



FONDATION PER JACOBSSON
CONFERENCE DE 1979

L'angoisse des banques centrales

Arthur F. Burns

Milutin Ćirović

Jacques J. Polak

Belgrade (Yougoslavie)
Le 30 septembre 1979

FONDATION PER JACOBSSON
CONFERENCE DE 1979

L'angoisse des banques centrales

Arthur F. Burns

Milutin Ćirović

Jacques J. Polak

Belgrade (Yougoslavie)

AVANT-PROPOS

La conférence 1979 de la Fondation Per Jacobsson s'est tenue au Centre de conférences Sava de Belgrade (Yougoslavie) le 30 septembre 1979, sur l'invitation de MM. Petar Kostić et Ksente Bogoev. La conférence, intitulée "L'angoisse des banques centrales", a été présentée par M. Arthur F. Burns et commentée par MM. Milutin Ćirović et Jacques J. Polak. La présente brochure donne le compte rendu intégral de la réunion, la seizième d'une série de conférences annuelles dont la première s'est tenue dans la grande salle de l'université de Bâle en 1964. Ces conférences ont lieu sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson qui vise à promouvoir l'examen approfondi des problèmes d'actualité dans le domaine des affaires monétaires, où Per Jacobsson a joué un rôle particulièrement important.

Les conférences Per Jacobsson sont publiées en anglais, français et espagnol et distribuées gratuitement par la Fondation. Certaines institutions se chargent de temps à autre de traduire ces conférences dans d'autres langues. Les demandes de renseignements peuvent être adressées au Secrétaire de la Fondation.

TABLE DES MATIERES

	<i>Page</i>
OUVERTURE DE LA CONFERENCE	
William McChesney Martin	1
Ksente Bogoev	1
William McChesney Martin	3
Arthur F. Burns	5
L'ANGOISSE DES BANQUES CENTRALES	
Arthur F. Burns	6
COMMENTAIRES	
Le système monétaire international : problèmes et perspectives	
Milutin Ćirović	30
L'évolution du système monétaire international	
Jacques J. Polak	41
CONCLUSIONS	
William McChesney Martin	49
Petar Kostić	49
BIOGRAPHIES	50
FONDATEURS, CONSEIL D'ADMINISTRATION, BUREAU DE LA FONDATION	52
LES CONFERENCES PER JACOBSSON	53

Ouverture de la conférence

William McChesney Martin

C'EST A MOI QUE REVIENT L'HONNEUR d'ouvrir la seizième conférence annuelle de la Fondation Per Jacobsson. J'aimerais pour commencer demander à Monsieur Bogoev, Gouverneur de la Banque nationale de Yougoslavie, de nous adresser quelques mots. M. Bogoev.

Ksente Bogoev

MESSIEURS LES GOUVERNEURS, MESDAMES ET MESSIEURS : C'est un grand honneur pour moi d'accueillir à Belgrade, à l'occasion de la Conférence Per Jacobsson, les éminents orateurs qui vont prendre aujourd'hui la parole et vous tous ici présents qui êtes nos invités.

M. Burns a, sans aucun doute, choisi un sujet passionnant et d'une grande actualité — à savoir les responsabilités qui incombent aux banques centrales dans la lutte contre l'inflation et les rapports qui existent entre l'inflation et le fonctionnement du système monétaire international. C'est, à mon avis, un sujet tout à fait captivant, essentiellement du fait de sa complexité grandissante dans la situation économique actuelle.

Les tendances inflationnistes et le système monétaire international présentent aujourd'hui des caractéristiques nouvelles et, de ce fait, leur interdépendance traditionnelle a pris elle aussi une nouvelle dimension. De plus, l'inflation, qui était auparavant un phénomène essentiellement intérieur, s'est internationalisée, à la fois dans ses causes et dans ses conséquences. En même temps, le système monétaire international s'est vu assigner la tâche de résoudre un grand nombre de problèmes qui, dans le passé, étaient strictement du domaine national. Nous devons donc maintenant faire face à la conjonction fâcheuse de ces divers phénomènes, qui n'offre que très peu de prise aux efforts visant à réduire l'inflation. A quoi l'internationalisation croissante de l'inflation est-elle due?

L'une des causes est l'interdépendance grandissante des économies dans notre monde d'aujourd'hui, laquelle n'a pas eu que des conséquences favorables.

Cette nouvelle dimension internationale de l'inflation est extrêmement importante. Traditionnellement, nous avons recherché les racines du processus inflationniste surtout au niveau national. Une analyse en profondeur des mécanismes inflationnistes nous a révélé que, dans le contexte national, l'inflation trouve sa source dans un ensemble complexe d'éléments de la politique monétaire (ou d'autres politiques) liés à la gestion de la demande et à la résolution de conflits d'intérêts entre différents groupes sociaux qui aspirent tous à la plus large part possible dans la répartition des revenus. A toutes ces causes d'inflation, il faut ajouter les conflits d'intérêts afférents à la répartition des revenus entre les pays. Ainsi, la spirale inflationniste internationale est venue renforcer le mécanisme de la spirale inflationniste nationale.

L'internationalisation de l'inflation a pour conséquence particulièrement importante de rendre difficile l'application de politiques nationales anti-inflationnistes; cela est vrai notamment dans le cas des banques centrales. D'une part, on est obligé, pour freiner le processus inflationniste, de s'appuyer sur des mesures de politique nationale. Et, d'autre part, dans le contexte de l'inflation internationalisée, de telles mesures sont nettement moins efficaces que lorsque l'inflation ne sévit que dans un seul pays. Bien sûr, ce ne sont pas là les seules causes des tendances inflationnistes actuelles et de leur résistance aux mesures anti-inflationnistes mises en oeuvre par des institutions nationales ou internationales.

Je n'ai toutefois pas l'intention de discuter en détail des causes de l'inflation. L'objet de mes remarques est de souligner le caractère nouveau de l'inflation actuelle, ses liens étroits avec le système monétaire international, les facteurs qui doivent être pris en considération dans la politique monétaire et le rôle des banques centrales, ainsi que d'autres éléments d'une importance critique.

A cet égard, il ne faut en aucun cas conclure de mes paroles que je sous-estime le rôle de la politique monétaire et des autres politiques économiques dans la lutte contre l'inflation. Bien au contraire, ce rôle a pris une importance encore plus grande. Il est toutefois manifeste que les politiques monétaire et autres, en particulier la politique des banques centrales, doivent s'adapter aux conditions nouvelles qui sont devenues beaucoup plus complexes qu'au temps où l'inflation était un phénomène intérieur isolé.

Je pense qu'à cet égard il reste encore de nombreuses questions à résoudre. Cela vient du fait que nous ne parvenons toujours pas à maîtriser les pressions inflationnistes et que nous n'avons pas jusqu'à présent trouvé de moyens effectifs pour enrayer l'inflation. Donc, pour reprendre ce que j'ai dit tout à l'heure, j'estime que M. Burns a, sans aucun doute, choisi un sujet d'une grande actualité.

Etant donné les vastes connaissances théoriques et l'expérience des orateurs qui vont prendre la parole aujourd'hui, je suis convaincu que cette conférence nous donnera amplement matière à réflexion sur les nombreux problèmes qui se posent dans ce domaine. Mesdames, Messieurs, je vous remercie.

William McChesney Martin

MERCI, MONSIEUR LE GOUVERNEUR, de ces remarques pertinentes et de l'aimable accueil que le Gouvernement yougoslave nous a réservé. Au nom des membres du Bureau et des administrateurs de la Fondation et de tous ceux qui ont contribué à l'organisation de cette réunion, dont beaucoup sont ici présents, je tiens à remercier le Gouvernement yougoslave de l'aide matérielle qu'il nous a apportée pour la tenue de cette conférence.

Je tiens à saisir cette heureuse occasion pour vous dire quelques mots de la situation de la Fondation Per Jacobsson. L'état de nos finances est satisfaisant. En fait, nous avons reçu une contribution durant l'année. De plus, nous avons un bureau très efficace dont Per Jacobsson aurait, je pense, approuvé le travail.

Je précise que Frank Southard, notre Président, qui est parmi nous aujourd'hui, est à votre disposition pour tous renseignements que vous souhaiteriez lui demander. Nous voulons que la Fondation soit une oeuvre de coopération, et non le domaine réservé de quelques personnes. Beaucoup de nos administrateurs sont parmi nous aujourd'hui, notamment notre Président honoraire, Marcus Wallenberg. Eugene Black n'a malheureusement pas pu se joindre à nous, mais il m'a chargé de vous saluer. Nous avons la chance d'être assistés par un bureau très dévoué. La plupart d'entre vous connaissent déjà Gordon Williams, Al Gerstein et Joe Lang, notre secrétaire. Graham Perrett, notre trésorier, est lui aussi présent. Si vous désirez entrer en contact avec la Fondation, ils sont à votre entière disposition pour répondre à toutes vos questions. C'est pourquoi il est particulièrement agréable de travailler avec eux.

Nous avons choisi de traiter aujourd'hui, à juste titre, une vaste question, à savoir le système monétaire international et les pressions auxquelles il est soumis. Nous avons, en la personne d'Arthur Burns, un homme d'une grande expérience. C'est lui qui préparera le terrain pour notre discussion de cet après-midi. Deux orateurs aborderont ensuite la question sous un autre angle. Ils ont une optique et une expérience différentes de celles d'Arthur et leurs commentaires porteront non seulement sur l'exposé d'Arthur, mais aussi sur un thème plus large.

Avant de vous présenter Arthur Burns, je tiens à dire que nous avons le plaisir de compter parmi nous la fille de Per Jacobsson, Erin Jucker-Fleetwood. Elle a achevé cette année la biographie de son père qui a été publiée par Oxford University Press.

Il me faut aussi ajouter qu'avec les années, nos effectifs ont quelque peu diminué. Randy Burgess, notre fondateur, nous a quittés il y a un peu plus d'un an. Nous avons aussi perdu Bill Harcourt, Allan Sproul, Jean Monnet et plusieurs autres. Nos rangs sont donc en train de s'éclaircir. Mais notre ardeur et notre intérêt n'en ont pas pour autant diminué et nous poursuivrons notre oeuvre dans l'esprit dans lequel ils auraient souhaité nous la voir continuer.

Je vais maintenant céder la place à Arthur Burns. Je suis fier d'avoir eu Arthur Burns pour successeur au Système fédéral de réserve. Nous nous connaissons de longue date et, avec l'âge, les souvenirs se ravivent. L'autre jour, une anecdote m'est revenue à l'esprit. J'avais eu le privilège un après-midi de faire une longue promenade avec le Président Eisenhower. Il pleuvait et nous parlâmes de beaucoup de choses. Le nom d'Arthur Burns est venu dans le courant de la conversation et le Président Eisenhower m'a dit : "Voilà un économiste qui comprend ce dont il parle et est capable de l'expliquer." Il ne me vint certes pas à l'idée de le contredire en aucune façon.

Nous savons tous quelle a été la brillante carrière d'Arthur. Je n'ai pas besoin de rappeler ses diverses contributions en tant que professeur, président du Comité des conseillers économiques ni son influence, au niveau présidentiel, sur l'élaboration de la politique économique. Nous connaissons tous Arthur et je pense que nous avons beaucoup de chance de l'avoir parmi nous aujourd'hui. Le titre qu'il a choisi est excellent : "L'angoisse des banques centrales". Arthur.

Arthur F. Burns

MERCI BEAUCOUP, BILL, de m'avoir présenté en des termes aussi aimables et d'avoir rappelé cette anecdote à propos du Président Eisenhower. Sa mémoire m'est chère. Nous nous sommes rencontrés pour la première fois dans son bureau de la Maison Blanche au début de 1953. Il avait été président de mon université, mais nous n'avions pas eu l'occasion de nous y rencontrer. Les professeurs d'université ne font pas souvent la connaissance de leur président.

Avec l'âge, et c'est là l'un des avantages que présente le fait de vieillir, on finit par prendre un certain recul par rapport à la vie et à l'histoire. J'ai observé avec intérêt la réhabilitation du Président Eisenhower. Il a été très critiqué durant son mandat; on parlait beaucoup de récession et de toutes sortes de difficultés intérieures, et aussi du fait qu'il se consacrait davantage à la pratique du golf qu'aux affaires de l'Etat. Mais, avec le recul, les années cinquante m'apparaissent, à présent, comme à beaucoup d'autres, comme une décennie de grande prospérité, une décennie de stabilité des prix et aussi une époque de calme social.

Je remercie Bill d'avoir rappelé que c'est au Président Eisenhower que je dois mon premier poste auprès du Gouvernement. Je tiens aussi à remercier Monsieur le Gouverneur Bogoev de ses observations sur l'inflation et de ses aimables paroles à propos de l'allocution que je vais prononcer. C'est la deuxième fois que je séjourne à Belgrade, et j'ai plaisir à constater combien cette ville s'est agrandie et a prospéré. Monsieur le Gouverneur, avant de quitter la Yougoslavie, je souhaite approfondir le plus possible mes connaissances sur votre pays et son économie.

L'angoisse des banques centrales *

Arthur F. Burns

LORSQUE J'AI ETE INVITE il y a plusieurs mois à donner la conférence Per Jacobsson de cette année, j'ai accepté sans hésitation. Per Jacobsson était un spécialiste des questions financières dont les efforts en faveur de l'ordre économique international méritent d'être rappelés ici. Il me semble que la meilleure façon d'honorer sa mémoire est de soumettre à l'occasion de cette conférence quelques réflexions directes sur les banques centrales.

Plusieurs événements récents devraient avoir un effet favorable sur le système monétaire international, dont l'évolution au cours des dix dernières années a été marquée par maintes difficultés. Aux termes des nouveaux Statuts, le Fonds monétaire international peut exercer une ferme surveillance sur les politiques de change de ses pays membres et se trouve donc à même de faire admettre aux nations la primauté de règles juridiques dans le domaine des affaires monétaires internationales. Un autre événement prometteur a été la création du Système monétaire européen qui vise à maintenir des taux de change relativement stables au sein du Marché commun.

Troisième élément positif, les Etats-Unis ont reconnu que les déficits persistants de leurs transactions courantes internationales devraient être éliminés et que, d'ici là, une intervention décisive pour protéger la valeur extérieure du dollar pourrait bien être nécessaire. La théorie traditionnelle selon laquelle une monnaie qui se déprécie favorise le commerce extérieur du pays et son activité économique globale a perdu de son attrait pour le Gouvernement américain. Les responsables de la politique économique ont appris que quels que soient les avantages que cette théorie peut présenter dans certaines circonstances, il peut être dangereux de l'appliquer pour un pays dont la monnaie demeure la pièce maîtresse du système monétaire international. La politique "d'indifférence polie"

*Je tiens à remercier tout particulièrement mon collaborateur, M. Arthur Broida, de ses conseils et de l'assistance qu'il m'a apportés dans la préparation de cette conférence.

