visqueux". Par exemple, pourrions-nous tomber d'accord ne serait-ce que sur le sens de l'expression "manque d'harmonie persistant du marché?" A Chicago, où je suis censé avoir reçu ma formation, ce concept serait considéré comme un oxymore.

A mon avis, ce bref regard sur la modification des régimes de change et de la surveillance montre combien la marge de manoeuvre est réduite — tout en étant réelle — pour imposer une discipline internationale, surtout si l'on pense aux problèmes que nous pose l'amélioration de nos pratiques budgétaires nationales. Je reviendrai plus tard sur ce dernier point.

Les détenteurs des divers avoirs et les raisons de leur choix : proposition pour mieux comprendre les facteurs qui déterminent les flux des capitaux

Il est vrai que l'on parle souvent de la nécessité d'une stabilité et d'une surveillance accrues des taux de change, mais il sera difficile de simplement prévoir l'évolution d'une monnaie tant que nous ne comprendrons pas mieux les flux des capitaux dans l'économie mondiale d'aujourd'hui. Les architectes de Bretton Woods n'ont pas attaché une grande importance aux flux de capitaux privés. Pourtant, comme nous le savons tous, les flux de capitaux dominant aujourd'hui les flux commerciaux qui, eux, ont été analysés dans les moindres détails. Ainsi, s'il est vrai que nous avons une compréhension *générale* des facteurs qui déterminent les flux de capitaux — stabilité politique, souplesse économique, quantité des ressources disponibles et variables macroéconomiques habituelles — cette connaissance demeure insuffisante. Dans le passé, nous nous sommes concentrés sur les éléments macroéconomiques, oubliant que les facteurs microéconomiques sont essentiels pour comprendre les flux de capitaux. Ainsi que Martin Feldstein me l'a récemment fait remarquer : “Nous savons tout simplement peu de choses sur *qui* détient *quels* avoirs et *pourquoi*.”

Comme l'illustre l'expérience américaine récente, d'une façon générale, nous ignorons tout à fait quelles répercussions les modifications de la politique fiscale et réglementaire peuvent avoir, même au niveau *macroéconomique*. Dans notre pays, les pronostiqueurs budgétaires n'ont compris ni l'incidence limitée de ces nouvelles mesures sur l'épargne individuelle, ni leurs conséquences énormes sur les nouveaux investissements. Les analystes et le gouvernement n'ont compris que récemment dans quelle mesure la loi fiscale américaine de 1981 semble avoir relevé le niveau d'équilibre des taux d'intérêt réels du pays, avec tout ce que cela implique pour les flux de capitaux, les taux de change et le coût du service de la dette des pays en développement. Ainsi, l'histoire de la loi fiscale de 1981 montre, une fois encore, que l'un des premiers principes que devrait appliquer tout pronostiqueur est “la loi des conséquences non intentionnelles”.

Certaines questions particulières déclenchent des débats acharnés; c'est le cas notamment de l'impôt unitaire ou des obligations au porteur. Mais au moment où nous envisageons d'adopter ces modifications fiscales et réglementaires, ou d'autres plus générales, et où certains pays envisagent de prendre des mesures semblables dans les mêmes conditions d'ignorance, il nous faut une meilleure boussole intellectuelle.

C'est ainsi que trop souvent j'entends un peu partout dans le monde des commentateurs qui préconisent un certain degré de souplesse ou d'adaptation, face à la politique fiscale américaine, et cela avant même

qu'aucun d'entre nous ait compris quels effets réels ces mesures auraient ou si elles attireraient vraiment les flux de capitaux. La guerre de l'épargne que de telles mesures sont susceptibles d'entraîner pourrait être encore plus désastreuse qu'une guerre commerciale. Pour empêcher ce résultat, peut-être devrions-nous oeuvrer dans le sens de ce que Roger Kubarych a appelé une sorte de "GATT fiscal" informel.

Ne serait-ce que pour commencer à obtenir de meilleurs résultats, il nous faut procéder à un examen détaillé et minutieux des facteurs *microéconomiques* qui sous-tendent les flux des capitaux — c'est-à-dire le rôle de la politique fiscale, de la réglementation financière et, *facteur très important, la rentabilité des entreprises — et qui font passer l'argent d'une région ou d'un pays à l'autre*. Cela ne veut pas simplement dire que nous devons charger un ou deux instituts de recherches économiques de publier davantage d'études économétriques sur le rapport qui existe entre la politique monétaire, les taux d'intérêt et les taux de change. En plus des économistes, il faut que des professionnels du monde des affaires, de l'industrie et de la finance apportent leurs contributions. Dans un premier temps, on pourrait imaginer d'élaborer l'équivalent à l'échelle mondiale du tableau des "ressources et emplois" d'une société — à cette différence près que l'analyse à l'échelle mondiale permettrait de suivre la façon dont les fonds se répartissent entre épargne, investissement et consommation. On pourrait alors isoler bien plus facilement les facteurs qui déterminent cette répartition.

