

# CONTRÔLE FINANCIER DANS LA TRANSITION À L'ÉCONOMIE DE MARCHÉ

RONALD J. MC KINNON <sup>\*</sup>,

DÉPARTEMENT D'ÉCONOMIE, UNIVERSITÉ DE SINGAPORE, CALI

Que ce soit dans une économie capitaliste en pleine maturité, ou dans une économie socialiste à planification centrale, assurer un contrôle financier, et stabiliser le niveau des prix, est conceptuellement simple. Par contraste, la transition du socialisme au capitalisme pose de graves problèmes de gestion financière que l'on doit déjà résoudre, en principe, sinon en pratique. Une conséquence fâcheuse en est le continuel bouleversement financier des économies socialistes d'Asie et d'Europe de l'Ouest en pleine réforme. L'inflation, soit libre, soit contenue, accompagne, et donc amoindrit les tentatives de décentralisation des centres de décision. Afin d'éviter le chaos économique, et déprimer l'inflation, les gouvernements réformistes eux-mêmes peuvent être poussés à intervenir de nouveau, en confisquant les avoirs financiers des entreprises, en instituant de nouveau des contrôles des prix, ou en réquisitionnant la production grâce à des commandes d'État et à de semblables mécanismes.

Mais pour quelle raison la transition de l'économie planifiée à l'économie de marché serait-elle inflationniste ? Cet article explique d'abord pourquoi cette perte de contrôle macro-économique est presque endémique dans les économies socialistes en pleine libéralisation. Puis, dans sa seconde partie, il explique les mesures monétaires et fiscales appropriées afin de contenir l'inflation pendant la libéralisation — et celles-ci peuvent différer substantiellement de celles habituellement prises pour contrôler l'inflation dans les économies capitalistes matures.

Comprendre le système du contrôle financier dans les régimes préexistants du socialisme « classique » est la clef pour comprendre ce qui peut aller de

<sup>\*</sup> Article préparé pour la Conférence IPR-IRIS : « La transition vers une économie de marché, Aspects institutionnels », Prague, Tchécoslovaquie, 24-27 mars 1991.

travers dans la transition. Dans le socialisme classique, tous les moyens de production — industriels et agricoles — sont la propriété de l'Etat, et les objectifs de production sont définis par un système stalinien de planification centrale, tandis que les salaires et les prix sont également fixés de manière centralisée.

J'identifierai donc d'abord :

1) pourquoi ces mécanismes pour garantir le contrôle financier intérieur, et éviter l'inflation dans le socialisme classique, tendent à se détériorer quand la décentralisation commence, et que la planification centrale est affaiblie par des règlements directs en matières premières ; et

2) comment, dans une transition plus délibérée, les taxes intérieures et les accords monétaires peuvent être mieux gérés afin de conserver stable un niveau moyen des prix, tandis que les prix de marché des biens et services aux particuliers deviennent libres de fluctuer. Après que le contrôle financier intérieur soit suffisamment assuré, et en partant d'un régime socialiste classique d'inconvertibilité des changes et de commerce d'Etat, je suggère

3) comment, en allant vers un libre commerce extérieur, des politiques explicites, administrant les tarifs douaniers et la convertibilité des changes, pourraient davantage être un parallèle et un complément aux contraintes se développant sur les capitaux et le crédit dans le commerce intérieur.

10

Il y a en fait un ordre naturel, ou optimum, de la libéralisation économique. Si la libéralisation du socialisme classique doit réussir, les mouvements de démantèlement de l'appareil de planification centrale, de libéralisation du contrôle des prix, de privatisation de la propriété, etc., devront être soutenus par une série appropriée de mesures fiscales, monétaires, et de change extérieur. Dans ce court essai, on peut seulement exprimer les grandes lignes de cet ordre financier ; une analyse plus complète sera bientôt disponible <sup>1</sup>.

#### *La dégradation du contrôle financier pendant la transition*

Une fois la libéralisation commencée, le dispositif officiel de planification centrale est affaibli à mesure que les prises de décision, et les droits de propriété effectifs incombent davantage aux entreprises (propriété d'Etat) elles-mêmes, et peut-être à un secteur privé nouvellement affranchi ou à un secteur coopératif. Le contrôle des prix peut, ou ne peut pas, être supprimé pendant cette période transitoire. Toutefois, en abandonnant le contrôle de

<sup>1</sup> Voir Ronald Mc Kinnon, « The Order... », University Press, 1991 (à paraître).

la propriété d'Etat, le gouvernement fait cadeau en réalité de sa base d'imposition ! En raison de la nature implicite de l'ancien système d'imposition, aucun service officiel des revenus intérieurs n'existe, pour récupérer les revenus des entités qui ne sont plus contrôlées par le gouvernement. On ne peut plus utiliser aussi facilement les entreprises comme des vaches à lait fiscales (en liquide) ou comme véhicules d'une taxation indirecte des foyers.