à l'égard de la valeur extérieure du dollar a été brusquement, et, j'espère, irrévocablement, abandonnée en novembre dernier.

Ces éléments constructifs, parmi d'autres, pouvaient laisser supposer au début de l'année que l'on se rapprochait de l'équilibre international et le calme est temporairement revenu sur les marchés des changes. Mais l'incertitude quant au système monétaire, et en particulier à l'avenir du dollar, est demeurée et s'est même intensifiée durant l'été. Les sources d'inquiétude n'ont pas manqué; citons, par exemple, les troubles politiques en Iran, les nouvelles augmentations colossales des prix du pétrole décidées par l'OPEP, le rétrécissement épisodique des différentiels des taux d'intérêt entre les marchés monétaires de New York et ceux d'autres pays, et les progrès limités dans la mise au point d'une politique énergétique effective aux Etats-Unis. Si tous ces éléments ont contribué à la nervosité sur les marchés des changes, le principal facteur de perturbation ces mois derniers a été la nouvelle accélération de l'inflation aux Etats-Unis et dans la plus grande partie du reste du monde. Même la République fédérale d'Allemagne et la Suisse ne peuvent plus être considérées comme des îlots de stabilité.

Cette évolution regrettable est une indication supplémentaire, s'il en est besoin, que l'instabilité qui caractérise actuellement l'activité financière internationale est en grande partie attribuable à l'inflation chronique de notre époque, et que le système monétaire international ne retrouvera sa stabilité que lorsque l'on aura maîtrisé convenablement les forces inflationnistes dans les grandes nations industrialisées, en particulier aux Etats-Unis. Cette considération essentielle soulève du même coup de graves questions : Pourquoi le fléau mondial de l'inflation est-il si profondément enraciné? Pourquoi résiste-t-il aux efforts, non seulement multiples, mais dans certains cas tenaces, que déploient, pour y mettre fin, les nations touchées par le mal? Pourquoi les banques centrales, en particulier, qui ont pour tâche principale, pourrait-on penser, de lutter contre l'inflation, font-elles si peu de progrès vers la solution de ce problème mondial?

La dernière de ces questions me préoccupe particulièrement, en tant qu'ancien directeur de banque centrale. L'une des fonctions traditionnelles d'une banque centrale est de protéger l'intégrité de la monnaie du pays, à l'intérieur comme à l'étranger. Avec la politique monétaire, les responsables des banques centrales ont à leur disposition un instrument puissant pour stabiliser le niveau général

des prix. De par leur formation, sinon aussi de par leur tempérament, ils ont tendance à mettre l'accent sur la stabilité des prix et leur horreur de l'inflation est constamment renforcée par les contacts qu'ils ont entre eux et avec les milieux financiers privés qui partagent leur attitude. Et pourtant, en dépit de la répugnance que leur inspire l'inflation et des armes puissantes qu'elles pourraient utiliser pour la combattre, les banques centrales ont complètement échoué dans leur lutte ces dernières années. C'est de ce paradoxe qu'est née l'angoisse des banques centrales.

Je me propose aujourd'hui d'étudier les causes de ce paradoxe et ses implications pour l'avenir. Mon exposé s'inspire largement de l'expérience acquise durant les huit années que j'ai passées au Système fédéral de réserve en tant que président du Conseil des gouverneurs, mandat qui a pris fin il y a quelque dix-huit mois. C'est peut-être un moment opportun pour réfléchir à cette expérience; il y a un an, je n'avais probablement pas le recul nécessaire, et dans un an mes impressions auront peut-être commencé à s'estomper.

Je me concentrerai principalement, mais non exclusivement, sur les Etats-Unis. C'est le domaine que je connais le mieux et je pense également que l'expérience américaine — quoique unique à certains égards — illustre assez bien ce qui s'est passé dans d'autres pays industrialisés. Les nations en développement ont leurs propres sources et formes d'inflation. Néanmoins, dans notre monde interdépendant, les conditions économiques qui règnent aux Etats-Unis et dans d'autres pays industrialisés ont nécessairement une incidence considérable sur le sort des pays en développement.

A TITRE D'INTRODUCTION, j'aimerais mentionner le fait que, durant une bonne partie de la période qui s'est écoulée depuis la fin de la seconde guerre mondiale, la situation économique d'ensemble a été généralement satisfaisante. Par rapport à l'avant-guerre, les récessions ont été brèves et faibles jusqu'au milieu des années soixante, aussi bien aux Etats-Unis que dans d'autres pays industrialisés; le commerce mondial s'est développé rapidement grâce à des taux de change stables et les niveaux de vie se sont considérablement élevés dans le monde industrialisé. Dans la plupart de ces pays, les pressions inflationnistes ont été préoccupantes de temps à autre, par exemple pendant les années de l'immédiat après-guerre, durant le conflit coréen et pendant les années 1955-57. Dans certains pays, ces pressions ont été plus fortement ressenties qu'aux

Etats-Unis, mais nulle part l'inflation n'a semblé impossible à maîtriser.

De 1958 à 1964, les Etats-Unis ont connu une stabilité des prix remarquable. Pendant ces six années, l'indice des prix de gros est resté pratiquement inchangé et celui des prix à la consommation n'a augmenté que d'un peu plus de 1 pour 100 par an. C'est alors qu'est apparue l'inflation qui, depuis, n'a cessé de sévir aux Etats-Unis. Les prix de gros moyens ont augmenté à un taux annuel de 2 pour 100 entre 1964 et 1968, de 4 pour 100 entre 1968 et 1972 et de 10 pour 100 entre 1972 et 1978. Ce schéma d'accélération des augmentations de prix se retrouve dans d'autres pays, bien que les taux d'augmentation aient beaucoup varié d'un pays à l'autre et que dans la plupart des nations industrialisées l'accélération n'ait commencé que plus tard, généralement en 1969 ou 1970.

Les analyses de l'inflation de ces quinze dernières années aux Etats-Unis sont souvent effectuées en trois phases. Premièrement, elles examinent les facteurs qui ont déclenché l'inflation au milieu des années soixante, en particulier l'adoption par le Gouvernement de la politique de "réglage de précision" inspirée par la "nouvelle économique" et le financement laxiste de la guerre du Viet Nam. Puis elles étudient les facteurs qui ont ensuite permis aux forces inflationnistes de s'intensifier, notamment d'autres erreurs de politique économique, les dévaluations du dollar en 1971 et 1973, la phase de haute conjoncture mondiale entre 1972 et 1973, les mauvaises récoltes et la montée des prix alimentaires mondiaux qui a suivi en 1973 et 1974, les relèvements extraordinaires des prix du pétrole à partir de 1974 et le fort ralentissement de la croissance de la productivité à partir de la fin des années soixante. Enfin, elles examinent le processus par lequel le grand public, ayant vécu une phase prolongée d'inflation, en est venu à s'attendre à la persistance du mal, de sorte que l'inflation s'entretient d'elle-même.

Je n'ai rien à reprocher aux analyses de ce type. Elles sont certainement utiles pour expliquer l'inflation aux Etats-Unis et, avec quelques modifications de détail, celle qui a sévi dans d'autres pays. Cependant, je crois que ces analyses ne tiennent pas compte d'un facteur plus fondamental, à savoir la tendance persistante à l'inflation suscitée par les mouvements philosophiques et politiques qui n'ont cessé de transformer la vie économique aux Etats-Unis et dans les autres pays depuis les années trente. La nature même du type d'inflation unique qui sévit actuellement et la raison pour laquelle les banques centrales n'ont pas réussi à la maîtriser ne

peuvent être comprises qu'à la lumière de ces courants de pensée et de l'environnement politique qu'ils ont créés.

Les Américains ont toujours eu une foi profonde dans le concept de progrès, dans l'idée qu'il était réaliste d'espérer améliorer son propre sort et celui de sa famille en l'espace d'une vie. Durant la plus grande partie de l'histoire des Etats-Unis, l'intervention du Gouvernement dans la vie économique n'a été que superficielle. On estimait que le progrès individuel était généralement le fruit de l'effort individuel aidé, peut-être, par la chance. On estimait prudent de prendre des dispositions en vue d'éventuelles périodes difficiles ou d'autres aléas de la vie, mais c'était là une responsabilité personnelle. Toute sa vie, l'Américain tenait son sort entre ses mains; ce n'était qu'en dernier ressort qu'il se tournait vers l'Etat ou ses voisins pour demander un soutien financier.

Cette tradition d'individualisme s'est effondrée sous le coup des événements catastrophiques des années trente et quarante. Le bouleversement de l'ordre économique durant la Grande dépression a été sans précédent dans son ampleur et sa portée et a poussé le principe de l'autosuffisance au-delà de son point de rupture. Alors qu'un quart de la population active était en chômage, le courage et le dynamisme personnels ne suffisaient plus à garantir à l'individu un emploi ni même sa propre subsistance. Le salut est finalement venu d'une idée politique nouvelle pour la majorité des Américains, mais néanmoins séduisante, à savoir que le Gouvernement fédéral avait, dans le domaine économique, une responsabilité beaucoup plus grande que celle qu'il avait assumée jusque-là.

Avec le "New Deal", le Gouvernement fédéral a entrepris de vastes projets de travaux publics et remédié au problème de l'emploi. Il a accordé une aide directe aux indigents, fonction qui n'était auparavant assurée que par les collectivités locales ou les oeuvres de bienfaisance privées. Il a instauré une assurance-chômage et des retraites de vieillesse. Il a pris des dispositions pour augmenter les salaires et les prix afin de favoriser la reprise économique. Et au-delà de ces mesures novatrices, le Gouvernement fédéral a considérablement élargi la gamme de ses activités dans le domaine réglementaire. Il est intervenu massivement sur le marché des titres, dans le système bancaire, dans le secteur des services publics, sur le marché du logement et dans le secteur agricole; enfin, il a donné aux syndicats des droits et des pouvoirs étendus. Cet ensemble de mesures, ainsi que d'autres, prises dans le cadre du "New Deal", ont jeté les bases d'un Etat "intervention-

niste", chargé non seulement de soulager les souffrances et de protéger des malheurs économiques, mais aussi de limiter la concurrence "nocive", de subventionner les activités "valables" et de remédier à la répartition inéquitable des pouvoirs sur le marché. En moins d'une décennie, l'Etat a acquis un rôle prédominant sur la scène économique.

Tout comme les Américains étaient persuadés durant la dépression que le Gouvernement fédéral devait aider les chômeurs, l'expérience de la seconde guerre mondiale leur a appris à compter sur les pouvoirs publics pour que ceux-ci empêchent l'apparition du chômage. Sous les contraintes de la guerre, le Gouvernement avait démontré qu'il pouvait assurer un emploi rémunéré à quiconque souhaitait travailler. Il semblait donc raisonnable, et pas seulement aux adeptes de Keynes, d'en attendre autant du Gouvernement en temps de paix. En 1944, lorsque le Président Roosevelt exposa les grandes lignes de son programme intérieur d'après-guerre dans une "Déclaration des droits économiques", il plaça en tête de liste "le droit à un emploi utile et rémunérateur". La guerre terminée, l'"Employment Act" de 1946 proclama explicitement la responsabilité qu'avait le Gouvernement fédéral de promouvoir l'"emploi maximum", qui a pris le sens de "plein emploi", dans la loi comme dans l'opinion publique.

Fort de l'"Employment Act", le Gouvernement a cherché à démontrer qu'il pouvait combattre le chômage avec des mesures préventives aussi bien que curatives. En fait, la période qui s'est écoulée entre la seconde guerre mondiale et le milieu des années soixante a été marquée non seulement par des fluctuations conjoncturelles moins prononcées, mais également par la prospérité croissante des familles américaines. D'une part, la hausse des revenus, attribuable à des gains de productivité substantiels, a permis une augmentation de la consommation, un allongement du temps de loisir et une amélioration des systèmes de retraite. D'autre part, l'arrivée régulière sur le marché de biens de consommation nouveaux et souvent améliorés a eu tendance à soutenir la croissance de la demande globale. La forte expansion des institutions de crédit à la consommation a facilité l'acquisition d'automobiles, d'appareils électroménagers et d'autres biens et services par des consommateurs constamment incités à acheter par des publicités attrayantes et les styles de vie que la télévision et le cinéma leur faisaient miroiter. Cette progression apparemment irréversible du niveau de vie de la majeure partie de la population s'est traduite par

une hausse du pourcentage des familles propriétaires de leur résidence principale, d'une maison de vacances, d'une, deux ou même trois automobiles, ayant le téléphone, un récepteur de télévision, une machine à laver et un congélateur; une part grandissante de la population était titulaire de diplômes d'enseignement secondaire et supérieur, voyageait à l'étranger, détenait des actions, avait une assurance-vie, etc.

Cet essor économique a entretenu au sein du public l'espérance de nouveaux progrès. Peu à peu, l'intime conviction chez l'individu qu'il se préparait des "lendemain meilleurs", en particulier pour ses propres enfants, a fait place, durant les années d'après-guerre, à l'attente généralisée et clairement manifestée d'une amélioration ininterrompue du niveau de vie — voire, au sentiment que l'individu avait droit tous les ans à une augmentation de son revenu réel.

L'accroissement rapide de la richesse nationale n'a toutefois pas réussi à créer un climat de satisfaction. Bien au contraire, les années soixante ont été marquées par des troubles sociaux aux Etats-Unis, comme dans d'autres démocraties industrielles. Ce malaise était en partie attribuable au mécontentement des Noirs et d'autres minorités face à la discrimination sociale et aux privations économiques dont ils étaient victimes — mécontentement qui a explosé pendant les "étés chauds" du milieu des années soixante sous forme d'incendies et de pillages. L'agitation sociale a été aussi due en partie à un sentiment d'injustice de plus en plus fortement ressenti par ou pour d'autres groupes : les pauvres, les personnes âgées, les handicapés, les minorités ethniques, les agriculteurs, les ouvriers, les femmes, etc. Ce malaise a trouvé en partie son origine dans le fait que la jeunesse de la classe moyenne rejetait de plus en plus les institutions et les valeurs culturelles établies. Il s'explique également par la prise de conscience plus ou moins rapide, dans de nombreuses catégories de la population, de l'impuissance des réformes économiques du "New Deal" et de l'augmentation plus récente de la richesse nationale à résoudre les problèmes qui subsistaient dans divers domaines de la vie américaine — social, politique, économique et environnement. Enfin, les tensions grandissantes liées à la guerre du Viet Nam sont venues s'ajouter à toutes ces sources d'agitation sociale.