Cette recherche une fois engagée, il conviendrait *d'organiser une grande conférence sur les répercussions internationales des différences qui existent entre les réglementations et les politiques fiscales nationales. Etant donné le caractère extrêmement délicat de ce sujet, il serait préférable que cette tâche soit confiée à un consortium d'institutions privées plutôt qu'aux gouvernements*. C'est d'un examen que nous avons besoin, et non pas d'une négociation.

Restauration de la discipline budgétaire américaine

Nous sommes tous d'accord, j'en suis sûr, que ne pas corriger le déficit budgétaire américain serait la pire des bêtises. Je ne sais pas quand la corde cassera, et personne d'autre non plus, mais tous les chiffres que j'ai vus aboutissent à la même conclusion : nous ne pouvons pas maintenir le cap actuel. Les déficits deviennent trop grands, les coûts d'intérêt s'alimentent d'eux-mêmes, les besoins de financement deviennent trop importants et la probabilité de garder la confiance des investisseurs internationaux s'amenuit inexorablement. Quand la confiance commencera à s'effriter réellement, les résultats ne seront pas beaux à voir. Le dollar pourrait s'écrouler. Les taux d'intérêt pourraient s'envoler. Enfin, la perspective effrayante de voir augmenter simultanément l'inflation, les

taux d'intérêt, le chômage et le protectionnisme pourrait se transformer en une dure réalité. Compte tenu de notre situation de départ — c'est-à-dire un monde qui se débat pour restaurer la stabilité et un groupe de pays débiteurs qui cherchent à rétablir leur capacité d'endettement — les répercussions seraient insupportables.

Pourtant, j'entrevois la possibilité de conséquences encore plus préoccupantes. Supposez que le gouvernement américain continue de refuser à changer sa politique budgétaire et que les pressions s'accroissent dans une Europe de plus en plus envieuse de l'expansion américaine — malgré les déséquilibres de notre économie et les risques qu'ils comportent — pour que les gouvernements abandonnent leurs politiques budgétaires raisonnables et se ruent vers la croissance. Dans ces conditions, tandis que le monde sombrera dans de nouveaux déséquilibres et de nouvelles incertitudes sur les marchés financiers, je puis vous prédire dès maintenant ce que les Cassandre nous annonceront alors : des guerres de taux d'intérêt, des guerres de l'épargne, guerres de taxes et toute autre sorte de politiques axées sur un égoïsme sacré étroitement nationaliste. Quel que soit le résultat exact, nous en arriverons à la guerre, et non pas à la paix, économique, et le mot même de "stabilité" aura une connotation archaïque.

La dimension politique des déficits américains

Mais il existe une possibilité réelle de suivre une autre voie qui commence par le rétablissement de la discipline budgétaire aux Etats-Unis. Quels que soient les bienfaits ou les méfaits que la politique budgétaire de M. Reagan cause sur le plan économique, elle a provoqué un débat politique dont le pays avait besoin depuis un certain temps. Nous sommes amenés à reconsidérer les principes traditionnels concernant les dépenses et la politique fiscale. Ce débat nous oblige à définir clairement ce que nous attendons du gouvernement, ce que nous n'en attendons pas, et qui devrait payer la facture. Il arrive parfois que les démocraties aient besoin d'être secouées et peut-être une expérience aussi radicale était-elle nécessaire pour nous obliger à revoir notre mode de pensée traditionnel.

Cela dit, cette expérience nous a aussi laissés dans une impasse dangereuse. Nous ne sommes pas en présence d'un simple problème d'ordre technique que seuls les experts budgétaires pourraient résoudre. Il ne s'agit pas simplement d'une pièce pour initiés jouée par les membres du Congrès et les chefs de la Maison-Blanche. Ce n'est pas non plus un simple sujet financier qui intéresserait uniquement le banquier ou l'homme d'affaires. C'est un problème qui touche indéniablement tout le monde. Quand on y regarde de plus près, comme me l'a fait remarquer un observateur français, si un problème économique en apparence technique

revêt une importance *réelle*, il cesse alors d'être un problème économique pour devenir un problème politique.

Connaissant bien le Bipartisan Budget Appeal et son évolution, je suis convaincu que ceux d'entre nous qui appartiennent au monde des affaires et de la finance et que le spectre de déficits énormes préoccupe ne peuvent pas tenir pour acquis que les mécanismes politiques classiques suffiront à résoudre le problème.

Nous ne pouvons pas reprocher à nos représentants de nous représenter. Depuis la fin de la guerre, nous avons passé notre temps à former des groupes de soutien politique autour de tous les énormes programmes d'aide sociale subventionnés par l'Etat et de chaque subvention. Quand il s'agit d'appliquer la moindre mesure douloureuse à ces différents groupes, comme la modification des clauses d'indexation sur le coût de la vie, il faut former des commissions de sécurité sociale bipartites qui mettent des mois à trouver des réponses pendant que le Président des Etats-Unis et le speaker de la Chambre des représentants ne pensent qu'à se réfugier derrière ces mécanismes et leurs résultats pour assurer leur longévité politique.