La conséquence en Chine, en Union soviétique, et dans de nombreuses économies socialistes plus petites d'Asie et d'Europe de l'Est, est un net déclin des revenus du gouvernement, tandis que la libéralisation est en marche.

Bien que la période d'observation des effets fiscaux de la libéralisation soit courte, les données fiscales soviétiques (les moins sûres) racontent la même histoire. De 1985, date à laquelle Mikhaïl Gorbatchev est arrivé au pouvoir, jusqu'en 1989, le tableau montre que les revenus du gouvernement ont chuté de plus de six points en pourcentage du PNB. Environ la moitié de cette baisse peut être attribuée à une chute des règlements des entreprises d'Etat ; des facteurs particuliers, tels la diminution des ventes d'alcool à l'intérieur du pays et de celles de pétrole à l'extérieur, représentent le solde. L'expérience chinoise, plus longue, suggère que le déclin fiscal de l'Union soviétique peut ne pas être terminé. Tandis que la lutte entre le gouvernement central et les provinces (républiques) pour le contrôle des entreprises génératrices de revenus s'intensifie, les excédents des entreprises peuvent eux-mêmes continuer à s'éroder, pendant que les prix sont libérés, et que la concurrence s'accroît. Parce que le gouvernement soviétique a moins bien réagi que le gouvernement chinois, à la réduction des dépenses alors que les recettes déclinaient, en 1988-1989, le déficit fiscal soviétique « officiel » a déjà atteint 9 à 11 % du PNB.

Parce que partout les taux d'intérêt sont bloqués sous les niveaux de liquidation, les déficits fiscaux ne peuvent être financés par l'émission directe de titres d'Etat, en faveur des particuliers. Les gouvernements socialistes en pleine libéralisation couvrent donc habituellement l'insuffisance de leurs recettes en empruntant auprès du système bancaire (d'Etat). Les réserves libres en liquide possédées par les ménages, et les suspens des dépôts bloqués des entreprises, ont augmenté proportionnellement. Si les augmentations des prix sont importantes, les gouvernements réformistes eux-mêmes sont peu disposés à supprimer le contrôle des prix sur une large gamme de biens et de services. Le développement normal du marché est sévèrement entravé.

Les déficits gouvernementaux ne sont pas les seuls coupables dans le processus inflationniste, pas plus que l'inflation *per se* n'est l'unique raison pour laquelle les marchés ne réussissent pas à fonctionner lorsque les dispositifs de la planification centrale sont démantelés. Le système passif des

capitaux et du crédit rendent les contraintes budgétaires trop douces pour les entreprises. *Primo*, les entreprises ayant des pertes continuent d'emprunter auprès des banques d'Etat, et ce flux pervers de crédits bancaires contribue à la perte de contrôle sur l'offre de capitaux. *Secundo*, une fois que les contrôles de planification ont été supprimés, les entreprises bénéficiaires seront impatientes d'utiliser leurs encours liquides existants, bloqués jusqu'alors de peur qu'on les saisisse, et pourraient bien « surenchérir » pour de rares biens de production, ou le commerce extérieur. Sans surprise, cette augmentation de l'offre de monnaie ajoutée à une baisse de la demande — toutes deux provenant de la libéralisation elle-même — exacerbe la pression inflationniste.

La productivité du capital physique — les immobilisations, comme le fond de roulement dans les inventaires des consommations et des marchandises en cours — pourrait baisser. En raison de l'absence d'avoirs monétaires attractifs — liquide, ou dépôts à terme rapportant un taux réel positif — les entreprises nouvellement libérées surenchériront en faveur de consommations de matériaux stockables, du commerce extérieur, de biens d'équipement, et ainsi de suite. En fait, les entreprises décentralisées comporteront des stocks excédentaires de toutes sortes de marchandises comme substituts de stock de valeurs monétaires. La productivité faible du capital physique dans les économies socialistes pourrait s'aggraver durant la libéralisation — s'ajoutant donc à la pression inflationniste (*Mc Kinnon, 1991*).

Le système fiscal non codifié, basé sur la saisie *ex post* des excédents de l'entreprise, diminue les motivations des managers. *Primo*, avec le système de crédit passif, le syndrome de la « contrainte budgétaire douce » (*Kornai, 1986*) est aggravé : les pertes naissantes des entreprises sont compensées par des pauses fiscales, et l'on enlève leurs excédents aux entreprises qui réussissent. *Secundo*, le besoin désespéré de recettes des gouvernements tant central que local conduit à de nouvelles interventions continues et imprévisibles afin de contrôler les entreprises, et en tirer les excédents ; et ces réinterventions sont rendues plus aisées lorsque les dépôts des entreprises à la banque d'Etat sont facilement (re)gelés ou saisis.

