

FONDATION PER JACOBSSON
CONFERENCE DE 1980

Réflexions sur le système monétaire international

Guillaume Guindeg
Charles A. Coombs

Bâle (Suisse)

AVANT-PROPOS

La Conférence 1980 de la Fondation Per Jacobsson s'est tenue le dimanche 8 juin à Bâle (Suisse) dans l'auditorium de la Banque des règlements internationaux. La conférence, intitulée "Réflexions sur le système monétaire international" a été présentée par M. Guillaume Guindey, ancien Directeur général de la BRI, et commentée par M. Charles A. Coombs, ancien Vice-Président principal de la Banque de réserve fédérale de New York. La réunion, dont le compte rendu est donné dans la présente brochure, s'est tenue sous la présidence de M. William McChesney Martin, Président de la Fondation Per Jacobsson.

Ces conférences ont lieu chaque année sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson. La Fondation a été créée en 1964 en l'honneur de Per Jacobsson, troisième Directeur général du Fonds monétaire international, pour susciter une réflexion approfondie sur les problèmes d'actualité dans le domaine des affaires monétaires. Avant de devenir Directeur général du FMI, Per Jacobsson a été étroitement lié à la BRI pendant près d'un quart de siècle et il est donc particulièrement opportun que la conférence de cette année se soit tenue à Bâle, dans le cadre des cérémonies commémorant le cinquantième anniversaire de la BRI. La première conférence de la série a également été donnée à Bâle, en 1964.

Les conférences, publiées en anglais, en français et en espagnol, sont 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
Frank Vischer	1
William McChesney Martin	3
Guillaume Guindeg	4
REFLEXIONS SUR LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL	
Guillaume Guindeg	6
COMMENTAIRE	
Charles A. Coombs	19
QUESTIONS ET REPONSES	25
BIOGRAPHIES	28
FONDATEURS, CONSEIL D'ADMINISTRATION, BUREAU DE LA FONDATION	29
LES CONFERENCES PER JACOBSSON	30

Ouverture de la Conférence

William McChesney Martin

C'est pour moi un grand honneur que d'ouvrir la dix-septième Conférence annuelle de la Fondation Per Jacobsson. L'un de nos Présidents honoraires, M. Marcus Wallenberg, est parmi nous aujourd'hui et j'en suis particulièrement heureux. Notre autre Président honoraire, M. Eugene Black, est dans l'impossibilité de participer à cette réunion et nous envoie ses vœux pour la réussite de la conférence. Notre Président, M. Frank Southard, est présent à la tribune; ai-je besoin de rappeler le rôle essentiel qu'il a joué dans l'organisation des travaux de cette Fondation? Nous sommes également heureux de compter parmi nous la fille de Per Jacobsson, Erin Jusker-Fleetwood. Sa biographie de Per Jacobsson, publiée l'année dernière par Oxford University Press, a reçu un excellent accueil.

L'année qui vient de s'écouler a été bonne et je suis heureux de vous informer que la Fondation repose sur des bases financières saines et qu'elle poursuit activement l'accomplissement des tâches pour lesquelles elle a été créée.

Nous avons la chance d'accueillir aujourd'hui le recteur de l'Université de Bâle. C'est la cinquième réunion que nous tenons à Bâle et nous avons toujours eu des liens étroits avec l'Université. J'ai donc le plaisir de vous présenter M. Frank Vischer, recteur de l'Université de Bâle.

Frank Vischer

Monsieur le Président, Mesdames et Messieurs : en de maintes occasions, on demande au recteur de notre Université de prendre la

parole devant des assemblées telles que celle d'aujourd'hui. Mais les organisations qui nous présentent ces requêtes n'ont souvent que des liens fortuits avec l'Université et ne se souviennent souvent de l'existence de cette dernière que lorsqu'elles ont besoin d'un discours de bienvenue de la part du recteur. Or, ce n'est pas le cas aujourd'hui. Loin d'être une obligation, ma participation à cette conférence me procure un réel plaisir. C'est donc avec joie et enthousiasme que j'ouvre la Conférence Per Jacobsson de cette année et je saisis cette heureuse occasion pour vous adresser la bienvenue au nom de notre Université et pour me féliciter des liens étroits qui existent entre l'Université et la Banque des règlements internationaux.