Les bénéficiaires de ces programmes d'aide sociale sont bien organisés; selon certaines estimations, il y aurait entre 35 et 40 organisations qui prétendent avoir en tout 35 à 40 millions de membres. Ce qui est important, c'est leur pouvoir de pression politique. Un jour, je suis allé voir le très conservateur Kent Hance, député du Texas, pour m'entretenir avec lui d'un projet de loi prévoyant l'indexation des impôts sans blocage correspondant des indices d'ajustement sur le coût de la vie. Il a appelé son assistante et lui a demandé : "Veuillez apporter à M. Peterson les lettres, télégrammes et messages téléphoniques qui sont contre le blocage de l'indexation des programmes sociaux sur le coût de la vie." Elle a répondu, estomaquée : "Tous?" Elle est alors revenue les bras surchargés de lettres exprimant, à différents degrés, l'indignation que ressentaient ces gens à l'idée que le Congrès puisse même envisager de toucher au système. Mon interlocuteur a alors demandé à son assistante : "Maintenant, apportez toutes les lettres qui nous demandent de modifier le système d'indexation sur le coût de la vie." A ce moment-là, j'ai compris qu'il m'avait eu. Elle a répondu : "Mais, M. Hance, nous ne recevons *jamais* de lettres comme ça."

Il y a une image qui m'aide à comprendre le point de vue des politiciens. Vous vous rappelez peut-être le tableau de Saul Steinberg qui représente le monde tel que le voit un New Yorkais. Il plaît beaucoup aux New Yorkais que nous sommes à cause de son provincialisme et de son arrogance tout particuliers. C'étaient les bâtiments les plus hauts de la Neuvième avenue qui dominaient la scène. Même l'Hudson paraissait un peu éloigné; dans le lointain, on distinguait de petites collines appelées

Rocheuses, une petite mare appelée océan Pacifique et quelques points appelés Chine et Japon.

Qu'est-ce que cela donnerait si Steinberg peignait une carte *politique* des Etats-Unis vus par un membre du Congrès? A mon avis, les groupes d'intérêt particuliers et ceux qui luttent en faveur des programmes sociaux seraient les énormes gratte-ciel qui dominent la scène. Les groupes luttant en faveur d'une politique budgétaire plus raisonnable — et très certainement les jeunes — seraient réduits à de minuscules points à l'horizon, comme le Japon dans la version géographique.

De nombreux politiciens vous avoueraient en privé qu'il faut faire quelque chose pour bloquer l'indexation des programmes sociaux sur le coût de la vie. Par contre, en public, ils sont terrorisés à l'idée de devoir affronter un groupe puissant qui défend ces programmes sociaux, comme les Gray Panthers, l'Association des retraités et les différents groupes fédéraux de retraités, ne serait-ce qu'au sujet d'une légère réduction du taux de croissance de ces transferts.

La modification du rapport de force politique aux Etats-Unis

Pour changer la façon dont le politicien voit le monde, un nouveau type d'effort est nécessaire. Il consiste à laisser s'exprimer, entretenir et exploiter un soutien populaire latent en faveur d'une politique budgétaire raisonnable. Ce n'est pas en faisant des conférences devant des foules de convertis que l'on arrivera à ce type de consensus. Il faut au contraire porter l'affaire devant le public, présenter les faits, répondre aux questions, prendre directement le contre-pied des affirmations saugrenues et exposer au grand jour le caractère trompeur des explications avancées par les défenseurs du déficit et les groupes d'intérêt. Notre objectif : des millions de cartes postales, de lettres, de coups de téléphone exigeant que le gouvernement se mette à la tâche. Il s'agit d'un effort d'éducation, mais c'est aussi davantage. Cela requiert un engagement personnel que tout responsable du monde des affaires et de la finance préoccupé par le risque de paralysie budgétaire doit considérer comme une priorité importante.

Avec cinq anciens secrétaires au Trésor, j'ai contribué à la fondation du Bipartisan Budget Appeal. Très vite, ce groupe s'est agrandi jusqu'à réunir 600 anciens hauts fonctionnaires, doyens d'universités et présidents de fondations, associés directeurs généraux de cabinets d'experts-comptables, de sociétés d'avocats et de banques d'investissement, ainsi que les présidents-directeurs généraux de plus de 400 grandes sociétés. Bien que nos efforts aient contribué à poser dans toute son acuité le problème du déficit, il nous fallait susciter un soutien populaire plus efficace. C'est pourquoi le Budget Appeal a joint récemment ses forces à

celles de plus de 30 organisations professionnelles — notamment l'American Bankers Association, la U.S. League of Savings Institutions, la National Association of Realtors, la Mortgage Bankers Association, la National Council of Savings Institutions, la National Association of Home Builders, ainsi que les Menswear Retailers of America, la National Grange, la National Forest Products Association, et ainsi de suite.

Ces différents groupes se sont engagés à encourager leurs membres, sympathisants, déposants, constructeurs de logements, clients, et ainsi de suite, à exprimer leur profonde préoccupation au sujet du déficit et leur soutien massif à un programme relativement précis visant à réduire le déficit et portant sur les programmes d'aide sociale, les dépenses militaires et les taxes à la consommation.