Dans leur ingénuité d'alors, beaucoup d'Américains en sont arrivés à croire que le Gouvernement fédéral devait s'attaquer sans délai à tous les maux nouveaux ou nouvellement découverts de la

société. Et, avec la même ingénuité, l'équipe au pouvoir à l'époque s'est efforcée de faire droit aux demandes sans cesse plus nombreuses de réformes économiques et sociales au moment même de l'escalade de la guerre au Viet Nam. Sous l'étiquette de la "nouvelle économique", une politique plus interventionniste a été adoptée en vue d'augmenter le taux de croissance économique et de réduire le niveau du chômage. Sous les étiquettes de la "nouvelle frontière" et de la "grande société", d'immenses efforts ont été déployés pour combler les brèches liées aux insuffisances ou aux inégalités en matière d'éducation, de logement, de soins médicaux et de nutrition qui s'étaient ouvertes dans la société d'abondance. Au nom des droits civiques et de la participation des citoyens, on a procuré aux minorités et autres groupes déshérités des armes politiques pour qu'ils puissent maintenir, consolider et élargir les avantages obtenus.

L'interaction de l'intervention de l'Etat et des revendications des citoyens a eu une dynamique interne qui a entraîné leur escalade simultanée. Lorsqu'au milieu des années soixante, le Gouvernement s'est attaqué à des "tâches inachevées" telles que la réduction du chômage frictionnel, l'élimination de la pauvreté, l'élargissement de l'accès aux avantages de la prospérité et l'amélioration de la qualité de la vie, il a fait naître de nouveaux espoirs et de nouvelles exigences. Lorsqu'il a été établi que la fonction essentielle de l'Etat était de résoudre les problèmes et d'atténuer les difficultés — non seulement pour l'ensemble de la société, mais également pour les industries ou les régions en perte de vitesse et les corps de métier ou les groupes sociaux défavorisés — un nombre croissant de problèmes et de difficultés sont devenus du ressort de l'Etat. De nouvelles techniques visant à exercer des pressions sur le Congrès — de même que sur les organes législatifs des Etats fédérés et d'autres autorités élues — ont été mises au point, perfectionnées et exploitées. Le Congrès a réagi à ces pressions en adoptant une multitude de mesures comprenant des dépenses publiques, des allègements fiscaux particuliers ou des réglementations imposant des dépenses au secteur privé. A chaque fois qu'une méthode particulière réussissait à garantir ou établir des droits ou à soutirer d'autres avantages à l'Etat, cette méthode était de nouveau appliquée. Divers groupes ont trouvé auprès des tribunaux fédéraux un puissant allié qui, à plusieurs reprises, a renversé les obstacles législatifs ou administratifs qui limitaient l'accès aux avantages octroyés par l'Etat. Même les employés de la fonction publique, en

particulier au niveau des Etats fédérés et des municipalités, se sont aperçus qu'ils pouvaient obtenir des récompenses pécuniaires en abandonnant les notions de civilité du service public et en insistant avec véhémence sur leurs exigences salariales.

Par maints aspects, cette interaction des interventions de l'Etat et du militantisme des citoyens s'est révélée salutaire. Cependant, elle a eu pour effet global d'introduire dans l'économie américaine une forte tendance à l'inflation. Du fait de leur prolifération, les programmes publics ont progressivement accentué la charge fiscale, tant au niveau des particuliers qu'à celui des sociétés. Malgré cela, le Gouvernement s'est montré nettement plus réticent à lever des impôts qu'à autoriser des dépenses. Depuis 1950, le budget fédéral n'a été équilibré que pour cinq exercices. Depuis 1970, il est déficitaire chaque année sans exception et, de plus, les déficits sont allés croissant. On peut donc affirmer que le fait d'être en déficit est devenu, pour le budget fédéral, un état chronique; que la conjoncture soit bonne ou mauvaise, le budget est déficitaire. Mais, lorsque le Gouvernement choisit d'avoir un budget en déficit, les citoyens reçoivent de l'Etat plus d'argent que ce dernier ne leur en prélève; la demande de biens et de services a donc tendance à augmenter. C'est ainsi que l'inflation qui sévit depuis le milieu des années soixante a démarré et a continué d'être alimentée.

La poursuite de coûteuses réformes sociales est souvent allée de pair avec celle du plein emploi. En fait, l'élargissement du domaine des finances publiques a été en grande partie lié à l'engagement pris par les pouvoirs publics de parvenir au plein emploi. L'inflation en est venue à être considérée généralement comme un phénomène temporaire — ou, tant qu'elle demeurait faible, comme une condition acceptable. C'est le "plein emploi" ou "l'emploi maximum" et non la stabilité du niveau des prix qui était devenu l'objectif économique prioritaire de la nation. Le fait que l'inflation mène, en fin de compte, à la récession et neutralise un grand nombre des avantages recherchés par la législation sociale a été largement ignoré. Même les hommes politiques et les hommes d'affaires conservateurs ont commencé à se faire l'écho des leçons de Keynes. Il a donc semblé tout naturel aux autorités fédérales responsables de l'économie de réagir rapidement à tout relâchement de l'activité économique — même si, parfois, comme au début de 1977, ce relâchement était purement illusoire — mais de réagir très lentement et avec prudence aux signes de pressions croissantes sur

les ressources nationales en main-d'oeuvre et en capital. C'est ainsi que la crainte du chômage imminent, plutôt que celle de l'inflation, présente ou à venir, a fini par dominer l'élaboration de la politique économique.

Ce déséquilibre dans la politique des pouvoirs publics a inévitablement donné à l'économie une "déformation" inflationniste, de même que le rôle croissant des réglementations publiques. Les méthodes classiques utilisées pour protéger certains groupes de la concurrence — telles que l'augmentation des subventions des prix agricoles, le relèvement des salaires minimums et l'imposition de contingents d'importation — n'ont rien perdu de leur attrait alors que l'inflation continuait de s'aggraver. Bien au contraire, toutes ces techniques qui contribuent à augmenter les coûts et les prix ont été employées sans compter, même durant la période d'accélération de l'inflation en 1977 et 1978. Les nouvelles réglementations sociales en matière de santé, de sécurité et d'environnement, qui n'ont cessé de se multiplier durant les années 70, sont également allées dans le même sens. Aussi louables que soient leurs objectifs, ces dispositions réglementaires ont été pour une large part élaborées à la hâte, sans que l'on tienne grand compte des coûts imposés aux secteurs productifs. C'est ainsi qu'un volume substantiel de capitaux qui auraient pu être utilisés dans des investissements propres à accroître la productivité dans l'industrie privée a été détourné aux fins d'utilisations prescrites par les autorités disposant du pouvoir réglementaire. L'augmentation de la productivité a également été ralentie par la charge croissante que constituent les impôts sur le revenu et les plus-values, lesquels ont découragé les investissements des entreprises. La construction d'usines et l'installation de matériels nouveaux ont progressé beaucoup moins rapidement pendant les années 70 que durant les deux décennies précédentes, et ce ralentissement a contribué à la forte baisse de la productivité et, de ce fait, à l'escalade des coûts et des prix.

D'autres facteurs sont venus, au niveau de l'offre, renforcer cette tendance à l'inflation. Tandis que les programmes de maintien du revenu instaurés par les autorités ont été libéralisés, les incitations au travail ont eu tendance à diminuer. Certaines personnes, jeunes ou âgées, ont trouvé commode de vivre pour une large part des allocations de chômage, des bons d'alimentation et des chèques de l'assistance publique — parfois complétés par des emplois clandestins intermittents dans une économie parallèle en pleine expansion. Même les individus ambitieux et entreprenants, à la recherche

d'un emploi permanent, pouvaient se permettre de prendre leur temps ou d'être plus exigeants étant donné que le Gouvernement, tout en ayant une politique de plein emploi, assurait une protection financière durant les périodes de chômage. Dans de telles circonstances, les travailleurs employés ont pu exiger, et souvent obtenir, davantage de congés payés, de jours fériés et de congés de maladie, sans parler des pauses-café et autres rites durant les heures de travail. Dans ces conditions, ils pouvaient se permettre de refuser une diminution ou une faible augmentation de leur salaire lorsque leur employeur invoquait de graves difficultés financières. C'est ainsi que le nombre de personnes considérées comme chômeuses a pu augmenter, même lorsque le nombre d'offres d'emploi, les salaires et le niveau des prix à la consommation étaient en hausse.

Les courants philosophiques et politiques qui ont transformé la vie économique et entraîné une inflation persistante aux Etats-Unis ont été vigoureux également dans d'autres pays industrialisés. Toutes les démocraties industrielles ont en commun certaines caractéristiques, à savoir : espérances financières croissantes des individus, participation plus active des citoyens au processus politique, engagement des pouvoirs publics à assurer le plein emploi, programmes généreux de maintien des revenus, réglementations publiques de plus en plus nombreuses et pressions toujours plus fortes sur les autorités pour qu'elles résolvent les problèmes économiques et sociaux. Et au moment même où l'expansion rapide des activités de l'Etat fédéral aux Etats-Unis s'accompagnait d'une inflation et de déficits budgétaires persistants, le même phénomène se produisait dans d'autres pays industrialisés. On peut même dire que d'autres pays ont souvent géré leurs finances de façon plus laxiste et connu un niveau d'inflation plus élevé que les Etats-Unis.

C'EST AINSI QUE J'EN ARRIVE ENFIN au rôle des banques centrales dans le processus inflationniste. Les tendances philosophiques et politiques mondiales dont j'ai parlé ont inévitablement influencé leurs attitudes et leurs actions. Dans la plupart des pays, la banque centrale est un instrument de l'exécutif, qui applique la politique monétaire conformément aux désirs du Chef du gouvernement ou du Ministère des finances. Certaines démocraties industrielles ont, il est vrai, des banques centrales très indépendantes, ce qui est sans

aucun doute le cas des Etats-Unis. En théorie, le Système fédéral de réserve avait les pouvoirs nécessaires pour juguler l'inflation dès son apparition, il y a 15 ans, ou à un stade ultérieur, et il est encore en mesure d'y mettre fin aujourd'hui. A tout moment durant cette période, il aurait pu limiter la masse monétaire et exercer des pressions suffisantes sur les marchés financiers et industriels pour enrayer l'inflation en peu de temps. S'il ne l'a pas fait, c'est qu'il s'est trouvé lui-même pris dans les courants politiques et philosophiques qui ont transformé la vie et la culture américaines.

L'"Employment Act" stipule que "le Gouvernement fédéral doit avoir pour politique et pour responsabilité permanentes... d'utiliser tous ses programmes, fonctions et ressources... pour promouvoir le plein emploi". Le Système fédéral de réserve est assujéti à cette disposition légale, qui a, en pratique, limité sa marge de manoeuvre au niveau des mesures restrictives — en dehors du fait que certains membres du Système se sont laissés séduire par la "nouvelle économique". Chaque fois que le Gouvernement a pris des mesures visant à accroître les prestations destinées à l'ensemble de la population ou à un groupe particulier, on a supposé que la politique monétaire apporterait les ajustements nécessaires à cette action. On peut retrouver une hypothèse implicite analogue dans toutes les décisions en matière de prix ou afférentes à des négociations salariales prises dans le secteur privé ou par le Gouvernement. Les instigateurs de telles actions ont rarement pris en considération le fait que, globalement, elles pouvaient être totalement incompatibles avec des taux modérés d'expansion monétaire, bien que la Réserve fédérale les ait fréquemment avertis qu'ils amorçaient de nouvelles flambées d'inflation. Si la Réserve fédérale avait alors cherché à créer un environnement monétaire qui ne cédait pas aux pressions à la hausse sur les prix, suscitées ou renforcées par l'action des pouvoirs publics, de graves difficultés auraient pu rapidement survenir dans l'économie. De surcroît, la Réserve fédérale serait allée à l'encontre de la volonté du Congrès envers lequel elle était responsable, un Congrès désireux de fournir des services plus nombreux à l'électorat et d'assurer le maintien des emplois et des revenus, en particulier dans le court terme.

Face à ces réalités politiques, le Système de réserve était encore prêt à donner de brusques coups de frein à l'expansion monétaire, comme il l'a fait en 1966, 1969 et 1974, mais il n'a pas conservé sa politique restrictive assez longtemps pour mettre fin à l'inflation.

D'une manière générale, la politique monétaire en est venue à être régie par le principe de la "sous-alimentation" du processus inflationniste tout en s'adaptant, pour une large part, aux pressions exercées sur le marché. Les banques centrales d'autres pays industrialisés, qui fonctionnaient dans un environnement politique fondamentalement analogue, semblent s'être comportées de la même façon.

En décrivant, comme je viens de le faire, l'angoisse des banques centrales dans les démocraties modernes, je ne suggère pas pour autant que les banques centrales sont affranchies de toute responsabilité en ce qui concerne le problème de l'inflation qui nous est commun. De fait, toute banque centrale jouit d'une certaine latitude, et cette latitude est considérable dans le cas des banques centrales les plus indépendantes. Par exemple, lorsque le Système fédéral de réserve a voulu, à maintes reprises, explorer jusqu'où il était libre de "sous-alimenter" l'inflation, il a maintes fois suscité de violentes critiques, non seulement de la part du Congrès, mais aussi des hauts fonctionnaires de l'exécutif, et a donc été obligé de dépenser beaucoup d'énergie pour combattre les mesures législatives qui risquaient d'étouffer tout espoir de mettre fin à l'inflation. Ce processus "d'exploration" impliquait nécessairement des jugements de caractère politique et il se peut que le Système fédéral de réserve ait parfois exagéré les risques inhérents à l'intensification du resserrement monétaire.

Les erreurs de jugement de caractère politique sont très difficiles à identifier, mais je crois en tout cas que les erreurs d'ordre économique ou financier revêtent en pratique une importance bien plus grande. Dans un monde en mutation rapide, les occasions de se tromper ne manquent pas. Même les faits concernant les conditions du moment sont souvent susceptibles d'être mal interprétés. Les statistiques relatives au chômage aux Etats-Unis en sont un bon exemple. Avant même la fin de la seconde guerre mondiale, certains économistes essayaient de déterminer quelle serait la proportion de chômage frictionnel et structurel si la demande et l'offre de main-d'oeuvre étaient en équilibre; en d'autres termes, quel serait le taux de chômage dans une situation de plein emploi. Ils sont rapidement tombés d'accord sur un taux d'environ 4 pour 100, et ce chiffre a été consacré par l'usage qu'on en a fait dans les ouvrages et les politiques économiques. Cependant, les conditions des marchés de la main-d'oeuvre ont changé. Une arrivée massive de femmes et de jeunes gens sur le marché du travail, la libéralisation de l'assurance

contre le chômage, l'élargissement des programmes d'assistance publique, le relèvement progressif des salaires minimums obligatoires, la proportion croissante de familles disposant de plus d'un revenu du travail et l'augmentation de la richesse nationale elle-même, toutes ces transformations de l'environnement économique et social ont fait que ce chiffre traditionnel de 4 pour 100 est maintenant périmé. A présent, on considère généralement que le taux de chômage correspondant au plein emploi se situe aux alentours de 5,5 ou 6 pour 100, et le rapport du Comité des conseillers économiques de cette année semble confirmer ce jugement. Mais les responsables de la politique économique, tout en étant généralement conscients de ce qui se produisait sur le marché du travail, ont été lents à reconnaître la signification des changements intervenus dans les statistiques sur le chômage, que ces dernières soient considérées comme une mesure positive ou comme une mesure négative de la situation de l'économie. Le Système fédéral de réserve a, lui aussi, fait preuve du même manque de perspicacité et, là encore, je crois que d'autres banques centrales ont déjà commis des erreurs analogues.