De telles réinterventions empêchent virtuellement un gouvernement socialiste comme celui d'Union soviétique de s'engager dans des accords fiscaux ou monétaires durables avec les entreprises, ou pour ces entreprises d'établir entre elles des contrats à long terme. Quels qu'aient été les accords fiscaux, de propriété ou de crédit, promulgués auparavant, ils sont continuellement bafoués. Cette instabilité chronique des « règles du jeu » pourrait bien être la caractéristique de tout régime socialiste où le pouvoir économique et politique est monopolisé par un seul parti (*Litwack, 1991*). Elle est toutefois aggravée si un gouvernement est fiscalement dans la gêne, et est obligé d'accaparer les excédents économiques, chaque fois qu'ils

deviennent visibles. Sachant à l'avance qu'une réintervention du gouvernement est probable, les entreprises « libérées » réduiront par la suite leur demande de capitaux (avoirs financiers) en faveur d'un excédent de stocks de matières premières (ou même de capitaux à terme) que l'on peut dissimuler plus facilement au percepteur.

*Création d'un service de recettes intérieures :  
de la taxation des bénéfices,  
vers la TVA et l'impôt sur le revenu individuel*

Etant donné que le gouvernement se dépouille de la propriété en libérant les marchés de gros et de détail, des contrôles des prix et de la production, comment peut-on maintenir un meilleur contrôle financier ? Quelles mesures intérieures, fiscales et monétaires, seraient suffisantes pour empêcher les entreprises et les ménages de surenchérir pour s'approprier les rares ressources de l'économie ?

D'un point de vue fiscal, concentrons-nous simplement sur le gouvernement central lui-même — bien que les relations fiscales entre les gouvernements central, provincial et local, puissent être enchevêtrées (*Wong, 1990*). Au commencement de la libéralisation, un Service des Recettes Intérieures (SRI), une bureaucratie gouvernementale majeure pour la perception des impôts des ménages et des entreprises libérées, devrait être créé. Agissant sous des lois fiscales stables et prudemment élaborées, le SRI peut percevoir directement l'impôt auprès des ménages et des entreprises libérées. Puis, lorsque la taille relative des excédents globaux des entreprises d'Etat traditionnelles (non réformées), en croissance faible ou négative, décline, il n'est pas obligatoire que la position fiscale du gouvernement se détériore.

A part la perception de l'impôt, la manière dont le nouvel SRI fonctionne vis-à-vis des entreprises libérées — c'est-à-dire distinctes des entreprises traditionnelles non réformées sans contrôle ministériel et gouvernemental — doit être prudemment expliquée. On doit mettre un terme à la débilitante habitude de confisquer les excédents de trésorerie des entreprises bénéficiaires, tout en subventionnant les faiseurs de pertes. La récente histoire des gouvernements socialistes réformateurs en Union soviétique, en Chine, en Yougoslavie, et des économies moins importantes d'Europe de l'Est et d'Asie, est pourtant celle d'une continuelle réintervention, afin de s'emparer des bénéfices élevés, et subventionner les pertes. Ce hasard moral dans la politique menée, est à présent si prononcé, que des modifications institutionnelles majeures dans les deux systèmes, fiscal et monétaire, sont nécessaires, si l'on veut mettre une fin crédible à la réintervention

gouvernementale. Du point de vue fiscal, je suggère que les gouvernements socialistes réformateurs suppriment l'imposition sur les bénéfices, comme principal moyen de tirer des revenus des entreprises du secteur libéré.

Une fois libérés les prix à la production, et les décisions de production prises librement, mais pas avant, on peut effectivement soumettre les entreprises libérées à une Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) « grandeur nature ». Par exemple, taxer toutes les entreprises libérées à un taux de TVA fixe de 20 %, qu'elles soient bénéficiaires ou non, est simple ; et, que ces entreprises soient coopératives, privées, ou appartenant aux gouvernements central ou local, leur assujettissement à l'impôt serait sans ambiguïté. A condition que le SRI ait également mis en place un véritable impôt sur les revenus industriels, ou bien un impôt moins global complété par des taxes à la consommation, imposer les bénéfices des entreprises libérées ne s'avèrerait pas nécessaire pour garantir des recettes suffisantes<sup>2</sup>.