Cette année, la BRI célèbre son cinquantième anniversaire. C'est là un grand événement, tant pour les participants à cette conférence que pour la communauté bâloise. Si, dans notre cité tranquille de Bâle, flotte un léger parfum international, si le nom de Bâle est connu en dehors de la "regio basiliensis", c'est grâce à nos industries, peut-être — du moins je l'espère — grâce à notre Université, et certainement grâce à la BRI, seule organisation internationale importante située dans notre canton. L'Université a des liens étroits avec la BRI — en particulier les facultés de sciences économiques et de droit. Ces liens trouvent de multiples expressions — échanges personnels, coopération mutuelle, dons, ainsi que l'intérêt que les professeurs et les étudiants de nos facultés de sciences économiques et de droit portent aux activités de la BRI. Les vues de la BRI, en matière de droit et de sciences économiques, tant sur le plan national que sur le plan international, font toujours l'objet d'une grande attention. Pour moi, en tant que spécialiste du droit international, la BRI est un sujet que j'étudie et auquel je m'intéresse de près, puisqu'il s'agit d'une des rares organisations dont le caractère est véritablement international. Par conséquent, je remercie les dirigeants et le personnel de la BRI pour l'intérêt constant qu'ils ont témoigné à l'Université.

Cinquième à se dérouler à Bâle, la conférence d'aujourd'hui est la dix-septième organisée annuellement dans le cadre de la Fondation Per Jacobsson. La dernière conférence donnée à Bâle avait pour titre "Pourquoi les banques sont impopulaires", et pour auteur M. Guido Carli. Je crains que depuis lors, la popularité des banques n'ait guère augmenté, du moins en ce qui concerne la Suisse. Aujourd'hui, M. Guillaume Guindeg, ancien Directeur général de la BRI, va nous faire part de ses vues sur le système monétaire international, système qui est sans aucun doute encore en déséquilibre et qui a bien besoin de votre soutien.

Il convient certainement de rappeler aujourd'hui le nom de Per Jacobsson, en l'honneur de qui cette série de conférences a été instituée. La BRI est l'organisation à laquelle Per Jacobsson a consacré ses extraordinaires talents pendant vingt-quatre ans avant d'accéder, en 1956, au poste de Directeur général et de Président du Conseil d'administration du Fonds monétaire international. C'est pourquoi il est particulièrement opportun que la Conférence Per Jacobsson de cette année se tienne en liaison avec les célébrations du cinquantième anniversaire de la BRI, institution à laquelle le nom de Per Jacobsson sera toujours associé.

Dans quelques instants, M. Guindey donnera sa conférence intitulée "Réflexions sur le système monétaire international". Pour traiter ce sujet, notre conférencier s'inspirera largement, j'en suis sûr, de sa longue expérience des affaires monétaires et de son approche pragmatique des problèmes dans ce domaine. Après la conférence, M. Charles A. Coombs, ancien Vice-Président principal de la Banque de réserve fédérale de New York, a aimablement accepté de nous faire part de ses observations sur le sujet traité. Je n'ai certes pas besoin de vous rappeler que M. Coombs est régulièrement venu à Bâle pendant quinze ans, jusqu'en 1975, année où il prit sa retraite. En 1976, il a publié un ouvrage intitulé *The Arena of International Finance*. Cet ouvrage, non seulement nous donne une vue pénétrante des marchés de l'or et des changes pendant les années 60 et 70, mais nous remet en mémoire les liens étroits que M. Coombs a eus avec Bâle pendant de nombreuses années.

Mesdames et Messieurs, je vous remercie de nouveau de votre aimable attention et d'avoir ainsi exprimé votre attachement à Bâle et à son Université.

William McChesney Martin

Merci, M. Vischer, pour ces mots aimables de bienvenue.