Si les interprétations erronées des statistiques relatives au chômage ou d'autres données sur l'état de l'économie ont des conséquences dans l'élaboration de toutes les politiques des pouvoirs publics, il y a d'autres problèmes d'interprétation auxquels, de par leur vocation, les banques centrales sont particulièrement exposées. La théorie monétaire est un domaine délicat. Elle ne fournit pas aux banques centrales de règles de décision qui soient à la fois fermes et fiables. Certes, les hauts fonctionnaires des banques centrales savent tous, par expérience, qu'une économie en expansion nécessite un volume croissant de monnaie et de crédit, qu'à long terme une création monétaire excessive provoquera ou renforcera l'inflation et que des taux d'intérêt en baisse auront tendance à stimuler l'expansion économique, tandis que des taux en hausse auront tendance à la freiner; mais ces connaissances n'ont pas la précision mathématique.

En partie du fait de l'inflation chronique qui caractérise notre époque, les banques centrales accordent actuellement une plus grande attention à la masse monétaire qu'auparavant; mais elles continuent à suivre de près l'évolution des taux d'intérêt. Elles doivent répondre à des questions difficiles à propos notamment du poids relatif qu'il faut donner aux chiffres se rapportant à la monnaie et aux taux d'intérêt à court et à long terme; du ou des

concepts de la monnaie qui sont les plus importants dans le contexte de la politique économique; de l'interprétation des phénomènes tels que la croissance des dépôts et des crédits en euromonnaies; de la durée et de la régularité des décalages avec lesquels les modifications des taux de croissance monétaire influencent l'activité des entreprises et les prix; des conséquences probables d'innovations institutionnelles et de l'évolution de la conjoncture sur la vitesse de circulation de la monnaie, etc. Tous ceux qui ont étudié les banques centrales et la théorie monétaire connaissent bien ces questions. Et il y a des problèmes plus fondamentaux que posent les conflits potentiels entre les objectifs intérieurs et internationaux, la réaction adéquate face à des événements exceptionnels qui dépassent le domaine de la théorie et l'applicabilité de toute théorie fondée sur l'expérience à un monde où les schémas de comportement sont en évolution permanente.

Il est donc manifeste que les banques centrales peuvent commettre des erreurs — ou se heurter à des difficultés imprévues — à presque toutes les étapes qui jalonnent l'élaboration de la politique monétaire. A certains égards, le risque d'erreur s'est accru à notre époque d'inflation. Les banques ont l'habitude, comme ceux qui s'intéressent aux finances en général, de voir dans la hausse croissante des taux d'intérêt du marché un frein à l'expansion économique. Cette règle, tirée de l'expérience, a toutefois tendance à ne plus être valable dès que, dans un pays, les anticipations inflationnistes se généralisent. Les prêteurs s'attendent alors à être remboursés avec une monnaie qui a perdu de sa valeur et sont donc enclins à exiger des taux d'intérêt plus élevés. Etant donné que les emprunteurs partagent ce point de vue, ils acceptent de répondre à ces exigences. Une "prime d'inflation" se trouve de ce fait intégrée aux taux d'intérêt nominaux. En principe, le taux d'intérêt nominal, quel qu'en soit le niveau, risque d'avoir des effets néfastes sur l'économie tant qu'il se maintient au-dessous ou légèrement au-dessus du taux d'inflation. En effet, il accroît les coûts des opérations financières mais ne contribue que peu, voire pas du tout, à freiner les dépenses globales. Dans la pratique, du fait que les anticipations inflationnistes, et donc les taux d'intérêt réels que sous-entend un taux nominal donné, varient selon les individus concernés, les banques centrales ne peuvent être certaines de l'importance de la prime d'inflation incluse dans les taux nominaux. Dans de nombreux pays, toutefois, ces taux ont été à diverses reprises ces dernières années si manifestement inférieurs au taux

d'inflation existant qu'on ne peut s'empêcher d'avoir l'impression que, aussi élevés ou excessifs que les taux nominaux puissent apparaître aux observateurs accoutumés à les évaluer sur la base de l'expérience, ils ont totalement échoué dans le rôle de frein que les banques centrales voulaient leur faire jouer. En d'autres termes, l'inflation a souvent atténué l'effet des taux d'intérêt élevés — en particulier dans les pays où, comme aux Etats-Unis, les paiements d'intérêts ouvrent droit à déduction au titre de l'impôt sur le revenu.

Outre ces effets directs de l'inflation, il en est d'autres qui incitent à douter de la signification du taux de croissance de tel ou tel agrégat monétaire. Je pense aux modifications des pratiques financières qui sont apparues aux Etats-Unis pendant les années 60 — en particulier durant les phases de resserrement du crédit en 1966 et 1969 — et qui ont culminé en une explosion d'innovations financières durant les années 70.

Nombre de ces changements ont été facilités par de nouvelles réglementations ou la mise au point de nouvelles techniques dans le domaine de l'informatique. Mais c'est essentiellement la montée en flèche des taux d'intérêt du marché qui, en incitant les institutions financières et leurs clients à modifier leurs méthodes, a été à l'origine de toutes ces transformations. Les banques commerciales ont réagi à la montée des taux d'intérêt en réduisant celles de leurs réserves qui ne portaient pas intérêt, et leurs clients ont réagi en réduisant les dépôts à vue non productifs d'intérêts. Les banques et les grandes sociétés ont su trouver de nouvelles sources de financement sur le marché des eurodollars et le marché des effets de commerce. Les banques ont mis au point de nouvelles techniques de gestion de leurs engagements en exploitant ces ressources ainsi que le vaste potentiel du marché des fonds fédéraux et du marché des certificats de dépôt négociables. D'autres institutions financières — y compris les caisses d'épargne, les sociétés d'épargne et de prêt, les caisses de crédit mutuel et les sociétés d'investissement du marché monétaire — ont mis en place de nouveaux services en matière de transactions sur les comptes-clients auxquels ils versaient des intérêts. Les banques ont combattu cette concurrence dans le domaine des soldes destinés aux transactions en offrant aux gros déposants des services spéciaux qui ont réduit le niveau moyen des soldes qu'il leur fallait maintenir et en recourant à divers moyens ingénieux pour verser des intérêts sur des soldes essentiellement destinés à des transactions.

Ces éléments nouveaux ont eu des conséquences profondes sur le climat dans lequel fonctionne la politique monétaire aux Etats-Unis. Il n'y a pas si longtemps, c'était plus sur des réductions du crédit disponible — en particulier du crédit hypothécaire — que sur un relèvement des taux d'intérêt que l'on comptait avant tout pour freiner la croissance de la masse monétaire; à l'heure actuelle, le relèvement des taux d'intérêt est le principal instrument de restriction de la masse monétaire. Cela signifie qu'une hausse du niveau des taux d'intérêt est nécessaire pour obtenir un resserrement quelconque, indépendamment des effets des primes d'inflation que j'ai déjà mentionnés. Mais l'ampleur de cette hausse n'est pas facile à déterminer; seul l'avenir nous l'indiquera. Encore récemment, les variations de M_1 , l'agrégat monétaire bien connu qui correspond aux billets et pièces en circulation plus les dépôts à vue, reflétaient assez fidèlement les variations du volume global des soldes destinés aux transactions; à l'heure actuelle, avec l'apparition continue de nouvelles variantes des dépôts bancaires à vue, il est nécessaire de ralentir la croissance de M_1 pour obtenir un resserrement quelconque. Mais l'ampleur de ce ralentissement n'est pas facile à déterminer; là encore, seul l'avenir nous l'indiquera. On ne sait pas non plus exactement quel autre agrégat monétaire, le cas échéant, serait plus approprié que l'agrégat classique M_1 comme indicateur monétaire. A cause de ces effets de l'inflation, les banques centrales ont perdu le cadre de référence que leur procuraient les taux d'intérêt d'une part, mais aussi, dans une large mesure, les agrégats monétaires, en tout cas aux Etats-Unis, et peut-être dans d'autres pays également.

Il n'y a pas besoin de s'étendre davantage sur les risques d'erreur de jugement qui, ces dernières années, ont entouré l'élaboration de la politique des banques centrales. Bien sûr, la politique monétaire a toujours été caractérisée par un certain degré d'incertitude, comme, d'une manière générale, toutes les décisions de nature politique, que ce soit dans le domaine public ou privé. Il convient cependant de noter que, lorsque les phénomènes dont je viens de parler — concernant l'évolution des taux de chômage, des taux d'intérêt et des taux de croissance des agrégats monétaires — tardent à être identifiés, on voit se dessiner dans la politique une tendance à l'aisance monétaire. De surcroît, l'apparition d'une psychologie inflationniste dans les pays industrialisés a fait que les erreurs de politique monétaire ont eu des conséquences asymétriques, même si

ces erreurs ont été commises aussi souvent dans un sens que dans l'autre.

Il y a une grande différence entre les conséquences d'erreurs de jugement commises par une banque centrale à notre époque inflationniste et les effets de ce genre d'erreurs il y a une ou deux générations. Autrefois, lorsqu'en période de prospérité une banque centrale permettait la création d'un volume excessif de monnaie et de crédit, le niveau des prix avait, de fait, tendance à s'élever. Toutefois, la durée de l'inflation qui en résultait était limitée à la phase d'expansion du cycle économique; elle ne persistait pas ou ne s'amplifiait pas au-delà de cette phase. C'est pourquoi on admettait généralement que la hausse des prix serait suivie d'une diminution dès que l'économie entrerait dans une phase de récession. Il n'en est plus ainsi.

De nos jours, les milieux d'affaires, les agriculteurs, les banquiers, les dirigeants syndicaux, les ouvriers d'usine et les ménagères partent généralement du principe que l'inflation va continuer, que l'économie soit en expansion ou en récession. Une fois qu'un tel état d'esprit s'installe dans un pays, l'incidence d'une erreur de la banque centrale qui accentue l'inflation peut se faire sentir pendant des années, même après que l'économie soit entrée dans une phase de récession. En effet, dans le monde d'aujourd'hui, toute hausse du niveau général des prix a tendance à acquérir une dynamique interne. Elle suscite des exigences salariales plus élevées, qui sont satisfaites par des employeurs qui pensent pouvoir récupérer les coûts supplémentaires en relevant leurs prix; elle se traduit par des conventions salariales dans des industries clés qui prévoient des augmentations substantielles des salaires pour les années à venir, sans égard à la conjoncture qui prévaudra alors; enfin, par l'utilisation de formules d'indexation, elle entraîne des augmentations automatiques d'autres salaires ainsi que des retraites de vieillesse, de diverses autres retraites, des prestations sociales et aussi des loyers dans une grande partie de l'immobilier et des prix d'un grand nombre de produits acquis dans le cadre de contrats à long terme. En revanche, les effets non intentionnels de nature restrictive des mesures prises par la banque centrale n'ont pas les mêmes prolongements. Pour que lesdits effets aient un impact suffisant pour enrayer l'inflation, il faudrait qu'ils soient à la fois importants et répétés — conditions pouvant difficilement être réunies dans la situation actuelle des démocraties industrielles.

Si, dans mon analyse de l'action des banques centrales dans le

monde moderne, j'ai vu juste, ou peu s'en faut, deux conclusions s'imposent. Premièrement, les banques centrales ont eu, sans aucun doute, leur part de responsabilité dans le processus inflationniste dans lequel les pays industrialisés se sont empêtrés, mais leur rôle n'a été que secondaire. Deuxièmement, tandis que l'élaboration de la politique monétaire exige un examen approfondi et constant de la situation et peut être considérablement améliorée, il serait vain de compter sur des réformes techniques pour éliminer la tendance à l'inflation dans les pays industriels. Le caractère unique de l'inflation actuelle tient à sa persistance et non au comportement des banques centrales. Cette persistance est attribuable aux forces fondamentales dont j'ai parlé tout à l'heure, à savoir les courants de pensée philosophiques et politiques qui ont fortement marqué la vie économique depuis la Grande dépression et, en particulier, depuis le milieu des années 60.

Si je conclus qu'il est illusoire d'attendre des banques centrales qu'elles mettent fin à l'inflation qui sévit maintenant dans les démocraties industrielles, je ne veux pas dire pour autant que les banques centrales sont incapables d'avoir une action stabilisatrice; cela signifie simplement que leur aptitude matérielle à freiner une inflation continuellement attisée par des forces politiques est très limitée. Traditionnellement, les banques centrales ont aidé à ralentir le rythme de l'activité économique à certaines périodes et à stimuler à d'autres. Elles ont également contribué à la stabilité économique en servant de prêteurs de dernier recours ou en allant même au-delà de cette fonction traditionnelle. Pendant cette seule décennie la Réserve fédérale est intervenue dans deux occasions au moins pour empêcher des crises financières qui, sinon, auraient pu facilement se déclencher. Je pense en particulier à la faillite de la Penn Central Transportation Company, en juin 1970, et à celle de la Franklin National Bank, en octobre 1974. Dans le premier cas, l'impossibilité où se trouvait la Penn Central de refinancer l'encours de ses effets de commerce a semé l'inquiétude parmi tous les détenteurs d'effets de commerce. Afin d'empêcher une panique financière, la Réserve fédérale a relégué temporairement ses objectifs monétaires au second plan, élargi les possibilités d'es-compte et modifié ses réglementations, de façon à permettre aux banques commerciales d'obtenir des fonds sur le marché libre pour qu'elles procurent un financement aux sociétés dans l'incapacité de renouveler leurs effets de commerce arrivant à échéance. Dans le cas de la Franklin National, la Réserve fédérale a prêté près de 2

milliards de dollars à cette banque internationale en difficulté; et, tandis que cette avance était en cours, il a été possible de prendre des dispositions en vue d'une reprise par une autre banque, qui a protégé les intérêts des déposants et des clients de la Franklin. Ces mesures ont été dictées par un sentiment de responsabilité envers l'ensemble du système financier international aussi bien qu'intérieur. Les banques centrales de certains autres pays, en particulier la Banque d'Angleterre, se sont aussi acquittées de façon constructive de leur fonction de prêteurs de dernier recours, et le concept de responsabilité de la banque centrale a été à la fois élargi et clarifié dans le cadre de discussions qui se sont tenues ces dernières années à la Banque des règlements internationaux.