Contrairement aux ministères industriels ultra-conservateurs, parrainant des industries spécifiques, le nouveau SRI aura affaire aux ménages et aux entreprises libérées dans toute l'économie. La TVA est prélevée à un taux fixe sur les ventes brutes des entreprises, diminuées de la taxe comprise dans l'achat des fournitures. Si l'imposition des bénéfices est officiellement abandonnée, aucune mesure séparée de comptabilisation des bénéfices des entreprises n'est nécessaire pour percevoir la TVA. Le SRI serait donc relativement à l'abri d'une pression pour s'emparer des bénéfices des entreprises puisqu'ils seraient « démesurés » (fonctionnant avec un taux d'imposition personnelle modérée, le SRI pourrait toujours vouloir se saisir des dividendes versés aux particuliers). De plus, comme l'incidence de la TVA est finalement reportée à l'origine pour les acheteurs finaux, la pression pour exempter les entreprises (libérées) en déficit du paiement de la taxe serait minime.

*Contraintes financières de l'entreprise durant la transition :  
une classification tripartite*

Même avec un SRI en place qui débute, il est probable que la position fiscale du gouvernement socialiste réformateur soit trop précaire, et sa capacité à percevoir l'impôt sur le revenu du secteur privé trop faible, pour offrir une distribution massive des droits sur les avoirs financiers. Uniquement pour des raisons fiscales, une tentative précoce de privatisation de type « big-bang », distribuant des actions cotées des grandes entreprises d'Etat ou des industries des ressources naturelles aux ménages sur une très large base,

<sup>2</sup> Le pour et le contre des différentes formes d'imposition pour le socialisme classique par rapport à une économie plus libéralisée sont passés en revue dans Mc Kinnon, 1991.

pourrait être sérieusement déplacée<sup>3</sup>. En dehors des besoins de rentrées des gouvernements, Hinds, 1990, a souligné l'importance de la façon dont l'Etat tire le maximum de rendement des biens qu'il possède — en limitant les revendications salariales, et par d'autres moyens — afin d'accroître l'efficacité industrielle.

Démembrer d'importantes installations dans le contexte d'un « big-bang » est de toutes façons une proposition incertaine (Murrell, 1990) — bien que l'on puisse agir encore plus rapidement pour libéraliser les PME et l'agriculture. Le capitalisme s'est en effet mieux développé à partir de débuts modestes dans des entreprises de petite taille, qui fournissent un mécanisme de tri des entrepreneurs qui réussissent (Kornai, 1990). De nombreuses années devront s'écouler avant qu'une classe d'entrepreneurs du cru — avec une compétence de manager confirmée — n'accumule des capitaux suffisants pour acquérir, à grande échelle, les avoirs industriels détenus par l'Etat.

Avant que la transition vers une économie de marché à part entière ne soit donc réalisée, tant les entreprises traditionnelles aux faibles contraintes budgétaires, que les entreprises libérées à fortes contraintes, coexisteraient probablement pendant quelques années — mais sous des régimes monétaires et fiscaux quelque peu différents, afin de mieux conserver un contrôle financier. Dans le tableau, j'ai essayé de résumer quels accords financiers seraient compatibles avec le degré de libéralisation, c'est-à-dire le mode de fonctionnement de chaque catégorie d'entreprise. On distingue trois classifications relativement grossières :

1) Les entreprises traditionnelles, propriété de l'Etat, soumises au contrôle des prix sur leurs productions, et bénéficiant peut-être d'attributions matérielles de l'Etat pour certaines consommations, y compris les crédits du système bancaire d'Etat. On pourrait y inclure également les biens publics par nature, tels les services publics, les industries productrices d'énergie à forte intensité, et les activités d'infrastructure, comme les équipements routiers et d'irrigation. De plus, les invalides industriels — ceux qui tournent avec des *cash-flows* négatifs, même quand les prix sont complètement libérés, mais que le gouvernement ne pourrait immédiatement fermer, pour des raisons sociales — seraient également répertoriés comme « traditionnels ».

Cette distinction entre les entreprises libérées à fortes contraintes budgétaires, et les entreprises traditionnelles, ne demande pas d'exclure, à la

<sup>3</sup> Cela n'écarte pas toutefois une restructuration massive d'un bloc des entreprises d'Etat, afin de mieux définir les réclamations implicites des dépositaires en présence — travailleurs, banques, fonds de pension, et le Trésor public — en distribuant les titres explicites qui valident ces réclamations. Cette position a été vigoureusement discutée par Jeffrey Sachs, en tant qu'orateur chargé du discours programme au President's Luncheon, American Economic Association Annual Meetings, Washington D.C., 28 décembre 1990.

fin, une substantielle rationalisation des prix relatifs. Dans le secteur de l'énergie par exemple, que l'on pourrait s'attendre à voir rester sous propriété et contrôle d'Etat, presque comme un service public, une nette augmentation du prix actuel de l'énergie, afin de se rapprocher des niveaux mondiaux, serait portée au débit des entreprises libérées au début du processus de transition. Elles continueront sinon à gaspiller l'énergie. Des prix de l'énergie plus élevés permettraient au gouvernement de mieux percevoir (imposer) les loyers économiques (excédents) liés à l'exploitation de cette précieuse ressource naturelle.