Au fil des ans, j'ai eu de nombreuses occasions de m'entretenir avec Per Jacobsson; en particulier, je me souviens très bien d'une discussion que nous avons eue, à Bâle précisément, et dans laquelle il essayait de m'expliquer certaines choses. Si ma mémoire est fidèle, le thème de cette conversation était le suivant : on peut imprimer toute la monnaie que l'on veut mais l'on ne peut pas imprimer du capital; le capital provient de l'épargne et de l'investissement. Jamais je n'oublierai ces paroles.

J'ai entretenu au cours des années d'excellentes relations avec notre premier orateur et je n'ai pas besoin de vous rappeler le dynamisme et les maintes qualités de Monsieur Guillaume Guindey.

Guillaume Guindey

Merci, Monsieur le Président, pour ces paroles très aimables.

Permettez-moi de vous dire d'abord que je suis très honoré d'avoir été invité à prononcer la conférence de cette année. J'ai eu une longue carrière — associée pour une large part au Trésor français pendant les moments difficiles où le Gouvernement français n'était pas, c'est le moins qu'on puisse dire, très stable. J'ai donc dû exercer mes fonctions sous un certain nombre de ministres des finances — plus de dix, me semble-t-il. Il s'agissait de personnalités très différentes les unes des autres. En fin de compte, j'en suis venu à la conclusion qu'on pouvait les ranger dans deux catégories. Il y avait les ministres qui m'appelaient au téléphone pour me dire: "M. Guindey, j'aimerais vous voir. Pouvez-vous monter dans mon bureau s'il vous plaît?" Et il y avait ceux qui m'appelaient au téléphone pour me dire: "M. Guindey, je désire vous voir. Pourriez-vous descendre dans mon bureau s'il vous plaît?"; mais aucun d'entre eux, je dis bien aucun, ne s'est jamais rendu compte que je ne pouvais ni monter ni descendre dans leur bureau puisque le mien était situé au même étage que celui du ministre.

Je vous suis également très reconnaissant, Monsieur le Président, d'avoir demandé à Charles Coombs de commenter mon exposé. Ce choix me réjouit particulièrement. Charles Coombs est un bon et vieil ami. Lorsqu'il était Vice-Président principal de la Banque de réserve fédérale de New York, où il a accompli, à mon avis, un travail extraordinaire, j'ai eu avec lui des relations de coopération particulièrement agréables et, me semble-t-il, fructueuses, dont je lui suis très reconnaissant. Le choix de Charles Coombs pour commenter mon exposé présente toutefois un petit problème : il y a quelques années, comme l'a justement rappelé Monsieur le Recteur, Charles Coombs a écrit un très bon ouvrage sur les questions monétaires internationales et il a été assez aimable pour me l'envoyer. Je lui ai dit que je pensais pouvoir être d'accord avec la quasi-totalité de ce qu'il avait écrit. Quelques années plus tard, il s'est trouvé que j'ai également écrit un livre sur plus ou moins le même sujet. Je lui ai envoyé l'ouvrage et il me répondit qu'il ne s'était jamais rendu

compte combien nos pensées étaient proches l'une de l'autre. Donc, depuis que j'ai appris qu'il avait été choisi pour commenter mon exposé, je redoute un peu que nous ne trouvions pas suffisamment de matière pour alimenter un différend intéressant et un débat animé. Pour éviter qu'il en soit ainsi, j'ai délibérément introduit dans mon exposé quelques idées sur lesquelles il risque de ne pas être d'accord. Nous allons donc voir si j'ai réussi ou non dans cette entreprise.

Réflexions sur le système monétaire international

Guillaume Guindey

On dit volontiers aujourd'hui que le système monétaire international a besoin d'être repensé et refondu. On ajoute quelquefois qu'il ne mérite même plus le nom de système. Ces critiques me paraissent excessives. Peut-être sommes nous, dans une certaine mesure, plutôt en présence d'un *modus vivendi* que d'un système à proprement parler. Peu importe. Système ou *modus vivendi* — je préfère continuer à dire système — l'organisation actuelle me paraît, compte tenu des données qui prévalent aujourd'hui dans le monde, assez bien adaptée à ces données. Certes, elle n'est pas parfaite et pourrait être améliorée : je dirai quelques mots tout à l'heure de certaines améliorations auxquelles on peut songer. Mais elle a des mérites, et je voudrais commencer par essayer de les souligner.