Tous ces éléments concernant les banques centrales, et bien d'autres encore, méritent d'être soulignés, en particulier les efforts inlassables qu'elles ont déployés pour mettre en garde les citoyens de leurs pays respectifs contre les dangers économiques et sociaux posés par l'inflation. Mais, quels que puissent être les qualités ou les défauts des banques centrales, le fait est qu'à elles seules, les banques ne pourront avoir qu'une action marginale dans la lutte contre l'inflation actuelle. L'inflation persistante qui sévit dans les démocraties industrielles ne sera pas jugulée, ni même sensiblement freinée, tant que de nouveaux courants de pensée n'auront pas créé un environnement politique permettant de procéder aux difficiles ajustements qui s'imposent pour y mettre fin.

CERTAINS SIGNES, encore ténus et peu concluants, dénotent que le climat intellectuel et politique des démocraties a d'ores et déjà commencé à évoluer dans ce sens. L'un des traits caractéristiques d'une démocratie est qu'elle encourage les citoyens à tirer des leçons de l'expérience. Les tendances inquiétantes que l'on a pu constater récemment dans la vie économique et sociale, en particulier, la persistance et l'accélération de l'inflation, ont incité les principaux animateurs des divers courants de pensée à la réflexion. Parmi les économistes, l'école keynésienne a perdu beaucoup de sa vigueur, de son assurance et de son influence d'antan. Les économistes ne se concentrent plus aussi exclusivement sur le chômage et la gestion de la demande globale par les pouvoirs publics. Ils accordent une plus grande attention à la gestion de l'offre globale, à savoir, le renforcement des incitations au travail et à l'innovation, la stimulation de l'épargne et de l'investissement, l'élimination des obstacles à

la concurrence, la réduction du fardeau des réglementations pesant sur l'industrie ainsi que d'autres méthodes destinées à renforcer la confiance des milieux d'affaires. Nombreux sont les économistes qui reconnaissent à présent que le chômage déclaré est, pour une large part, volontaire, que la réduction de l'inflation et celle du chômage involontaire sont des objectifs complémentaires et non concurrents, que les déficits persistants du secteur public et la création excessive de monnaie ont tendance à attiser l'inflation, qu'au taux d'épargne élevé qui caractérise généralement les phases initiales de l'inflation finit par succéder une épargne très faible et que, à ce dernier stade, il devient beaucoup plus difficile de maîtriser l'inflation.

Le bouillonnement intellectuel qui caractérise les régimes démocratiques exerce son influence non seulement sur l'homme d'affaires et l'investisseur, mais aussi sur l'homme politique, le dirigeant syndical et même sur la ménagère; tous ont en effet tiré des leçons de l'expérience et ont appris les uns des autres. Aux Etats-Unis, par exemple, nombreux sont ceux qui estiment qu'une large part des dépenses engagées par les pouvoirs publics au nom de la compassion et de l'altruisme du peuple américain n'ont pas atteint leurs objectifs, qu'on n'est pas parvenu à enrayer la dégradation du milieu urbain, que la qualité des écoles publiques se détériore, que la criminalité et la violence sont en augmentation, que la fraude sur les prestations sociales est encore très courante, que les indemnités de chômage deviennent une source de revenu permanent pour un trop grand nombre d'individus; en bref, que la progression continue des dépenses publiques ne donne pas, dans le domaine social, les résultats positifs qui en étaient attendus, alors qu'elle accentue la charge fiscale qui pèse sur ceux qui travaillent et la tendance à la hausse des prix, qui ne se limite pas seulement au panier de la ménagère, mais est générale. A mon avis, ce ressentiment et ces frustrations sont pour une large part à l'origine de la tendance conservatrice qu'on voit se dessiner sur la scène politique américaine. Et les résultats de récentes élections dans d'autres démocraties laissent à penser que l'inquiétude face à l'inflation et le désenchantement à l'égard des solutions socialistes se manifestent de plus en plus clairement dans les autres pays industrialisés. C'est pourquoi les responsables politiques attachent maintenant une plus grande importance à la lutte contre l'inflation en Europe et dans une grande partie du reste du monde.

Aux Etats-Unis, la grande majorité du public considère actuellement l'inflation comme le problème numéro un du pays, et cette

opinion est également partagée par le Congrès et l'exécutif. En conséquence, des mesures ont été prises au cours de l'année passée dans le but de freiner la hausse rapide des dépenses fédérales, de réduire certains impôts en vue d'encourager les investissements, tout en diminuant un déficit budgétaire encore important. Le Congrès a résisté aux pressions visant à accroître les privilèges des syndicats. Certaines réglementations publiques, comme celles qui s'appliquent aux compagnies aériennes et au pétrole brut, ont été assouplies. Et même les mesures restrictives prises par le Système fédéral de réserve, qui, encore récemment, auraient suscité la colère et l'inquiétude dans les milieux officiels, ont été acceptées avec sérénité. Symbole du nouveau climat politique, un relèvement du taux d'escompte du Système fédéral de réserve a été annoncé en juillet dernier, le jour même où l'on indiquait que la production globale du pays avait considérablement baissé au printemps.

La préoccupation généralisée à l'égard de l'inflation que l'on constate actuellement aux Etats-Unis est un élément encourageant, mais nul ne peut encore savoir avec certitude jusqu'où elle ira ou quelle sera sa durée. Les modifications qui ont été jusqu'à présent apportées aux politiques budgétaire, monétaire et structurelle n'ont constitué que des ajustements marginaux. Les responsables politiques des Etats-Unis sont généralement favorables à une évolution progressive qui assure un retour à la stabilité générale des prix — peut-être en cinq ans ou plus, mais sans exiger de gros sacrifices de la part des employés ou des employeurs. Mais la prudence même qui incite à adopter une politique de caractère progressif peut également conduire à suspendre cette dernière ou à l'abandonner prématurément dans la pratique. La vie économique d'un pays est exposée à toutes sortes de surprises et de perturbations : récessions économiques, agitation sociale, troubles à l'étranger, chocs monopolistiques, élections et renversements de gouvernements. Il suffit d'un seul de ces éléments, en particulier une récession économique, pour bouleverser aussitôt un programme graduel de réduction de l'inflation. Cela s'est déjà produit dans le passé et peut se reproduire.

Si les Etats-Unis et les autres pays industrialisés veulent réaliser des progrès réels dans la lutte contre l'inflation, il faudra en premier lieu délivrer l'économie de l'obsession inflationniste, c'est-à-dire donner au public le sentiment que l'inflation peut être maîtrisée et le sera probablement. Des ajustements marginaux de la politique du Gouvernement ont peu de chances de parvenir à opérer un tel

changement de la psychologie nationale. Etant donné les anticipations inflationnistes fortes et généralisées qui règnent actuellement, j'en suis venu à penser, à regret, que c'est une tâche qui exigera l'application d'une thérapeutique assez radicale.

Il n'est pas facile de déterminer quelle est la meilleure thérapeutique pour un pays et ce qui donnera de bons résultats dans un pays peut en donner de mauvais dans un autre. Dans le cas de l'inflation des Etats-Unis, qui est devenue une grave menace au bien-être d'une grande partie du monde aussi bien que du peuple américain, il semblerait sage, à ce stade de l'histoire du pays, que le Gouvernement adopte un programme fondamental à quatre volets. On devrait : premièrement, réviser la réglementation relative à l'élaboration du budget fédéral pour qu'il soit plus difficile de financer le budget par des déficits, ce qui constituerait une première étape vers un amendement constitutionnel aux mêmes fins; deuxièmement, s'engager à élaborer un plan général visant à supprimer les règles qui entravent la concurrence et à modifier celles qui augmentent indûment les coûts et les prix; troisièmement, décider de manière irrévocable d'appliquer une politique d'austérité monétaire jusqu'à ce que le taux d'inflation ait sensiblement baissé; enfin, quatrièmement, adopter des mesures législatives visant à réduire au cours des cinq prochaines années les impôts frappant les entreprises — cette réduction étant très faible les deux premières années, mais devenant importante les années suivantes. Ce type de législation fiscale libérerait des forces puissantes qui permettraient d'améliorer la productivité de la nation et de faire baisser les prix; elle contribuerait également dans l'avenir plus immédiat à faciliter les ajustements délicats imposés à de nombreuses entreprises et à leurs employés par l'adoption des trois premiers volets du programme proposé.

J'aimerais pouvoir conclure ce long discours en disant que je suis convaincu qu'un programme du type de celui que je viens de vous présenter, ou tout autre programme constructif et énergique de lutte contre l'inflation, sera appliqué dans un avenir proche aux Etats-Unis ou ailleurs. Or, je ne peux pas, aujourd'hui, être aussi catégorique. Je ne suis même pas certain qu'un grand nombre de banques centrales, qui sont maintenant habituées à des changements progressifs, seraient disposées à risquer les douloureux ajustements économiques qui, je le crains, sont inévitables à terme. Je ne serais donc pas surpris si le retour à une stabilité raisonnable des prix dans les démocraties industrielles, et, de ce fait même, à un

système monétaire international ordonné, était retardé par d'autres faux départs. Mais, si la patience politique dans les divers pays est sérieusement mise à l'épreuve pendant ce retour à la stabilité, le processus d'apprentissage s'en trouvera, quant à lui, accéléré. Le courant conservateur qui semble se faire jour dans de nombreuses démocraties industrialisées se manifestera alors avec plus de vigueur et, à moins que le gouvernail de l'Etat ne tombe entre les mains d'irresponsables, la tendance à l'inflation qui sape la vitalité économique et morale des démocraties pourra enfin être jugulée.

* * *

M. MARTIN : Je crois que nous sommes tous très redevables à Arthur Burns de nous avoir fait, en l'illustrant de maintes images, cet exposé constructif du problème auquel nous nous heurtons. Il a mis en relief la psychologie inflationniste et un fait dont nous sommes tous conscients, à savoir, que la monnaie est un phénomène social; or ce qui compte pour une large part dans ce domaine, ce sont les perceptions, au niveau individuel, de ce qu'est la monnaie ou de ce qu'elle devrait être.

Nous venons d'entendre la seizième conférence de cette série et elle convenait particulièrement bien aux circonstances. J'ai relu toutes les conférences précédentes et celle d'aujourd'hui s'inscrit assurément dans leur prolongement. La première, de Maurice Frère et Rodrigo Gómez, avait été consacrée à "la croissance économique et la stabilité monétaire". En suivant le fil directeur de ces conférences et en reprenant certaines des observations de Per Jacobsson, on peut voir exactement ce qui en a découlé et où nous sommes arrivés.

C'est à deux personnalités tout à fait éminentes et compétentes que nous avons demandé de formuler les commentaires que leur inspire la réunion d'aujourd'hui. Et, comme je l'ai dit tout à l'heure, ces deux orateurs ne soumettront pas d'observations se rapportant directement à l'exposé d'Arthur Burns mais présenteront leur propre point de vue.

C'est au professeur Ćirović, économiste éminent et conseiller auprès du Gouvernement yougoslave, que je demanderai de prendre le premier la parole. Monsieur Ćirović.

Commentaires

On trouvera ci-après le texte des commentaires de MM. Milutin Ćirović et Jacques J. Polak sur la conférence de M. Burns. L'exposé de M. Ćirović commence ci-dessous et celui de M. Polak à la page 41.

LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL : PROBLEMES ET PERSPECTIVES

Milutin Ćirović

C'EST A LA FOIS UN GRAND HONNEUR et un grand plaisir pour moi que d'avoir été invité à participer à la conférence Per Jacobsson de cette année. Je me réjouis en particulier d'avoir été appelé à commenter l'exposé d'une personnalité aussi éminente que M. Burns.

En analysant les causes de l'inflation, M. Burns a été plus loin que ne le font généralement les responsables de banques centrales. Il a effectué une analyse économique et sociale complète du processus inflationniste dans les pays industrialisés. Il a souligné que l'application d'une politique monétaire restrictive ne suffirait pas à éliminer ou à atténuer fortement le phénomène de l'inflation, mais qu'il était nécessaire de créer un environnement politique qui permette de procéder aux difficiles ajustements requis pour mettre fin à ce fléau. Cependant, il reste à déterminer quelles méthodes utiliser pour changer le comportement des agents économiques des pays industrialisés afin d'éliminer ou, du moins, d'atténuer fortement les anticipations inflationnistes. M. Burns pense à juste titre que le monétarisme ne peut être un instrument de stabilisation efficace que s'il s'accompagne d'une modification correspondante du climat politique.

J'aimerais que mes commentaires apportent un complément à l'exposé de M. Burns, c'est pourquoi j'aborderai la question du

processus d'ajustement sous l'angle de l'économie mondiale. Je pense que nous savons tous que, dans les circonstances actuelles, l'évolution économique intérieure des pays est de plus en plus influencée par celle de l'économie mondiale, du fait de l'interdépendance des économies nationales. Quels sont les principaux problèmes qui se posent et quelles stratégies économiques peut-on adopter pour résoudre ces problèmes dans l'économie mondiale?

On sait bien que l'économie mondiale n'est plus caractérisée par l'équilibre dynamique de l'après-guerre. Il convient de souligner que la sévère récession qui a frappé les économies de marché industrialisées en 1974 et 1975 n'a pas été suivie de la reprise attendue de l'activité dans ces pays. Les taux d'inflation à deux chiffres qui ont culminé en 1974 et 1975 dans les économies de marché industrialisées ont sensiblement diminué les années suivantes, mais ils sont à nouveau en augmentation cette année. Les mauvais résultats économiques et les taux élevés d'inflation sont aussi allés de pair avec d'importants déséquilibres des paiements et, parfois, de graves crises pour certaines des principales monnaies. En outre, le ralentissement des investissements fixes dans les pays industrialisés est particulièrement préoccupant. On s'attend que les taux d'investissement et de croissance économique dans ces pays se situeront, dans les années qui viennent, à un niveau inférieur de moitié environ à celui des années 60.

CES TENDANCES DEFAVORABLES dans les économies de marché développées ont eu des effets très négatifs sur les pays en développement. Il importe de rappeler que près des deux tiers de toutes les exportations des pays en développement sont destinés aux marchés des pays industrialisés. Sur le plan des relations commerciales et financières, les pays en développement ont eu jusqu'à présent des liens plus étroits avec les pays industrialisés qu'avec les autres pays en développement.