Par ailleurs, ces groupes ont apporté leur ferme soutien à l'opinion selon laquelle la vigueur de la reprise actuelle fournit un climat idéal pour procéder à des choix douloureux mais impératifs dans le domaine budgétaire. En fait, il est essentiel d'agir dans les 6 à 9 mois qui viennent — et c'est peut-être notre seule chance de succès réelle. En effet, si la reprise actuelle devait ralentir irrémédiablement, de puissantes voix s'élèveraient alors pour prétendre qu'il n'est pas raisonnable du point de vue économique de réduire les dépenses et d'augmenter les impôts. D'un point de vue politique, le Président a environ neuf mois pour accoucher d'une réduction du déficit — avant que les mises en garde et les explications fallacieuses ne se multiplient à l'approche des élections de 1986. Au terme de ces neuf mois, le Président disposera d'une marge de manoeuvre de plus en plus réduite, ce qui rendra d'autant plus difficile toute action sérieuse en vue de comprimer le déficit.

L'année dernière, *deux seulement* des membres de la Bipartisan Coalition (représentant les banques et les institutions d'épargne) ont mené une campagne populaire contre une mesure législative visant à retenir des taxes sur les dividendes et les intérêts, mesure massivement appuyée par les leaders du Congrès et par le gouvernement. Ronald Reagan, Howard Baker, Robert Dole, Tip O'Neil, Dan Rostenkowski et Jim Jones étaient tous en faveur de ce projet. Un déluge de 23 millions de cartes et de lettres, sans parler d'une douche de coups de téléphone efficaces, ont submergé leur appui et la mesure a été abandonnée.

Un de mes plus vifs espoirs est que la nouvelle Bipartisan Budget Coalition puisse contribuer à déclencher — bientôt — une avalanche aussi efficace sur Washington avec le message que les déficits doivent absolument diminuer. Pour moi, il ne fait aucun doute que quand le public s'enflammera, et seulement à ce moment-là, les législateurs réagiront. C'est alors que l'euphorie passagère qui avait fait tourner la tête se dissipera et le dégrisement commencera.

Il est donc clair que nous sommes à proprement parler engagés dans une bataille — ou peut-être s'agit-il d'une course — entre, d'une part, la bonne volonté des marchés financiers mondiaux pour alimenter nos énormes déficits jumeaux (celui du budget et celui des paiements courants) et, d'autre part, la capacité de notre économie qui ploie sous les considérations *politiques* à se ressaisir énergiquement avant que nous ne nous fracassions contre un écueil ou un autre. Jusqu'à présent, ce n'est pas ainsi que les mesures politiques énergiques ont été prises dans notre pays. En effet, d'habitude, nous attendons de nous écraser contre l'écueil pour prendre toute mesure décisive.

Le rôle du reste du monde

Mais supposons maintenant que notre pays fasse ce qu'il faut et qu'il le fasse vite, c'est-à-dire avant qu'un blocage terrifiant des marchés financiers ne l'y contraigne.

Quelle devrait être la réaction des autres pays devant le retour d'une politique budgétaire raisonnable aux Etats-Unis? N'étant pas économiste, je devrais être le dernier à assigner un rôle à chaque pays. Cela dit, je sais que les autres pays auraient tort de se cantonner dans une attitude passive; ils devraient au contraire favoriser activement la croissance réelle. En outre, au fur et à mesure que les Etats-Unis résorberont leurs énormes déficits commerciaux, les régions dont la balance commerciale est aujourd'hui excédentaire, à savoir le Japon et l'Europe, devront ouvrir davantage leurs marchés aux produits des pays en développement, surtout de ceux qui sont accablés de dettes. En effet, les exportations de ces pays, en particulier vers les grands pays de l'OCDE, sont aujourd'hui trop faibles. Si les anciennes barrières douanières étaient maintenues, cela diluerait gravement les avantages qu'apporterait au monde entier un retour à l'équilibre du budget américain. La communauté internationale porterait, à juste titre, un jugement sévère sur cette attitude.

Naturellement, les pays en développement doivent renforcer leur capacité d'exportation. Ils ne peuvent se réfugier derrière des prétextes ou des subventions artificielles qui ne font qu'aggraver les contre-réactions protectionnistes. Ils ne doivent pas traîner des pieds mais, par exemple, adopter des politiques de taux de change raisonnables. Bref, ils doivent tout simplement poursuivre le type d'efforts d'ajustement déjà explicités dans les programmes de stabilisation qu'ils ont mis au point avec le FMI.

V. Le choix entre deux mondes

Nous savons que, pour l'heure, l'orientation actuelle de la politique économique conduit à une situation qui suscite l'optimisme mais fait peser

en même temps sur le système d'énormes risques pour le long terme. Par ailleurs, nous savons que nous ne pouvons nous entendre sur aucune modification de notre politique actuelle qui soit indolore pour tous les intéressés. Si l'on ne ressentait aucune douleur, cela voudrait dire que nous avons déjà passé l'obstacle.