* * *

On se plaint souvent que le Fonds monétaire international, colonne vertébrale du système, n'ait plus une autorité suffisante sur les pays participants. Il est exact que ceux-ci n'ont plus, de façon générale, à obtenir l'autorisation du Fonds pour des changements de la parité de leur monnaie. Il est exact aussi que l'abondance des liquidités internationales leur permet, jusqu'à un certain point, d'obtenir des crédits extérieurs sans avoir à solliciter le Fonds. Mais celui-ci dispose d'autres moyens d'action. Grâce à ses contacts permanents avec tous les pays membres, grâce à l'autorité de son état-major, il est en mesure d'exercer une influence souvent d'autant plus réelle qu'elle est plus discrète. Surtout, nous avons tendance à méconnaître tout ce que les pays membres seraient tentés de faire — et feraient probablement en partie — si le Fonds n'existait pas. Laissez-moi vous raconter à ce sujet une petite histoire qui m'est

chère, une histoire de douches. Dans le village français de Normandie où je suis né, il n'y avait pas, à l'école municipale, de douches pour les enfants (cela se passait au début de ce siècle) et les enfants étaient très sales. Un mécène offrit des douches à l'école et une femme du pays fut chargée de laver les enfants. A la surprise générale, on trouva que ceux-ci, avant même de se présenter à la douche, étaient devenus très propres. Les femmes du pays, sachant que leurs petits allaient être examinés par l'une d'entre elles, avaient décidé de les laver à la maison. En bien! je crois que, de même, un grand nombre de pays sont aujourd'hui financièrement bien plus propres que si le Fonds n'existait pas. J'observe en outre que, selon toute vraisemblance, le Fonds — et aussi la Banque mondiale — seront appelés, pendant les années qui viennent, à jouer comme prêteurs un rôle accru : il en résultera un renforcement de l'ascendant des institutions de Bretton Woods.

On dit aussi qu'il y a aujourd'hui une multiplication de centres de coopération monétaire autres que le Fonds, et qu'il en résulte à la fois un démembrement du Fonds et un affaiblissement du système. Cela me paraît une vue simpliste et inexacte.

C'est manifestement tout à fait inexact en ce qui concerne l'institution qui nous réunit aujourd'hui et dont nous nous félicitons de célébrer le cinquantenaire. L'existence d'un organisme de coopération spécial aux banques centrales correspond à la nature des choses. Et il est impossible d'envisager des relations plus heureuses que celles qui unissent le Fonds et la Banque des règlements internationaux. Quand, en 1956, le Fonds fut à la recherche d'un nouveau directeur général, il choisit Per Jacobsson, conseiller économique de la BRI. Quand, en 1963, la Banque fut à la recherche d'un nouveau directeur général, elle choisit Gabriel Ferras, directeur d'un des principaux départements du Fonds. Je voudrais saisir au passage l'occasion de saluer la mémoire de ces deux hommes, qui furent l'un et l'autre pour moi de grands amis, et à qui à la fois le Fonds et la BRI doivent tellement. Je voudrais aussi souligner qu'une des caractéristiques des méthodes de la BRI est une tradition de souplesse et de pragmatisme : souplesse et pragmatisme font précisément partie des vertus, à mon avis, du système monétaire international actuel.

Il est bien vrai qu'on parle aujourd'hui de la monnaie dans un certain nombre d'enceintes qui réunissent seulement un nombre limité de pays. Il y a les discussions au sein de l'OCDE. Il y a le Système monétaire européen. Il y a, occasionnellement, des dis-

cussions entre un nombre limité de grands pays. Il y a aussi une sorte de pacte non écrit entre les banques centrales du groupe de Bâle pour la coordination de leurs actions sur le marché des changes, spécialement entre le Système fédéral de réserve, la Bundesbank, la Banque nationale suisse et la Banque du Japon. Mais tous ces arrangements apparaissent favorables à la solution de problèmes concrets qui résultent de la situation particulière de certains pays et des relations spécifiques qui existent entre eux. C'est l'intérêt de l'ensemble de la communauté internationale que ces problèmes délicats soient résolus le mieux possible. Le Fonds est toujours en mesure de s'assurer que rien de ce qui se fait dans ces enceintes n'est contraire à ses objectifs fondamentaux. Tout cela témoigne d'un réalisme dont nous devons tous, je crois, nous réjouir.