Le tableau fait aussi la distinction entre :

2) Les entreprises libérées propriété d'Etat, où les décisions de consommation et de production — sur les prix et sur les quantités — sont prises librement par la direction de l'entreprise, à la recherche de bénéfices plus élevés, après règlement de la TVA. Les entreprises manufacturières propriété d'Etat pourraient correspondre à cette catégorie « libérée », tant que le gouvernement exercera fortement ses droits de propriétaire sur les retours sur capital — bénéfices nets — comme nous l'avons énoncé ci-dessus ; et

3) Les entreprises privées libérées sans restrictions gouvernementales directes sur la fixation de leur production, des prix et des salaires, en vue de meilleurs profits. En même temps que leurs homologues libérés propriété d'Etat, ces entreprises privées ou coopératives seraient soumises à la TVA ; le SRI s'assurerait de leur coopération en remettant l'impôt sur le revenu personnel sur tout salaire, intérêt, dividendes ou gains en capital versés aux particuliers.

Pour chacune des trois catégories d'entreprises, les colonnes du tableau énumèrent les accords fiscaux, monétaires, salariaux, ainsi que sur les crédits et les bénéfices. En suivant par exemple la colonne n° 1, les entreprises traditionnelles continuent d'être imposées par la confiscation de leurs excédents ; leurs dépôts à la banque d'Etat sont toujours bloqués, et on pourrait les considérer tout simplement comme une extension des comptes du Trésor public. Etant donc frappées d'incapacité en termes de ressources financières propres, les entreprises traditionnelles seraient toujours éligibles auprès de la banque d'Etat pour des prêts à des taux d'intérêt réels positifs, afin de financer de nouveaux investissements, ou pour couvrir les pertes en cours. Comme à l'époque du socialisme classique, leur liberté d'action financière reste généralement extrêmement limitée.

Les colonnes 2 et 3 montrent par contraste que les entreprises libérées — qu'elles soient privées ou propriété d'Etat — sont soumises à une TVA uniforme, mais pas à un impôt sur les bénéfices. Mais quel système monétaire et du crédit, compatible avec ces différents régimes fiscaux, est opportun dans les secteurs nouvellement libéralisés ?

Tableau

CHOIX D'ACCORDS FINANCIERS POUR LES ENTREPRISES EN TRANSITION

	Entreprises traditionnelles (1)	Propriété d'Etat (2)	Entreprises libérées privées
Imposition	Confiscation des excédents	TVA uniforme	TVA uniforme
Dépôts monétaires : Convertibilité (3) des financements internes	Limitée	Intérêts libres	Intérêts libres
Eligibilité des crédits	Banque d'Etat	Marché des capitaux non bancaires	Marché des capitaux non bancaires
Salaires	Fixés par le gouvernement	Fixés par le gouvernement	Fixés par le marché
Bénéfices nets	Reviennent au gouvernement	Dividendes ou bénéfices non distribués, réinvestis	Dividendes aux actionnaires (4) - bénéfices non distribués, réinvestis ou prêtés à d'autres entreprises privées
Change	Limité	Uniquement comptes courants	Uniquement comptes courants

17

(1) Les entreprises traditionnelles sont celles dont la fixation de la production et des prix est encore décidée par une autorité du gouvernement central, ou un bureau de planification, et qui bénéficient d'allocations et de crédits distribués de façon centralisée par la banque d'Etat, pour couvrir les (éventuels) *cash flows* négatifs.

(2) « Propriété d'Etat » peut se référer à n'importe quel niveau de gouvernement. La TVA et les restrictions de crédits bancaires s'appliqueraient néanmoins aussi aux entreprises libérées détenues ou contrôlées par différentes juridictions.

(3) « Convertibilité des financements » signifie ici la liberté d'acheter des biens et services intérieurs, ou d'acheter et de détenir de la monnaie domestique — mais cela n'implique pas la convertibilité en monnaie étrangère.

(4) Les dividendes seraient soumis à l'impôt sur le revenu personnel lorsqu'ils seraient versés à des détenteurs privés, mais les bénéfices non distribués ne seraient pas imposés.