La question qui se pose est la suivante : *pourquoi ne pas discuter tranquillement et nous mettre d'accord sur ce que nous devons absolument éviter?* De cette manière, nous pourrions aisément isoler les problèmes cruciaux qui se posent actuellement : comment éviter une nouvelle récession profonde et prolongée, une nouvelle flambée d'inflation, ou la conjugaison de ces deux fléaux avec leurs conséquences dévastatrices. Ne nous faisons pas d'illusions, dans les circonstances actuelles, ces perturbations briseraient les liens qui se sont tissés entre les différents pays et qui font l'unité du système mondial. Par conséquent, que les Etats-Unis remettent de l'ordre dans leur budget et que le reste du monde prenne les mesures d'accompagnement nécessaires pour permettre à tous de suivre un chemin viable, voilà notre tâche!

D'une façon très générale, nous nous trouvons face à deux fenêtres, chacune ouvrant sur un type de monde différent. L'une est la fenêtre de l'avenir prometteur, l'autre celle de la précarité. La première s'ouvre sur un monde de prospérité croissante et d'échanges pacifiques entre nations, de stabilité avec des marchés financiers équilibrés, un monde plus sûr que celui que nous connaissons aujourd'hui. Dans ce monde-là, les Etats-Unis joueraient leur rôle traditionnel de direction et d'assistance. La deuxième fenêtre s'ouvre sur un monde de croissance par à-coups et d'entraves aux échanges, de précarité avec des marchés instables et des institutions fragiles; bref, un monde plus dangereux que celui que nous connaissons aujourd'hui.

La fenêtre de l'avenir est ouverte. Elle ne le restera pas indéfiniment. Libre à nous de profiter de cette ouverture et de progresser vers un avenir plus sûr. Mais si nous n'agissons pas, si nous manquons cette occasion, alors la fenêtre se fermera et restera close pendant peut-être très longtemps. Il ne nous restera plus alors que la fenêtre de la précarité, s'ouvrant sur un paysage désolé, jonché çà et là des restes de bonnes intentions et d'idéologies déçues.

A mes yeux, le choix est clair. Saisissons l'occasion avant qu'il ne soit trop tard.

Questions et réponses

Après sa conférence, M. Peterson a répondu aux questions écrites de l'auditoire.

M. PETERSON : *Pourquoi n'est-ce pas le moment d'engager une grande réforme?*

Peut-être parce que certains d'entre nous sont trop impliqués dans la situation politique de ce pays, mais en tout état de cause, je pense qu'étant donné l'euphorie actuelle, la conviction que l'orientation économique que nous avons choisie est très bonne et la compréhension en général peu nuancée des effets de la politique de notre pays sur l'extérieur, il est peu probable que notre système politique accepterait de se plier à la discipline que supposent la plupart des principes de base d'une grande réforme. Dans le cadre de notre système, nous sommes passés maîtres dans l'art de distribuer les douceurs et les avantages, mais nous sommes tout à fait incapables de répartir la douleur. La simple réduction de nos déficits vertigineux de 200 milliards de dollars semble exiger des changements inacceptables. C'est pourquoi je doute fort que ceux qui nous gouvernent puissent envisager de soumettre le pays à d'importants changements décidés à l'échelon international.

A votre avis, qu'est-ce que le tiers monde peut faire de constructif?

J'ai parlé pendant longtemps, mais il y a un sujet que je n'ai pas l'occasion d'aborder, à savoir le rôle exceptionnellement important que doit jouer l'investissement privé dans les pays en développement et la façon d'encourager ces investissements.

Je vois que mon ami koweïtien Abdlatif Al-Hamad est parmi nous. Il se rappellera sans doute l'incident suivant. Lors d'une session de la Commission Brandt, présidée par Ted Heath, au Château de Leeds, avec, à l'ordre du jour, le transfert de ressources réelles vers les pays en développement, certains d'entre nous, partisans d'une politique budgétaire conservatrice, essayaient de montrer que certaines propositions prévoyant la création d'une nouvelle institution des Nations Unies pour s'occuper de ces transferts ne semblaient pas appropriées. Vers minuit, j'ai demandé à l'un de ceux qui préconisaient la création d'une institution de ce type : "Dites-moi, Monsieur, si vous deviez choisir entre un transfert de pouvoir et un transfert de ressources, que choisiriez-vous?" Il y eut un très long silence dans l'assemblée. J'ai alors ajouté : "Vous savez, vous

me rappelez une de ces grandes pièces burlesques de la télévision américaine : Jack Benny, l'avare, le grippe-sou" — dont certains d'entre vous se souviendront — apparaît sur scène. Un voleur le tient en respect avec son revolver. Le voleur lui demande : "Choisis : la bourse ou la vie?" Jack Benny reste interminablement muet. Alors, le voleur demande encore une fois : "Choisis, la bourse ou la vie?" Finalement, Jack Benny répond : "Attendez, je réfléchis."

A mon avis, les pays du tiers monde devraient, entre autres, essayer — dans le cadre, par exemple, d'un accord général (GATT) pour les investissements étrangers — de voir jusqu'à quel point ils sont disposés à réduire sensiblement les risques que comportent les investissements privés, de façon à encourager les participations étrangères en assurant la rentabilité et la stabilité de ces investissements.