D'une part, les effets d'une conjoncture défavorable et de l'accentuation des pressions inflationnistes dans les pays industrialisés se sont rapidement répercutés sur les pays en développement sous forme 1) d'une réduction automatique des importations de matières premières et de biens manufacturés en raison du ralentissement économique; 2) de chutes brutales suivies de fortes fluctuations des prix des produits agricoles et des matières premières, qui représentent une part importante du commerce des pays en développement et 3) de mesures protectionnistes dans les

économies de marché industrialisées qui limitent artificiellement les marchés d'exportation des pays en développement. D'autre part, le recyclage d'une partie des excédents de paiements de certains pays industrialisés vers les pays en développement a été effectué par le canal du marché international du crédit. Le recyclage des ressources a eu un effet positif dans la mesure où la réduction du taux de croissance du produit national brut des pays en développement a été plus faible qu'elle ne l'aurait été sans ce recyclage; l'effet négatif de ce processus a été l'accumulation excessive d'emprunts extérieurs dans les pays en développement.

Les distorsions qui ont caractérisé l'économie mondiale durant la décennie qui s'achève sont analysées selon deux méthodes qui reposent sur deux conceptions différentes. Tandis que les deux interprétations tiennent compte de la forte augmentation des prix du pétrole à la fin de 1973, ces deux analyses diffèrent largement quant à leur cadre théorique plus général.

Selon le premier concept, les fortes pressions à la hausse des prix et les anticipations inflationnistes seraient la cause principale de la série d'événements qui se sont traduits par une production moins dynamique, un ralentissement du commerce mondial et d'autres phénomènes bien connus qui ont caractérisé l'économie mondiale ces dernières années. A l'appui de cette thèse, on fait remarquer que la crise économique de 1974-75 a fait suite à une période d'expansion (1972-73) marquée par des pressions et anticipations inflationnistes; les partisans de cette interprétation soutiennent même que l'expansion économique moyenne enregistrée à la fin de 1973 atteignait un rythme supérieur aux taux de croissance économique soutenable. Selon la théorie traditionnelle des oscillations cycliques, le prix à payer pour la forte activité du marché a été un ajustement ultérieur des excédents et des déficits mondiaux, marqué par des crises et des bouleversements. A l'appui de cet argument, les Etats-Unis sont cités en exemple, qui, après la récession de 1974-75, ont enregistré un taux de croissance économique plus élevé que les autres pays industrialisés; or ce taux a exercé des pressions sur la balance des paiements et causé des crises temporaires du dollar, ainsi que, par la suite, une accélération de l'inflation dans ce pays.

Selon la théorie qui sous-tend cette analyse de l'évolution économique du monde ou des pays pris individuellement, on est amené à conclure que, du point de vue de la stabilisation de l'économie mondiale, la tâche la plus importante est de combattre

l'inflation dans les pays où elle sévit avec le plus de virulence, afin d'assurer la stabilisation de la situation économique intérieure et extérieure de ces pays et, de ce fait, de l'ensemble de l'économie mondiale. Les partisans de cette théorie pensent que le système économique international, et en particulier le système monétaire, devrait avoir pour objectif essentiel d'empêcher ou d'éviter l'apparition de pressions inflationnistes plus fortes. Cependant, dans les circonstances actuelles, le principe keynésien, selon lequel la relance de l'activité économique n'engendre pas d'augmentation prononcée des prix tant que le niveau de production n'approche pas la situation de plein emploi, n'est plus valable. C'est pourquoi les défenseurs de cette théorie soutiennent que les prix commenceront à augmenter sous l'influence des coûts plus que sous l'influence de la demande, avant même que le plein emploi soit atteint.

Le premier concept est juste dans une large mesure, mais je pense qu'il est entaché de partialité, à la fois sur le plan de l'analyse et sur celui des conclusions, à savoir la stratégie économique à laquelle il conduit. Il est partial car il ne retient que les pressions inflationnistes comme facteur de déséquilibre dans l'économie, alors qu'il considère les pressions favorisant la récession comme des facteurs induits qui apparaissent ultérieurement dans le mécanisme de transmission. Ce concept est d'autant plus partial que, selon ses partisans, il suffirait d'une légère orientation vers la réduction des pressions inflationnistes pour que les pressions déflationnistes s'en trouvent indirectement atténuées. Et quant au problème de la répartition des charges dans l'optique d'une restauration de l'équilibre dans l'économie mondiale, on soutient que cette responsabilité devrait incomber uniquement aux pays déficitaires. En d'autres termes, cette théorie repose sur l'hypothèse implicite selon laquelle l'économie mondiale est en équilibre fondamental tandis que certains pays (quel qu'en soit le nombre) se trouvent en déséquilibre fondamental, essentiellement à cause d'erreurs liées à leur politique économique trop ambitieuse.

Les analyses inspirées du deuxième concept reposent sur l'hypothèse selon laquelle les déséquilibres dans l'économie mondiale sont le fait de pressions à la fois inflationnistes et déflationnistes, quelle que soit leur interaction, et que les déséquilibres cycliques tout comme les déséquilibres structurels du système économique mondial jouent un rôle important. A l'appui de cette théorie, on peut rappeler que même la récession de 1974-75 n'a pas produit la réduction attendue des taux d'inflation. La crise qui a marqué ces

deux années n'a pas été suivie d'une augmentation prononcée de la croissance économique dans les pays industrialisés, étant donné que les investissements fixes n'ont pas suffisamment augmenté, phénomène qui ne peut s'expliquer que par des facteurs structurels. D'autre part, selon ce deuxième concept, la détérioration du fonctionnement de l'économie mondiale ne provient pas seulement de l'accumulation des déséquilibres survenus dans un certain nombre d'économies; en fait les déséquilibres mondiaux seraient dus en partie à l'interaction des processus d'ajustement au sein d'économies nationales ou de groupes d'économies. En d'autres termes, il est possible qu'à l'instar du cercle vicieux qui apparaît dans les économies nationales à la suite de l'interaction de facteurs négatifs, un cercle vicieux existe au niveau de l'économie mondiale. Les implications de ces phénomènes sont importantes quant à la formulation d'une stratégie économique visant à tirer l'économie mondiale d'une situation insatisfaisante dans de nombreux domaines : production, commerce, inflation, protectionnisme, termes de l'échange et endettement des pays en développement.

La seconde interprétation de l'apparition de l'inflation et de son processus de transmission entraînant un déséquilibre de l'économie mondiale implique l'adoption d'une stratégie économique quelque peu différente pour faire face à cette crise. Cette stratégie recommande en premier lieu que des efforts simultanés soient déployés pour stabiliser la situation (c'est-à-dire réduire les taux d'inflation et les déficits des paiements) et intensifier les forces expansionnistes favorables à une poursuite de la croissance de l'économie mondiale. Le deuxième grand principe de cette stratégie est que l'effort de stabilisation ne peut se limiter aux économies nationales les plus instables (en matière d'inflation, de déficits de paiements, etc.), mais que cet objectif de stabilisation dynamique de l'économie mondiale devrait être poursuivi avec la participation active de tous les pays — tant excédentaires que déficitaires, tant industrialisés qu'en développement — ce qui suppose bien entendu que l'on puisse assurer à l'échelon international la coordination nécessaire.

LA QUESTION EST de savoir comment formuler une politique économique capable d'enrayer les pressions inflationnistes, d'une part, et, d'autre part, de donner un nouvel élan au processus de développement économique. Bien que cela puisse sembler para-

doxal, je pense que le point de départ de la formulation d'une telle stratégie réside dans le principe monétariste selon lequel il n'y a qu'une faible marge de compensation entre la croissance économique et les taux d'inflation et qu'il n'y a aucune compensation à long terme. Cependant, les monétaristes en ont tiré une conclusion entachée d'une certaine partialité mais qui est devenue une proposition généralement admise ou presque, à savoir qu'une politique monétaire expansionniste et l'apparition de pressions inflationnistes peuvent, dans une certaine mesure et temporairement seulement, augmenter le taux de croissance économique, tandis qu'ultérieurement, sous l'influence directe de la contrainte de la balance des paiements, le taux de croissance tombera inévitablement au-dessous du taux tendanciel. Toutefois, on peut tirer de la proposition monétariste ci-dessus une conclusion totalement différente, à savoir que la détermination du taux de croissance économique et celle du taux d'inflation sont deux processus qui, bien que liés, sont essentiellement séparés. Cette conclusion se raccorde toutefois au modèle monétariste dans lequel les agrégats monétaires, par leur effet sur la formation du revenu nominal, sont les principaux facteurs d'inflation, tandis qu'à long terme, ces agrégats n'influencent pas la formation des flux réels. Le modèle monétariste semble toutefois n'avoir résolu le problème que partiellement, du fait qu'il cherche à contrôler les mouvements macroéconomiques uniquement par une régulation de la masse monétaire, ce qui signifie que seul l'aspect stabilisateur de la politique économique est reconnu. L'aspect développement économique n'est pas pris en considération dans une telle politique, car on admet implicitement qu'une politique de stabilisation ferme créera des conditions favorables à la relance d'une activité économique dynamique, d'abord et avant tout par le biais des investissements des entreprises.

Cependant, si nous partons du concept de déséquilibre fondamental au sein de l'économie mondiale caractérisé par l'existence simultanée de facteurs inflationnistes et déflationnistes, et si les circonstances sont différentes selon les économies, une stratégie économique visant à éliminer le déséquilibre fondamental à l'échelle mondiale devrait être formulée de manière à enrayer les forces inflationnistes et à donner en même temps une impulsion expansionniste au développement économique. A mon avis, la stratégie économique ne devrait pas être orientée uniquement vers la lutte contre l'inflation à un stade et la lutte contre la récession à un stade

ultérieur. Je pense qu'une stratégie économique adéquate devrait s'attaquer en même temps à l'inflation et à la récession étant donné qu'elles se produisent simultanément sur les plans intérieur et international.

Il faut cependant déterminer s'il est réellement possible de formuler une stratégie économique propre à juguler tant les forces inflationnistes que les forces déflationnistes aux niveaux intérieur et international. Dans le cas d'une combinaison optimale des diverses politiques, la politique monétaire appuyée par d'autres instruments, en particulier les politiques budgétaire et des revenus, jouerait le rôle principal dans la lutte contre les forces et les anticipations inflationnistes. Toutefois, l'essentiel, dans cette stratégie, c'est que le rôle stabilisateur de la politique monétaire ne pourra être maintenu qu'avec la mise en jeu de toute autre composante du système économique exerçant une influence expansionniste à long terme sur l'économie. Je pense qu'on ne peut plus réellement compter sur l'automatisme des mécanismes du marché pour créer, au moyen d'une évaluation optimale des facteurs de production par le marché, un environnement macroéconomique propre à assurer une stimulation économique suffisante, d'abord et avant tout par des investissements fixes dans le secteur des entreprises.

La stratégie keynésienne, qui met l'accent sur le rôle de la politique budgétaire, nécessiterait la formation d'une demande globale suffisante dans les pays industrialisés. Selon ce concept, les capitaux excédentaires sur les marchés financiers qui, dans les conditions actuelles, ne peuvent être absorbés par les entreprises et les ménages seraient mobilisés par l'Etat pour financer le déficit budgétaire. Les écarts déflationnistes survenant parfois dans les circuits de revenus seraient ainsi compensés. La politique gouvernementale de financement du déficit budgétaire par des ressources de trésorerie devrait toutefois être extrêmement flexible, de façon à pouvoir s'adapter rapidement et aussi précisément que possible à toute modification du rapport entre la demande et l'offre de capitaux sur le marché financier. L'expérience a montré qu'un gouvernement ne peut modifier sa politique de financement du déficit au même rythme que celui auquel le rapport entre la demande et l'offre de capitaux varie; c'est pourquoi à long terme la part du secteur public dans la répartition finale du revenu national augmente de manière excessive et nuit au progrès de l'économie. On a vu que la politique gouvernementale de financement du déficit

budgétaire par des ressources de trésorerie peut entraîner une augmentation de la demande globale à court terme (parfois même excessive), mais qu'elle conduit à une détérioration de la composition de la demande globale, du fait que la principale incitation au développement provient de la consommation du secteur public.

Les encouragements à l'exportation constituent le deuxième grand facteur favorisant l'apparition de processus économiques plus dynamiques aux niveaux intérieur et international. L'expérience a montré que durant l'après-guerre les pays industrialisés qui enregistraient une forte expansion de leurs exportations, à savoir les pays qui appliquaient la stratégie de la croissance par les exportations (la République fédérale d'Allemagne et le Japon), obtenaient de meilleurs résultats non seulement en matière de développement économique mais aussi dans le domaine de la stabilisation. D'autre part, une forte croissance des exportations entraîne une augmentation des investissements fixes, ce qui signifie que les capacités de production se développent de façon à satisfaire la demande globale accrue. Une stratégie reposant sur une augmentation importante des exportations, et donc sur une augmentation des investissements fixes, pourrait donner une forte impulsion au développement économique; toutefois, la politique monétaire associée à d'autres instruments de politique économique dans le domaine de la répartition des revenus pourrait, de plus en plus, assumer le rôle de stabilisateur à long terme. En d'autres termes, les exportations et les investissements exerceraient une influence expansionniste sur la croissance de l'économie réelle et deviendraient le moteur du système économique, tandis que la politique monétaire pourrait avoir pour objectif un ralentissement de la croissance du revenu nominal. Une telle stratégie créerait des conditions favorables à une réduction progressive des disparités entre la croissance du revenu réel et celle du revenu nominal.

C'est ainsi que j'en arrive à me demander si, dans les circonstances actuelles, il est réaliste de s'attendre que la croissance des exportations joue un rôle moteur dans un processus de relance de l'activité économique mondiale. Chacun sait que même le Japon, après l'augmentation spectaculaire de ses exportations durant l'après-guerre, a donné la priorité à l'expansion de la demande intérieure dans son plan de développement septennal, probablement en raison des perspectives peu encourageantes du commerce mondial et de la production pour les prochaines années. Une croissance rapide des exportations mondiales sur la base de

l'automatisme du marché apparaît hors de question pour les années à venir. Dans les circonstances économiques actuelles, ce problème ne peut être résolu qu'à l'échelle mondiale et de façon organisée. En fait, le seul moyen pratique qui permette à présent de relancer une croissance de la production et du commerce mondial en perte de vitesse est, semble-t-il, la mise en place d'un mécanisme international qui donnerait un coup de fouet au système économique mondial. J'entends par là que le déséquilibre fondamental actuel de l'économie mondiale provient essentiellement de ce que le système a beaucoup perdu de sa vitalité. Ce n'est qu'en créant une nouvelle force motrice qu'il sera possible de surmonter la stagnation actuelle du système économique mondial.