*Affermissement du système monétaire  
et du système du crédit :  
banques et entreprises libérées*

La réponse dépend en partie des conditions initiales auxquelles est confrontée l'économie en transition. Supposons qu'elle fait pratiquement face à un « scénario du pire » sous deux aspects importants. *Primo*, un déficit fiscal oblige le mouvement (et les entreprises traditionnelles) à continuer à emprunter fortement auprès du système bancaire, malgré les plus grands efforts du SRI nouvellement créé. *Secundo*, le système bancaire d'Etat lui-même, ayant un énorme portefeuille de prêts douteux, dû aux crédits passés accordés aux entreprises déficitaires, sur ordre du gouvernement, doit aussi être restructuré, afin d'éviter un semblable hasard moral pour leurs

prêts futurs<sup>4</sup>. (La triste histoire des prêts bancaires dans les régimes partiellement libéralisés — tels la Yougoslavie, la Pologne, la Hongrie et la Chine des années quatre-vingts — montre le sérieux hasard moral d'un dépassement des prêts accordés aux entreprises, que les gouvernements, local ou central, souhaitent soutenir ou favoriser.) Dans un sens macro-économique, la première hypothèse affirme fortement qu'il y a toute la place pour des prêts non inflationnistes au secteur libéré. La seconde hypothèse indique que l'on ne peut faire confiance aux intermédiaires monétaires, dont les dépôts doivent être garantis pour protéger le système des paiements, pour prêter sans risque commercial.

Etant donné ces conditions initiales contraignantes, mais désagréablement réalistes, comment les accords bancaires intérieurs pourront-ils le mieux évoluer par rapport au secteur libéré ? Imaginons deux stades successifs de la transition.

*Premier stade* : les entreprises libérées sont limitées à l'autofinancement et aux emprunts sur le marché des capitaux non bancaires. Puis, après un intervalle de quelques années, lorsque le niveau des prix (libérés) aura été stabilisé, et que les sommes que le gouvernement doit emprunter au système bancaire, auront été fortement diminuées, le système financier pourra s'engager dans le

*Deuxième stade* : les banques commerciales commencent à accorder des prêts à court terme limités et nantis à 1000 %, aux entreprises libérées, selon la « doctrine du coût réel ».

Considérons d'abord le raisonnement économique du premier stade. Au départ, toutes les entreprises libérées, urbaines et rurales, — qu'elles soient propriété d'Etat, coopératives ou privées — deviennent inéligibles aux crédits bancaires, c'est-à-dire des intermédiaires monétaires recevant des dépôts (les emprunts sur le marché des capitaux non bancaires, qui sont probablement assez faibles au début de la libéralisation, pourraient se dérouler librement). Au lieu de cela, pour financer l'investissement, les entreprises libérées pourraient dépendre principalement de leurs bénéfices non distribués (exemptés d'impôt), qu'elles peuvent à présent cumuler en monnaie et en dépôts à vue, ou en dépôts à terme productifs d'intérêts, qui sont maintenant complètement convertibles en dépenses intérieurs. Les établissements bancaires seraient restructurés, de manière à ce que le gouvernement ne puisse plus contrôler à sa convenance, s'approprier, ou geler les situations financières des entreprises libérées<sup>5</sup>. Lorsqu'on aura mis

4 Le besoin d'une recapitalisation complète des divisions et succursales du système bancaire d'Etat actuel, avant que puisse commencer une activité de prêteur normale en termes commerciaux, a été souligné par Brainard, 1990. Pendant ce temps, les dépôts des entreprises aux Banques centrales, comme les prêts accordés par celles-ci, devront être réduits.

5 Une des approches serait d'unifier les circuits monétaires des foyers et des entreprises libérées, tout en conservant soigneusement à part les comptes, étroitement contrôlés, du gouvernement et des entreprises traditionnelles. Ce problème technique ne peut toutefois être convenablement traité dans les limites de cet essai.

fin à leur ancien privilège d'emprunteur auprès de la banque d'Etat, ces entreprises propriété d'Etat, que l'on a dites « libérées », auraient, en compensation, la possibilité de cumuler des capitaux domestiques convertibles intérieurement, et d'autres avoirs financiers.