Compte tenu de la situation que vous avez décrite, que pensez-vous des efforts que déploie actuellement le Trésor américain pour émettre des titres destinés aux investisseurs étrangers?

Je savais qu'on me poserait cette question mais j'espérais secrètement que personne ne la poserait.

Apparemment, l'argument de ceux qui sont en faveur de ces émissions est qu'elles constituent un investissement tellement rentable que nous rendons service à tout le monde en donnant aux investisseurs étrangers la possibilité d'investir dans notre pays.

Pour en revenir à l'essentiel, notre pays doit décider s'il peut arriver à un consensus national pour dégager davantage d'épargne et de capitaux *qui lui soient propres*. Le Bipartisan Budget Appeal demande, entre autres, d'importantes réductions des dépenses, mais aussi une taxe à la consommation intérieure de façon à réorienter le système davantage en faveur de l'épargne et de l'investissement. Je ne voudrais pas que nous nous trouvions dans une situation où nous devrions compter sur l'épargne étrangère pour alimenter notre économie. Ce serait une aberration.

Si la volonté politique de réduire le déficit fait défaut, pourquoi ne pas voter, comme l'a demandé le Président, l'amendement à la constitution qui interdirait les déficits?

Tout d'abord, je voudrais que nos amis étrangers comprennent que, sur ce point, on peut concevoir plusieurs sortes d'amendements. Certains sont extrêmement rigides, précis et aboutiraient à une politique macroéconomique de la pire espèce. D'autres sont assez souples — par exemple, certains d'entre eux prévoient que le pays pourrait avoir un déficit avec l'aval de 60 % des voix du Congrès. Je pense donc que la *forme* de l'amendement est très importante.

Ce qui m'inquiète au sujet des amendements interdisant les déficits, tels qu'on les présente au peuple américain, c'est, entre autres, que ce seraient

des amendements à la *constitution*. Par définition, il faudrait deux à trois ans de pressions politiques soutenues pour les faire voter et de quatre à neuf ans pour qu'ils entrent en vigueur. Ma conférence d'aujourd'hui, qui a dû vous paraître bien longue, cherchait à montrer qu'il est urgent que le pays s'attaque dès *maintenant* au déficit. Je ne voudrais pas que nous nous réfugiions derrière le prétexte que, dans quelques années, nous aurons *peut-être* un amendement à la constitution.

Mon deuxième sujet d'inquiétude est que l'idée d'un amendement à la constitution tend à faire passer au deuxième plan notre problème fondamental, c'est-à-dire la nécessité de trouver la volonté politique de répartir les différentes mesures douloureuses équitablement entre les différents secteurs de la société. Si nous ne parvenons pas à cette volonté politique dans le pays, je crains que n'importe quel amendement ne soit aisément contourné, étant donné l'adresse et la créativité légendaires dont font preuve les législateurs et les administrations pour trouver des moyens de dépenser de l'argent. C'est ainsi que des postes qui font aujourd'hui partie du budget pourraient être, au moyen de divers stratagèmes comptables, transformés en postes hors budget. Nous en revenons donc une fois encore aux problèmes de la volonté, de la discipline et de la nécessité absolue de mobiliser dans tout le pays un groupe de pression populaire exigeant un changement réel.

Pourquoi les vérificateurs externes dont vous avez parlé pourraient-ils remplir plus facilement la fonction de surveillance que le FMI n'est pas autorisé à remplir dans les grands pays?

A mon avis, la raison essentielle est que tout groupe privé externe jouit d'un degré de liberté, d'indépendance et d'autonomie que des gens sous l'autorité de patrons ne peuvent pas avoir. Le secteur privé constitue une des grandes traditions de ce pays. Par ailleurs, il y a beaucoup de personnes dans ce pays qui ont énormément de poids — quelques-unes sont parmi nous aujourd'hui. En l'absence d'un groupe aussi puissant de vérificateurs internationaux — provenant des mêmes professions que certains d'entre vous — je pense qu'il est très probable qu'une institution internationale, dont une grande partie des ressources provient des principaux souscripteurs, sentirait encore peser sur elle de lourdes contraintes qui l'empêcheraient de participer vraiment aux dialogues publics.

Lors de la création du FMI, nous espérions que tant les pays riches que les pays pauvres accepteraient d'observer la discipline. Vingt-cinq ans plus tard, la discipline, en particulier dans les pays les plus riches, demeure un vœu pieux. Ces pays voudraient imposer la discipline aux autres sans l'observer eux-mêmes. Est-il facile de changer cette situation?

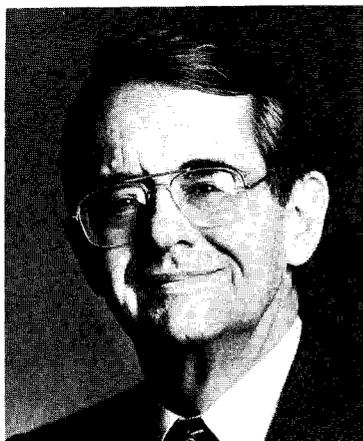
Question facile : non. Je n'ai jamais rencontré aucun individu qui aimât la discipline, en particulier s'il se considérait puissant.