Pour favoriser une reprise économique mondiale, il serait essentiel que le pouvoir d'achat des pays en développement non producteurs de pétrole augmente à un rythme plus élevé; cette augmentation se traduirait par une circulation plus rapide des capitaux entre ces pays et les pays industrialisés, ce qui entraînerait une accélération du développement économique mondial. Ainsi, la relance de l'activité économique mondiale interviendrait sous l'effet d'une expansion du commerce international, dont le taux de croissance pourrait se situer au niveau moyen enregistré durant les années 60 (environ 9 pour 100 par an). Il est toutefois inconcevable d'attendre un nouvel accroissement de la demande d'importations des pays en développement non producteurs de pétrole au moyen d'une augmentation de leur endettement sous forme de prêts commerciaux, comme cela a été le cas depuis 1974. Les pays en développement ont, ces six dernières années, réussi à modérer la chute de leur taux de croissance en effectuant des emprunts excessifs à l'étranger aux conditions du marché, mais les ratios du service de leur dette par rapport à leur produit national brut et à leurs recettes courantes en devises ont atteint des niveaux qui limitent de plus en plus un nouvel accroissement de leur capacité d'emprunt aux conditions du marché.

Je pense qu'il conviendrait d'accroître plus rapidement le pouvoir d'achat des pays en développement non producteurs de pétrole par les moyens suivants : stabilisation des termes de l'échange entre produits primaires et biens manufacturés sur le marché mondial, réduction progressive du protectionnisme des pays industrialisés (qui pourrait être facilitée par une croissance plus dynamique de l'économie mondiale) et progression des flux de capitaux à des

conditions libérales vers les pays en développement non producteurs de pétrole.

DANS LE PROCESSUS d'accroissement du pouvoir d'achat des pays en développement non producteurs de pétrole, le Fonds monétaire international a un rôle important à jouer, en ce qui concerne le financement des balances des paiements et la création de droits de tirage spéciaux (DTS). Pour financer le déficit de leurs transactions courantes, les pays en développement non producteurs de pétrole ont eu tendance, durant les années 70, à emprunter de plus en plus auprès des banques commerciales sur les marchés financiers, au lieu de recourir aux ressources du Fonds. Nous savons tous que les pays en développement souhaitent que le Fonds prolonge les délais de remboursement des crédits qu'il accorde et assouplisse les conditions d'utilisation de ces crédits, en particulier lorsque les déficits de paiements sont dus aux possibilités réduites de développement des exportations vers les marchés des pays industrialisés.

L'émission de DTS constitue un autre mécanisme de création de liquidité internationale par le Fonds. La stratégie suivie durant les années 70 pour créer ce nouveau type d'actifs de réserve a été trop prudente et défensive. A l'origine de l'accroissement des réserves dans le monde, on trouve en premier lieu l'augmentation des avoirs en devises (les avoirs en dollars représentant 80 pour 100 des réserves totales) et, par la suite, l'appréciation de l'or. Entre 1970 et 1978, l'augmentation annuelle moyenne des avoirs en DTS a été d'environ 1 milliard de DTS, tandis que l'augmentation annuelle des réserves de change a été à peu près vingt fois plus élevée. Pour les années 80, il est nécessaire de formuler une nouvelle stratégie plus audacieuse pour faire du DTS le principal instrument de réserve de l'économie mondiale. A ce propos, j'ai effectué récemment une projection concernant l'expansion des DTS durant les années 80, dans le cadre de mon article intitulé "La stratégie de création des DTS" publié dans la revue économique yougoslave, *Finansije*¹.

Pour rendre l'économie plus dynamique, en particulier par le biais des échanges entre pays industrialisés et pays en développement, le système économique mondial dispose d'un outil puissant et adéquat : le lien entre la création de DTS et le financement du dévelop-

¹N° 7-8 (juillet-août 1979), p. 399-420, en serbo-croate.

pement. Si l'on adopte une stratégie visant à accélérer le rythme de croissance de l'économie mondiale, on pourra obtenir des résultats appréciables en augmentant le pouvoir d'achat des pays en développement et en leur permettant ainsi d'acheter des marchandises dans les pays industrialisés. S'il était instauré, un tel lien aurait pour conséquence directe et immédiate de relever les niveaux d'utilisation des ressources dans les pays industrialisés et de porter à un niveau satisfaisant la demande globale dans ces pays, ce qui aurait pour effet de relancer leurs investissements fixes. Il me semble absurde que d'immenses capacités restent inutilisées dans un secteur de l'économie mondiale en raison de l'impossibilité de commercialiser la production potentielle, tandis que dans un autre secteur, des projets d'investissements viables ne peuvent pas être exécutés en raison de l'insuffisance du pouvoir d'achat. Pourquoi n'utiliserait-on pas une partie du pouvoir d'achat créé par le Fonds pour relever le niveau d'utilisation de la capacité de production dans les pays industrialisés et pour financer des projets d'investissements supplémentaires dans les pays en développement? Parmi diverses options possibles quant au lien entre la création d'actifs de réserve internationaux et le financement des investissements, nous pourrions retenir la variante la plus acceptable, c'est-à-dire celle qui a le moins d'effets secondaires défavorables.

En bref, il me semble que les problèmes de l'économie mondiale sont extrêmement complexes. Cette complexité se traduit par le fait que l'économie mondiale s'éloigne des critères de réalisation acceptables en matière de production, d'échanges, d'inflation, d'ajustements structurels continus, de déséquilibres des paiements et de niveaux d'endettement extérieur. Le fait que ces problèmes sont particulièrement aigus dans les pays en développement non producteurs de pétrole est très préoccupant. Dans une situation aussi complexe, il paraît inacceptable d'isoler le problème de l'inflation de toute une gamme d'autres problèmes auxquels l'économie mondiale doit faire face, et d'essayer de formuler une stratégie économique unidimensionnelle. Si la situation économique internationale est aussi complexe qu'elle m'apparaît, la seule attitude rationnelle serait d'agir sur l'ensemble des principaux facteurs à l'origine des résultats insatisfaisants enregistrés par l'économie mondiale ou, en d'autres termes, de créer une stratégie multidimensionnelle.

Enfin, je tiens à ajouter que le deuxième concept de stabilisation dynamique de l'économie mondiale n'est réaliste que s'il est appliqué

de façon ordonnée et à l'échelle mondiale. Il me semble que le Fonds pourrait devenir une institution mondiale dont l'objet serait d'assurer des ajustements adéquats des politiques nationales en matière de balance des paiements et de gestion de l'économie, qui auraient pour effet, au niveau international, de créer un environnement favorable à une expansion plus rapide du commerce et de la production mondiale, et à une réduction progressive des taux d'inflation et des déficits de paiements. En fait, le Fonds a ébauché un premier mouvement dans cette direction en appliquant une stratégie à moyen terme de développement coordonné et d'ajustement des balances de paiements. De toute évidence, cette stratégie n'a pas été suffisamment élaborée et il n'existe pas encore de dispositif propre à assurer que l'économie mondiale et, de ce fait, la plupart des économies nationales obtiendront de meilleurs résultats. Mais, il est évident aujourd'hui que toutes les économies nationales, quels que soient leur niveau de développement économique et les autres facteurs qui les différencient, ont tout intérêt à coopérer, et il est de plus en plus admis qu'une croissance stable et vigoureuse de l'économie mondiale est une condition indispensable à la régulation de l'activité économique au niveau national.

* * *

M. MARTIN : Merci, M. le professeur, de ces observations intéressantes.

Voici maintenant notre dernier orateur. Nous nous félicitons tout particulièrement de le compter parmi nous aujourd'hui. Il travaille au Fonds monétaire international depuis 1947. Il a été honoré dans son propre pays, à la fois en tant qu'économiste et que philosophe. Il est actuellement Conseiller économique et Directeur du Département des études du Fonds monétaire international. M. Jacques Polak.

L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Jacques J. Polak

DANS SA CONFÉRENCE PASSIONNANTE, M. Burns a défendu devant nous la thèse selon laquelle l'inflation aux États-Unis et dans

les autres pays du monde industrialisé est un phénomène séculaire, né de courants philosophiques et politiques apparus il y a une cinquantaine d'années. Je n'ai pas pour tâche aujourd'hui d'entamer une discussion de cette thèse réaliste, voire déprimante. Toutefois, moins dans le but de discuter que d'éclaircir un peu ce qui pourrait apparaître sinon comme une grisaille sans fin, je tiens à rappeler certains faits qui semblent indiquer une tendance assez différente : par exemple, les 15 années de stabilité des prix aux Etats-Unis entre les conflits de la Corée et du Viet Nam, le succès remarquable de la lutte contre l'inflation remporté par certains pays européens depuis 1974, et la stabilité relative des prix dans la plus grande partie de l'Extrême-Orient.

En ce qui concerne le système monétaire international, M. Burns ne croit pas qu'un retour à la stabilité soit possible tant que les forces inflationnistes n'auront pas été suffisamment maîtrisées dans la plupart des pays industrialisés, en particulier aux Etats-Unis. Je pense que nous sommes tous d'accord sur ce point fondamental. Mais cela ne veut pas dire pour autant qu'il faille négliger le système monétaire international tant que la victoire sur l'inflation n'a pas été remportée. Au contraire, il y a maintenant beaucoup à faire sur le plan international. Notre tâche est, premièrement, d'approfondir notre compréhension du système actuel; deuxièmement, de nous efforcer de discerner certaines tendances susceptibles d'en amorcer l'évolution; et troisièmement, d'orienter le système dans la direction qui nous paraît être la bonne.

Même la première de ces tâches est loin d'être simple. Il existe, en fait, une remarquable absence d'accord sur ce qu'est le système actuel. Pour mentionner un fait banal, mais qui n'est peut-être pas totalement sans rapport avec notre propos : on n'en trouve nulle part une description que l'on puisse considérer comme celle du Fonds ni du rôle du Fonds dans ce système. D'année en année, divers aspects du système ont été décrits et analysés dans les rapports annuels du Fonds; mais, depuis la brochure de Marcus Fleming parue en 1964, *The International Monetary Fund: Its Form and Functions*¹, le Fonds n'a pas publié d'étude complète sur ce sujet. Trop d'observateurs pensent qu'ils peuvent éluder la question des caractéristiques du système actuel en le qualifiant de "système qui n'en est pas un". Trop de descriptions s'attardent sur le passé,

¹Série des brochures du FMI, n° 2 (Washington, 1964 — épuisée).

déplorant l'abandon des parités et de la convertibilité, tout comme une génération antérieure avait regretté la fin de l'étalon or.

Durant le temps limité qui m'est imparti, je ne tenterai pas de donner une description complète de la façon dont, à mon avis, le système actuel fonctionne. Je préfère plutôt présenter quelques observations sur un certain nombre de caractéristiques du système récemment apparues ou en cours d'apparition. Ce faisant, j'évoquerai certains aspects interdépendants de ce système : les taux de change, l'ajustement, la coordination des politiques économiques et les actifs de réserve. Mais, avant cela, une mise en garde générale s'impose.

Nous sommes nombreux à avoir des préférences marquées sur la façon dont nous aimerions voir le système évoluer. Ces sentiments ont tendance à influencer nos prévisions concernant ce système, et même les descriptions que nous en faisons. Cette propension, je crois, nous a valu assez de plaies et de bosses depuis une dizaine d'années pour que nous ayons compris qu'il convient de maintenir une distance suffisante entre nos préférences et nos prophéties. Per Jacobsson a souvent dit qu'"il est difficile de faire des prophéties, en particulier quand il s'agit de l'avenir". La façon dont beaucoup — peut-être même beaucoup d'entre nous ici — ont prédit les caractéristiques du système monétaire international est loin d'être impressionnante. Sur ce point, nous avons, comme l'a dit Churchill, de nombreuses raisons d'être modestes. Je ne citerai que trois exemples.

1. A la fin des années soixante et au début des années soixante-dix, on supposait généralement qu'en dépit des problèmes qu'ils avaient commencé à poser, les taux de change fixes devaient être maintenus. On disait que les gouvernements n'étaient pas prêts à fonder leur politique économique sur un autre système et la grande majorité des porte-parole des milieux d'affaires et des banques exprimaient le même point de vue. Néanmoins, les taux de change fixes n'ont pas tenu.

2. A la fin des années soixante, on s'accordait également à penser qu'il n'était ni possible ni souhaitable de répondre au besoin accru de liquidité dans le monde par une augmentation importante des dollars E.U. détenus dans les réserves des différents pays. Les Etats-Unis ne le souhaitaient pas et les autres pays non plus. C'est pourtant ce qui s'est produit.

3. Presque tout le monde considérait qu'une augmentation du prix de l'or était "impensable", que ce serait une renonciation à la

gestion intelligente des affaires monétaires internationales, même si ce pouvait être éventuellement une solution au problème de la liquidité. Cette augmentation s'est pourtant produite. L'or ne s'est pas plié au rôle de "DTS métallique" qu'on voulait lui faire jouer. Lorsque certains pays ont propulsé "l'or noir" au centre de la scène économique mondiale, ceux qui avaient la chance de détenir des quantités importantes de métal jaune ont décidé qu'ils devaient l'utiliser au maximum de sa valeur, laquelle n'a pas cessé d'augmenter.

Si j'ai cité ces trois exemples de prédictions inexactes concernant l'évolution possible du système monétaire, ce n'est pas pour donner l'impression que nous devons assister impuissants à une évolution qui nous est imposée par certaines forces de la nature aussi obscures qu'incontrôlables. Mais il convient de reconnaître qu'en raison de certaines forces économiques fondamentales, il est des caractéristiques du système qui sont inévitables et d'autres qu'il est impossible de lui donner, quels que puissent être notre aversion pour les premières et notre désir de voir adopter les secondes. Parmi ces forces, je mentionnerai : des intérêts nationaux prépondérants, le rôle croissant, durant la période d'après-guerre, des courants commerciaux et en particulier des mouvements de capitaux internationaux, et l'inflation mondiale de la dernière décennie.

Ces forces imposent certaines limites à nos moyens d'action sur le système, à la fois lorsque nous voulons en conserver certains aspects et lorsque nous voulons en modifier d'autres. Mais, dans ces limites mêmes, nous pouvons agir amplement. Les dispositions financières sont le résultat de nos décisions. Notre aptitude à diriger le système dépend non seulement des circonstances, mais aussi — et ceci est crucial — de l'opportunité des dispositions prises. Le processus de réforme du système international nécessite non seulement une volonté politique, mais aussi, et tout autant, la mise au point de structures pouvant fonctionner malgré toutes les pressions et perturbations qui caractérisent un climat même favorable.

PARMI LES ASPECTS du système que je désire aborder, je commencerai par les taux de change. Il n'est pas besoin d'être anormalement modeste pour constater que la principale modification intervenue entre 1971 et 1973 dans le système des changes n'a pas été le fruit du deuxième amendement aux statuts du Fonds, qui n'est entré en vigueur qu'en avril 1978. Il convient cependant de noter que le

nouvel article IV va plus loin qu'une adaptation des formes légales à une réalité différente. Les *dispositions* en matière de taux de change ont été laissées au libre choix des pays membres. C'était inévitable étant donné que le fait était déjà accompli. Mais c'est par l'exercice d'un choix libre que les *politiques* de change ont été soumises à la ferme surveillance du Fonds.