Dans le premier stade, l'efficacité du mécanisme des managements, la partie dépôt du bilan de la banque d'Etat, devient dangereusement importante pour toutes les entreprises libérées — qu'elles soient privées ou propriété d'Etat. Afin de faciliter une libre convertibilité des dépôts des entreprises en marchandises, ou en espèces de monnaies intérieures, une compensation des chèques et des transferts monétaires rapides, sont essentiels. Pour accroître ensuite la demande d'avoirs monétaires, le gouvernement pourrait fixer les taux des dépôts à terme de trois à six points environ de pourcentage supérieurs au taux de l'inflation<sup>6</sup>, tout en s'abstenant, de façon crédible, d'utiliser l'ancienne pratique de la confiscation des dépôts des entreprises bénéficiaires. Puis les taux réels perçus sur l'argent au sens large, disons M3, pourraient considérablement augmenter. Tandis que les foyers et les entreprises libérées développeraient leurs positions en liquidités, de discrètes dépenses d'investissement dans le capital productif aux bénéfices réels élevés pourraient s'accroître. De même, les excédents de stocks, et autres formes de capital à faible rendement pourraient être volontairement déstockés, et remplacés par des avoirs monétaires plus attractifs — aidant par là même à la déflation de l'économie.

19

Cette dépendance de l'autofinancement est la technique la plus simple pour imposer des contraintes financières aux entreprises libérées, tout en augmentant simultanément la productivité du capital physique. La faillite pourrait être virtuellement automatique, si leurs *cash flows* internes devenaient négatifs pendant toute durée significative. Les salaires versés aux travailleurs, comme les bénéfices (implicites) à tous les détenteurs des titres de l'entreprise, pourraient varier directement en fonction des succès de cette dernière sur le marché libre, avec les marchandises et les services qu'elle achète ou qu'elle vend. Outre le fait d'éviter le hasard moral de l'emprunt aux banques propriété du gouvernement, ou aux banques inscrites, l'autofinancement a le grand avantage de contourner le difficile problème de la manière de constituer une structure plus élaborée pour les sociétés — avec différentes formes des responsabilités financières pour les prêteurs étrangers.

Cependant, l'autofinancement ne fonctionne pour les entreprises libérées que si les marges bénéficiaires sont flexibles : les prix à la production ont été

<sup>6</sup> Ce que le gouvernement peut se permettre de verser sur les dépôts, est limité par sa propre situation fiscale, et sa réussite à accroître les revenus des avoirs gouvernementaux qui dominent le côté emprunt du bilan de la banque d'Etat. Les pays en voie de développement qui ont stabilisé avec succès leurs niveaux des prix, et connu une rapide croissance financière réelle ont, de façon caractéristique, fixé des taux réels dans cette échelle de 3 à 6%. Mc Kinnon, 1991.

complètement libérés, et les entreprises peuvent négocier librement leurs prix et salaires. Tant qu'aucune entreprise libérée ne peut emprunter à la banque d'Etat, ni aux entreprises traditionnelles qui ont, elles, accès à un crédit bon marché auprès de la banque d'Etat, toutes les entreprises libérées seront donc dans la même situation concurrentielle : les investissements en capital fixe et circulant devront être financés par leur *cash flow* interne. En situation d'équilibre concurrentiel, toutefois, les marges bénéficiaires devraient être suffisamment importantes pour permettre aux entreprises libérées de financer leurs investissements en cours<sup>7</sup>. Toutefois, l'accumulation par les entreprises de liquidités en quantité suffisante, dépend de l'absence d'impôt significatif sur les bénéfices courants, et de présence d'avoires monétaires au sens large rapportant un taux positif réel, c'est-à-dire un taux qui ne soit pas considérablement taxé par l'inflation.

Puisque les marchés de capitaux non bancaires privés se développent — à savoir les coopératives de crédit agricole ou les marchés urbains des effets commerciaux à court terme — les dures restrictions de crédit aux entreprises libérées pourraient être naturellement assouplies. Ces emprunteurs privés pourraient pourtant être également confrontés à la faillite, s'ils ont fait de mauvais emprunts, ou ont prélevé des intérêts inférieurs aux taux du marché. Par rapport aux emprunts auprès des banques détenues par l'Etat, ou garantis par l'Etat, le hasard moral de l'emprunt pourrait être terriblement diminué. A travers le système judiciaire, le gouvernement resterait toutefois l'ultime exécutant de tous les contrats de créance ; et en garantissant le niveau des prix, cela donnerait au secteur libéré une unité stable pour les paiements échelonnés.