Je vous remercie tous de votre attention.

* * *

M. MARTIN : Nous vous remercions pour cette conférence des plus passionnantes. Vous venez de montrer combien nous avons eu raison de vous inviter cet après-midi. Permettez-moi de clore cette réunion en remerciant vivement la George Washington University qui a bien voulu mettre ses locaux à notre disposition. Nous remercions également le personnel de l'université qui nous a apporté son concours pour préparer ces réunions. Merci à tous de vous être joints à nous cet après-midi.

Notice biographique



Actuellement Président de la Banque d'affaires Peterson, Jacobs & Company, Peter G. Peterson a suivi une carrière remarquable et variée tant dans le secteur privé que dans le secteur public. Il a servi les Etats-Unis comme Ambassadeur, Secrétaire au commerce, Président de la Commission nationale de la productivité et Président de la Commission quadriennale des traitements de l'exécutif, du législatif et du judiciaire. Il a été membre de la Commission indépendante des problèmes de développement international

(Commission Brandt) qui s'occupe des relations entre les pays industrialisés et le tiers monde.

Dans le privé, M. Peterson a été Président-Directeur général de Bell & Howell et Président de Lehman Brothers Kuhn Loeb. Il fait également partie du Conseil d'administration de General Foods Corporation, RCA Corporation, Minnesota Mining & Manufacturing Co., Federated Department Stores, Inc., Black & Decker Manufacturing Company et Continental Group, Inc.

M. Peterson est membre fondateur du Bipartisan Budget Appeal et Président de l'Institut d'économie internationale (Institute for International Economics). En outre, il fait partie du Conseil d'administration du Comité pour le développement économique (Committee for Economic Development), de la Japan Society et du Musée d'art moderne. Enfin, il est Directeur du Bureau national de recherches économiques (National Bureau of Economic Research) et Trésorier du Conseil des relations étrangères (Council on Foreign Relations).

Les conférences Per Jacobsson

- 1964 *Croissance économique et stabilité monétaire* — Exposés de Maurice Frère et Rodrigo Gómez (Bâle); épuisé
- 1965 *L'équilibre entre la politique monétaire et les autres instruments de la politique économique dans une société moderne* — Exposé de C.D. Deshmukh et Robert V. Roosa (Washington); épuisé
- 1966 *Le rôle actuel de la banque centrale* — Exposé de Louis Rasminsky; commentaires de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg et Franz Aschinger (Rome); épuisé
- 1967 *Le développement économique — Aspects bancaires* — Exposé de David Rockefeller; commentaires de Felipe Herrera et Shigeo Horie (Rio de Janeiro); épuisé
- 1968 *Les banques centrales et l'intégration économique* — Exposé de M.W. Holtrop; commentaire de Lord Cromer (Stockholm); versions anglaise et française épuisées
- 1969 *Le rôle de l'or monétaire dans les dix prochaines années* — Exposé d'Alexandre Lamfalussy; commentaires de Wilfrid Baumgartner, Guido Carli et L.K. Jha (Washington)
- 1970 *Vers la création d'une banque centrale mondiale?* — Exposé de William McChesney Martin; commentaires de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez et Harry G. Johnson (Bâle); versions anglaise et espagnole épuisées
- 1971 *Mouvements internationaux de capitaux — Passé, présent et avenir* — Exposé de Sir Eric Roll, K.C.M.G., C.B.; commentaires de Henry H. Fowler et Wilfried Guth (Washington)
- 1972 *La crise monétaire de 1971 — Les enseignements que l'on peut en tirer* — Exposé de Henry C. Wallich; commentaires de C.J. Morse et I.G. Patel (Washington); version espagnole épuisée
- 1973 *L'inflation et le système monétaire international* — Exposé d'Otmar Emminger; commentaires d'Adolfo Diz et János Fekete (Bâle)
- 1974 *Vers un ordre monétaire international* — Exposés de Conrad J. Oort et Puey Ungphakorn; commentaires de Saburo Okita et William McChesney Martin (Tokyo)

- 1975 *Arrangements en vue dans le domaine des paiements internationaux, publics et privés* — Exposé d'Alfred Hayes; commentaires de Khodadad Farmanfarmanian, Carlos Massad et Claudio Segré (Washington); version espagnole épuisée
- 1976 *Pourquoi les banques sont impopulaires* — Exposé de Guido Carli; commentaire de Milton Gilbert (Bâle); versions française et espagnole épuisées
- 1977 *Le fonctionnement du système monétaire international* — Exposés de Wilfried Guth et Sir Arthur Lewis (Washington)
- 1978 *Le marché international des capitaux et le système monétaire international* — Exposés de Gabriel Hauge et Erik Hoffmeyer; commentaire de Lord Roll of Ipsden, K.C.M.G., C.B. (Washington)
- 1979 *L'angoisse des banques centrales* — Exposé d'Arthur F. Burns; commentaires de Milutin Ćirović et Jacques J. Polak (Belgrade)
- 1980 *Réflexions sur le système monétaire international* — Exposé de Guillaume Guindey; commentaire de Charles A. Coombs (Bâle)
- 1981 *Banques centrales : les enseignements de l'expérience* — Exposé de Jelle Zijlstra; commentaire d'Albert Adomakoh (Washington)
- 1982 *Politique monétaire — A la recherche d'un point d'ancrage* — Exposé de Gerald K. Bouey (Toronto)
- 1983 *Elaboration d'un nouveau système monétaire international : perspective à long terme* — Exposé de H. Johannes Witteveen (Washington)
- 1984 *Nationalisme économique et interdépendance internationale : les choix nationaux et leurs coûts pour l'économie mondiale* — Exposé de Peter G. Peterson (Washington)