L'expérience des toutes dernières années montre qu'en matière de change, il est plus efficace de se concentrer sur les politiques que sur les dispositions. Les catégories parfois utilisées pour décrire les systèmes de taux de change — "fixes", "flottants", "dirigés" — sont de bien peu d'utilité pour classer les combinaisons multiples de dispositions et de politiques adoptées par les pays membres. De fait, le Fonds, qui a étudié de façon approfondie cette question, ne peut faire mieux que de reléguer les dispositions adoptées par près d'un tiers des pays membres dans une catégorie dite "Autres", qui inclut tous les grands pays industrialisés, à l'exception de la République fédérale d'Allemagne.

Le nouvel article IV précise que des "conditions de base ordonnées" sont "nécessaires à la stabilité économique et financière". Elles le sont sans aucun doute; en l'absence des conditions de base nécessaires, les tentatives faites pour parvenir à la stabilité des changes au moyen de contrôles ou d'interventions sont vouées à l'échec. Mais l'article IV présente aussi un autre aspect, et c'est à cet aspect que la surveillance du Fonds a trait le plus directement. La disposition à laquelle je fais allusion impose aux pays membres — qu'ils réussissent ou non à établir des conditions de base ordonnées — l'obligation de ne pas maintenir un taux de change qui ne convienne pas économiquement. Cette obligation n'est pas formulée en des termes aussi clairs et intelligibles. Il est cependant stipulé que "chaque membre. . . évitera de manipuler les taux de change ou le système monétaire international afin d'empêcher l'ajustement effectif des balances de paiements" — autrement dit, les pays ne doivent pas donner à leur monnaie une valeur trop élevée — "ou d'obtenir des avantages compétitifs indûs vis-à-vis d'autres membres" — autrement dit, les pays ne doivent pas donner à leur monnaie une valeur trop faible. En exerçant ce rôle de surveillance, le Fonds encourage le prompt ajustement des taux de change qui ne conviennent pas; et il favorise de ce fait la réalisation de l'un des ses grands objectifs qui est "d'abrèger la durée et de réduire l'ampleur des déséquilibres des balances de paiements des membres".

Comme l'indique le Rapport annuel de cette année, le Fonds exerce également de plus en plus son pouvoir de surveillance dans un sens plus large. Dans leurs études sur la situation et les perspectives de l'économie mondiale, les services du Fonds accordent de plus en plus d'attention à l'incidence des politiques économiques intérieures des principaux pays industrialisés sur l'activité économique et la position des paiements de tous les pays. Dans de récents communiqués, le Comité intérimaire a exprimé son opinion sur la façon dont une stratégie concertée en matière de politique économique peut contribuer à une croissance non inflationniste et à la réduction des déséquilibres des paiements et, par ce fait même, à une plus grande stabilité sur les marchés des changes. Ces dernières années, il a été en effet particulièrement important pour les pays de réorienter les divers aspects de leur politique économique respective afin d'éviter des pressions excessives sur le dollar E.U., principale monnaie de réserve du système. Mais il ne faudrait pas que cette préoccupation particulière mène à des généralisations hâtives et incite à poser, en général, comme principe caractéristique du système, que c'est en coordonnant les politiques de la demande que l'on doit chercher à stabiliser les taux de change. Cette approche pour parvenir à la stabilité des taux de change apparaîtrait, j'en suis sûr, trop incertaine dans ses effets et supposerait trop de contraintes et trop de sacrifices au détriment des autres objectifs de politique nationale.

La surveillance des taux de change au sens plus étroit présente également des difficultés, bien que les pays soient nettement plus disposés à débattre de politiques de change. Les tabous d'autrefois ne sont plus de mise, mais on peut se demander combien il s'en cache encore derrière les multiples raisons que les pays invoquent pour retarder la modification de taux de change qui caractérisent indéniablement une situation de déséquilibre. Les pays développés, tout comme les pays en développement, ont une série d'arguments pour justifier leur inaction dans ce domaine : courbe en forme de J, décalages, indexation des salaires, faibles élasticités, importance prédominante des facteurs de demande. Il serait trop long d'examiner chacun de ces arguments. Je vous prie donc de m'excuser si je passe sans transition à une conclusion que je formulerai en ces termes : aucun pays n'a intérêt à conserver pour sa monnaie un taux correspondant à une situation de déséquilibre et, en fin de compte, aucun pays n'y parvient.

L'ÉLEMENT DE LA RÉFORME SANS DOUTE LE PLUS INTÉRESSANT à l'heure actuelle a trait aux actifs de réserve du système. Jusqu'à présent, l'évolution dans le sens de l'internationalisation des actifs de réserve, c'est-à-dire les progrès du DTS, a été lente en termes absolus et même rétrograde en termes relatifs. Créé à la fin des années soixante comme l'instrument qui devait permettre d'accroître les réserves, ce que l'or ou le dollar ne pouvaient ou ne devaient faire, le DTS est resté en marge, de 1972 à 1978, tandis qu'augmentaient le prix de l'or et la quantité des dollars détenus en réserve. Les allocations de DTS ont repris récemment. Mais face aux augmentations annuelles des réserves de change, qui représentent en moyenne l'équivalent de quelque 25 milliards de DTS pour les cinq dernières années, les allocations, à raison de 4 milliards de DTS par an, ont bien peu de chances de contribuer substantiellement à la réalisation de l'objectif des nouveaux Statuts, consistant à "faire du droit de tirage spécial le principal instrument de réserve du système monétaire international".

Toutefois, il semble maintenant qu'un net mouvement dans cette direction ne soit pas exclu, étant donné l'intérêt que commence à susciter la possibilité d'un compte de substitution géré par le Fonds, par l'intermédiaire duquel un montant important de dollars détenus en réserve par les pays membres serait remplacé par des créances libellées en DTS. Cette progression repose, comme toutes les étapes de la réforme, sur un ensemble harmonieux d'intérêts nationaux et sur une formule techniquement réalisable; il apparaît maintenant raisonnable de penser que ces conditions sont à présent remplies. Dans une récente allocution, le Sous-secrétaire aux affaires monétaires du Trésor, Anthony M. Solomon, a indiqué que les Etats-Unis reconnaissent maintenant qu'"une réduction progressive de l'importance relative du dollar dans le monde semblerait compatible avec l'évolution fondamentale de l'économie mondiale". De nombreux détenteurs officiels semblent désireux de rendre leur portefeuille de réserves moins tributaire de la valeur d'une seule monnaie, mais en sont empêchés du fait que d'importants changements dans la composition des réserves en vue d'une diversification par l'intermédiaire du marché seraient à la fois difficiles à effectuer et auraient des effets perturbateurs. Enfin, grâce à des efforts intensifs, nous sommes peut-être maintenant à même de formuler une méthode de substitution équitable et réalisable, ce que le Comité des vingt n'avait pas réussi à faire.

Quelles raisons avons-nous de supposer qu'un compte de substitution, même s'il peut faire l'objet d'un accord, changera beaucoup le système? Après tout, selon les décisions qui ont déjà été prises, plus de 20 milliards de DTS auront été alloués au début de 1981; et pourtant, force est de reconnaître qu'avec des réserves officielles dépassant largement 200 milliards de dollars, le système repose encore essentiellement sur le dollar. Si un compte de substitution apportait au système quelques dizaines de milliards de créances en DTS et en retirait un montant correspondant de dollars E.U., en quoi la nature du système serait-elle modifiée? Nul ne peut répondre avec certitude, mais il est clair que le compte de substitution est la seule grande voie ouverte à la réforme qui soit du domaine du possible, maintenant ou dans l'avenir prévisible. Un compte de substitution pourrait contribuer à faire évoluer le système monétaire international vers une plus grande stabilité, et c'est là l'avantage le plus immédiat qu'il serait à même d'offrir. Mais il pourrait apporter plus encore. En accroissant progressivement la part des DTS et des actifs libellés en DTS dans les réserves des pays et en introduisant ces actifs dans les avoirs non officiels également, le compte pourrait graduellement atténuer l'asymétrie du système imputable à la place spéciale qu'occupent les monnaies de réserve, le dollar en particulier. Nous ne savons pas précisément ce que l'avenir de ce compte nous réserve et il serait téméraire de faire des promesses à cet égard. Mais ce que la tentative précédente nous a appris, c'est que la réforme ne peut pas être réalisée d'un seul coup. Nous trouverons peut-être un moyen de l'accomplir, si les étapes qui sont maintenant activement envisagées permettent une percée dans une nouvelle direction.

Le système monétaire international est un édifice excessivement complexe. Ses caractéristiques en ce qui concerne les taux de change, les actifs de réserve et les règles d'ajustement sont toutes étroitement liées, et des améliorations dans un domaine peuvent à la fois faciliter et nécessiter des améliorations dans d'autres domaines. Le perfectionnement du système peut contribuer à un meilleur fonctionnement de l'économie mondiale. Mais, je dirai pour conclure que, lorsque nous concentrons notre attention sur le système monétaire, nous ne devons jamais perdre de vue que, si bien conçu qu'il soit, aucun système ne donnera de résultats satisfaisants en l'absence de politiques économiques raisonnables, en particulier dans les principaux pays.

Conclusions

William McChesney Martin

JE SUIS CERTAIN que vous conviendrez avec moi que cette réunion a été l'une des plus utiles et des plus constructives que nous ayons eues. Lorsque vous aurez l'occasion d'étudier ces documents, vous verrez qu'un grand nombre d'idées stimulantes pour l'esprit ont été discutées ici aujourd'hui.

Le Ministre des Finances de la Yougoslavie nous honore de sa présence et conclura cette réunion par quelques mots. Il a fort aimablement accepté de venir prendre brièvement la parole devant nous. Nous tenons à lui faire part de notre reconnaissance pour l'aide que le Gouvernement yougoslave nous a apportée. J'ai donc l'honneur de vous présenter M. Petar Kostić, Ministre des Finances de la Yougoslavie.

Petar Kostić

MESDAMES ET MESSIEURS : Je suis désolé de n'avoir pu assister à l'ensemble de cette réunion très importante, mais je suis certain que vos discussions se révéleront très utiles, pour vous-mêmes, pour la prochaine Assemblée annuelle du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale et pour nous tous, non seulement aujourd'hui et dans les jours qui viennent, mais aussi à l'avenir. Au nom de notre Gouvernement, je vous souhaite un très agréable séjour. Merci.

Biographies

Arthur F. Burns est actuellement Distinguished Scholar in Residence (Maître de recherches) à l'American Enterprise Institute et Distinguished Professorial Lecturer (Maître de conférences) à l'Université Georgetown.

M. Burns est né en Autriche en 1904 et a obtenu sa licence, sa maîtrise et son doctorat à l'Université Columbia. Il a occupé un certain nombre de postes dans l'enseignement universitaire et dans la fonction publique avant de devenir Président du Comité des conseillers économiques en 1953. Parmi ses derniers postes, on peut citer la chaire d'économie John Bates Clark à l'Université Columbia et la présidence du Bureau national de la recherche économique. En 1969 et 1970, il a été conseiller du Président des Etats-Unis et de 1970 à 1978, Président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve.

M. Burns s'est vu décerner de nombreuses distinctions et grades honorifiques. Il est l'auteur d'un certain nombre d'ouvrages, dont le plus récent s'intitule *Reflections of an Economic Policy Maker*.

Milutin Ćirović est professeur d'économie monétaire à l'Université de Belgrade depuis 1970.

M. Ćirović est né en Yougoslavie en 1928 et a étudié les sciences économiques à l'Université de Belgrade, obtenu son premier diplôme en 1951 et son doctorat en 1957. Il a continué ses études à la London School of Economics. Avant de faire partie du corps enseignant de la faculté de sciences économiques à l'Université de Belgrade, M. Ćirović a été économiste auprès du Ministère des Finances et de la Banque nationale de Yougoslavie. Il est actuellement membre du Conseil de recherche de la Banque nationale de Yougoslavie, du Conseil de la Banque nationale de Serbie et du Comité des conseillers économiques de la Yougoslavie.

M. Ćirović participe activement à la publication du journal

Finansije et a écrit plusieurs ouvrages sur des sujets tels que la monnaie et le crédit et la théorie des ajustements des balances de paiements. Son livre sur le système monétaire international doit être publié prochainement.

Jacques J. Polak est Conseiller auprès du Directeur général du Fonds monétaire international. Auparavant, il a occupé les postes de Conseiller économique du Fonds (mai 1966-décembre 1979) et de Directeur du Département des études (juin 1958-décembre 1979). Il travaille au Fonds depuis janvier 1947.

Né aux Pays-Bas en 1914, M. Polak a obtenu sa maîtrise et son doctorat en sciences économiques à l'Université d'Amsterdam. Avant d'entrer au Fonds en 1947, il a travaillé au Secrétariat de la Ligue des nations (1937-43), à l'Ambassade des Pays-Bas à Washington (1943-44), et à l'Administration des Nations Unies pour les secours et la reconstruction (1944-46).

M. Polak a enseigné les sciences économiques à l'Université Johns Hopkins de Baltimore (1949-50) et à l'Université George Washington, à Washington, D.C. (1950-55). Il est membre de la Société d'économétrie, docteur honoris causa de l'Université Erasme de Rotterdam depuis 1972, et a été nommé Correspondant de l'Académie royale des sciences des Pays-Bas en 1978. M. Polak est l'auteur de *An International Economic System* et a écrit, en collaboration avec Jan Tinbergen, *The Dynamics of Business Cycles*, ainsi que de nombreux articles.

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, <i>Président</i>	
Adolfo C. Diz	Pierre-Paul Schweitzer
Wilfried Guth	Frank A. Southard, Jr.
J. de Larosière	Gengo Suzuki
René Larre	Marcus Wallenberg
H. Johannes Witteveen	

Bureau

Frank A. Southard, Jr., *Président*
Albert S. Gerstein, *Vice-président*
Gordon Williams, *Vice-président*
Joseph W. Lang, Jr., *Secrétaire*
Graham D. Perrett, *Trésorier*

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* — Exposés 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); versions anglaise et française épuisées
- 1968 *Les banques centrales et l'intégration économique* — Exposé de M.W. Holtrop; commentaires 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); version anglaise épuisée
- 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)
- 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); version anglaise épuisée

Les conférences Per Jacobsson (fin)

- 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)
- 1976 *Pourquoi les banques sont impopulaires* — Exposé de Guido Carli; commentaires de Milton Gilbert (Bâle); version espagnole épuisée
- 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; commentaires 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)

Les brochures, disponibles en anglais, en français et en espagnol, sauf indication contraire, sont distribuées gratuitement par 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 des conférences 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 International, 18 Bedford Row, Londres, WC1R 4EJ, Angleterre.