Supposons qu'un tel contrôle monétaire a été mis en place, et que les déficits fiscaux ont été réduits, au point que le gouvernement et les entreprises traditionnelles n'absorbent plus complètement les ressources d'emprunt du système bancaire d'Etat. En outre, l'application des contrats de créance dans le secteur libéré a été garantie, et les marchés libres de certains titres de créances — comme les effets commerciaux — ont commencé à se développer sur les marchés de capitaux non bancaires. Alors, et seulement alors, le second stade est réalisable : commencer des prêts bancaires nantis à 100 % au secteur libéré, sur la base de termes strictement commerciaux. L'existence préalable d'un marché de titres commerciaux pourrait offrir un véhicule naturel pour fournir ces nantissements. Des agents de change officiellement établis pourraient être les candidats les plus

7 La libéralisation réussie de l'agriculture chinoise, de 1979 jusqu'à 1985 environ, repose presque exclusivement sur l'augmentation par les ménages ruraux chinois de leurs propres positions liquides, afin de financer les investissements agricoles. Ceci, et d'autres exemples, sont exposés en détail par Mc Kinnon, 1991.

techniquement qualifiés, avec un capital suffisant pour se voir accorder des licences de banques commerciales privées. Ils pourraient proposer des comptes de chèques et des comptes à intérêts à l'ensemble de la population — une partie du système général de compensation fonctionnant toujours grâce à la banque d'Etat — à condition que ces banques autorisées aient investi dans un portefeuille diversifié d'effets commerciaux sur des marchés secondaires bien définis, et à des échéances plus ou moins semblables à celles de leurs dépôts.

On pourrait sinon désigner comme « commerciales » des divisions, convenablement recapitalisées, de la banque d'Etat ; elles seraient autorisées à commencer à accorder des agréments pour des crédits « bénéficiaires » au secteur libéré, en lançant des dépôts à terme au rendement plus élevé, afin de mobiliser l'épargne additionnelle. Mais l'on devrait mettre en place des réglementations serrées sur les nantissements pour la garantie des prêts — stock de connaissances ou comptes fournisseurs — afin d'éviter le hasard moral causé par le non-remboursement de prêts, dû à un développement tout azimut. Toutefois, dans le déroulement optimum de la libéralisation, le développement d'un secteur bancaire commercial normal peut bien devoir être différé pour quelques années après le début de la libéralisation, et attendre jusqu'à ce qu'un contrôle global monétaire et fiscal soit garanti. En voyant plus négativement les choses, des efforts prématurés faits pour disloquer la monolithique banque d'Etat (liée au socialisme classique) en une Banque centrale, et en banques commerciales aux réglementations plus souples (liées aux économies capitalistes en pleine maturité), pourraient conduire à une désastreuse perte de contrôle monétaire global, et à une aggravation du hasard moral dans les prêts bancaires des économies traditionnelles<sup>8</sup>.

21

#### *Notes finales sur le marché des changes*

Dans cet essai, je me suis concentré sur la politique financière intérieure : comment reconstruire les finances publiques et le système monétaire et du crédit, dans une transition effectuée pas à pas, du socialisme classique, vers une économie de marché. Mais la politique des changes, et la politique commerciale sont aussi très importantes.

<sup>8</sup> Comme ce fut le cas en Pologne en 1988-1989 avec la partition de la banque d'Etat, aggravant la pression inflationniste sous-jacente, et comme dans le passé (et actuellement encore) en Union soviétique en 1990-1991, avec la formation de centaines de banques « commerciales » commercialement douteuses, contrôlées par les entreprises de l'ancien Etat, Mc Kinnon, 1991. Je suis redevable au professeur Arnold Harberger pour la mise en évidence de cette caractéristique peu judicieuse de la réforme financière en Pologne antérieure à la stabilisation plus réussie, du niveau des prix en 1990.

Dans le cadre de la libéralisation, des accords financiers régissant le marché des changes pourraient être parallèles, et compléter ces accords fiscaux et monétaires intérieurs. Par exemple, les entreprises traditionnelles dont les dépôts restent bloqués pour les transactions intérieures, pourraient tout juste être autorisés à employer la convertibilité de cet argent dans le change extérieur (*tableau*). Les capitaux des entreprises libérées pourraient par contraste être librement convertibles pour des transactions de comptes courants, pour l'import et l'export, à condition que la politique extérieure commerciale (tarifs douaniers) du pays ait été en même temps bien définie sous un taux de change unifié<sup>9</sup>.

Toutefois, les sévères restrictions de crédit intérieur imposées aux entreprises libérées, en matière de politique, pourraient être amoindries, si ces entreprises pouvaient emprunter (ou faire des dépôts) librement à l'étranger. Jusqu'à ce que le marché intérieur des capitaux soit arrivé à maturité, avec des emprunts et des crédits à un taux d'équilibre, une libre convertibilité des changes des comptes de capital restera inopportune.

<sup>9</sup> Au commencement de la transition, des quotas implicites protégeant l'industrie intérieure pourraient au mieux être convertis en des tarifs douaniers explicites durant quelques années, avant d'être complètement supprimés. Pour comprendre toutefois l'introduction progressive de la libéralisation dans le commerce extérieur, le lecteur pourra se reporter à un développement plus complet dans Mc Kinnon, 1991.