Les brochures, publiées en anglais, en français et en espagnol, peuvent être obtenues gratuitement auprès de la Fondation. Les demandes doivent être adressées à : The Secretary, the Per Jacobsson Foundation, International Monetary Fund, Washington, D.C. 20431. Des photos ou des microfilms des éditions épuisées peuvent être achetés directement à University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan, 48106, U.S.A. Les personnes qui résident en dehors des Etats-Unis, du Canada et de l'Amérique du Sud devront s'adresser à University Microfilms Limited, 30/32 Mortimer Street, Londres, WIN 7RA, Angleterre.

La Fondation Per Jacobsson

Fondateurs

PRESIDENTS HONORAIRES : Eugene R. Black (*Etats-Unis*)
Marcus Wallenberg (*Suède*)

PRESIDENT FONDATEUR : W. Randolph Burgess (*Etats-Unis*)

| | |
|--|--|
| Hermann J. Abs (<i>République fédérale d'Allemagne</i>) | H.V.R. Iengar (<i>Inde</i>) |
| Roger Auboin (<i>France</i>) | Kaoru Inouye (<i>Japon</i>) |
| Wilfrid Baumgartner (<i>France</i>) | Albert E. Janssen (<i>Belgique</i>) |
| S. Clark Beise (<i>Etats-Unis</i>) | Raffaele Mattioli (<i>Italie</i>) |
| B. M. Birla (<i>Inde</i>) | J.J. McElligott (<i>Irlande</i>) |
| Rudolf Brinckmann (<i>République fédérale d'Allemagne</i>) | Johan Melander (<i>Norvège</i>) |
| Lord Cobbold, P.C. (<i>Royaume-Uni</i>) | Donato Menichella (<i>Italie</i>) |
| Miguel Cuaderno (<i>Philippines</i>) | Emmanuel Monick (<i>France</i>) |
| R. v. Fieandt (<i>Finlande</i>) | Jean Monnet (<i>France</i>) |
| Maurice Frère (<i>Belgique</i>) | Walter Muller (<i>Chili</i>) |
| E. C. Fussell (<i>Nouvelle-Zélande</i>) | Juan Pardo Heeren (<i>Pérou</i>) |
| Aly Gritly (<i>Egypte</i>) | Federico Pinedo (<i>Argentine</i>) |
| Eugenio Gudín (<i>Brésil</i>) | Abdul Qadir (<i>Pakistan</i>) |
| Gottfried Haberler (<i>Etats-Unis</i>) | Sven Raab (<i>Suède</i>) |
| Viscount Harcourt, K.C.M.G., O.B.E. (<i>Royaume-Uni</i>) | David Rockefeller (<i>Etats-Unis</i>) |
| Gabriel Hauge (<i>Etats-Unis</i>) | Lord Salter, P.C., G.B.E., K.C.B. (<i>Royaume-Uni</i>) |
| Carl Otto Henriques (<i>Danemark</i>) | Pierre-Paul Schweitzer (<i>France</i>) |
| M. W. Holtrop (<i>Pays-Bas</i>) | Samuel Schweizer (<i>Suisse</i>) |
| Shigeo Horie (<i>Japon</i>) | Allan Sproul (<i>Etats-Unis</i>) |
| Clarence E. Hunter (<i>Etats-Unis</i>) | Wilhelm Teufenstein (<i>Autriche</i>) |
| | Graham Towers (<i>Canada</i>) |
| | Joseph H. Willits (<i>Etats-Unis</i>) |

Conseil d'administration

William McChesney Martin — *Président*

| | |
|-----------------------|------------------------|
| J. de Larosière | Pierre-Paul Schweitzer |
| Adolfo C. Diz | Frank A. Southard, Jr. |
| Wilfried Guth | Gengo Suzuki |
| Sir Jeremy Morse | Peter Wallenberg |
| Guenther Schleiminger | H. Johannes Witteveen |

Bureau

| | |
|------------------------|-------------------------|
| Frank A. Southard, Jr. | — <i>Président</i> |
| Albert S. Gerstein | — <i>Vice-président</i> |
| Gordon Williams | — <i>Vice-président</i> |
| Joseph W. Lang, Jr. | — <i>Secrétaire</i> |
| G. Michael Fitzpatrick | — <i>Trésorier</i> |