On dit quelquefois qu'il y a, dans notre système, des situations boiteuses, des asymétries regrettables. Pourquoi la Suisse, si importante dans le jeu monétaire international, n'est-elle pas membre du Fonds? Pourquoi la Grande-Bretagne, membre du Système monétaire européen, n'assume-t-elle pas les mêmes obligations que les autres pays membres au sujet du cours de sa monnaie?

Je réponds qu'il y a là des situations de fait, qu'elles ne sont pas dramatiques, et qu'il faut s'en accommoder le mieux possible. C'est ce que fait notre système. Les autorités suisses et britanniques ont certainement de bonnes raisons pour les positions qu'elles prennent. Mais les difficultés qui en résultent ont été tournées. Le système offre à la Suisse d'autres moyens de coopérer, et de coopérer très efficacement : OCDE, BRI, Groupe des Dix, accords entre banques centrales. La Grande-Bretagne accepte les autres obligations résultant de son appartenance au Système monétaire européen, et la Banque d'Angleterre trouve le moyen de travailler en grande harmonie avec les banques centrales des autres pays du Système.

On dit quelquefois aussi que le régime actuel est hybride et bâtarde, en raison du fait que la plupart des pays, dont les Etats-Unis, ont un régime de changes flottants, et qu'un groupe important, celui des pays du Marché commun européen, sont attachés, au moins dans leurs rapports entre eux, à un mécanisme de changes fixes. Ici encore, il me semble que la réalité est bien plus satisfaisante que les apparences. Les idées et les politiques en matière de changes flottants ont heureusement beaucoup évolué au cours des dernières années; en particulier, nos amis américains se sont convaincus qu'il était de leur intérêt bien compris d'exercer une plus ferme surveillance sur le comportement de leur monnaie sur le marché des changes et d'éviter

des fluctuations erratiques de nature à accroître les risques d'inflation aux Etats-Unis. Parallèlement, les membres du Système monétaire européen ont montré qu'ils étaient capables de procéder d'un commun accord à des ajustements de leurs parités quand cela se révélait nécessaire. L'évolution de notre système tend donc à réduire la différence de fait entre changes flottants contrôlés et changes fixes ajustables. Mon ami le Dr Emminger serait en droit de nous rappeler ici sa célèbre question sur le point de savoir si le zèbre est un animal noir à raies blanches ou un animal blanc à raies noires.

Je voudrais terminer cette défense de notre système en mentionnant la façon ingénieuse dont il a traité le problème de l'or. Il n'y a pas de problème plus épineux. Rien n'est plus difficile à résoudre, en effet, qu'une controverse théologique. Et nous avons affaire, au sujet de l'or, à une véritable guerre théologique entre les esprits qui considèrent comme essentielle l'élimination de toute intervention de l'or et de toute référence à l'or dans les mécanismes monétaires internationaux et ceux — je ne me cache pas d'être de ceux-là — qui pensent que l'or a certaines vertus irremplaçables, qui l'appellent à jouer un rôle nécessairement important. Eh bien! le problème quasiment insoluble résultant de cette opposition, notre système l'a, dans une certaine mesure, résolu. Il l'a résolu de la façon la plus élégante, en décidant de ne pas plus parler de l'or que s'il s'agissait de grains de café ou de morceaux de sucre. Du même coup, les pays qui interdisaient autrefois à leurs ressortissants d'acheter de l'or, puisqu'il s'agissait d'un métal réservé aux besoins des banques centrales, ont cessé d'avoir des raisons de maintenir cette interdiction. Les ressortissants des Etats-Unis, en particulier, ont obtenu le droit d'acheter librement du métal précieux, et ne se sont pas privés de le faire. En conséquence, chaque porteur de dollars a acquis la possibilité, qu'avaient déjà les porteurs de francs suisses ou de francs français, de convertir ses avoirs en or. On peut dire que les principales monnaies, et en particulier le dollar, sont aujourd'hui convertibles en or. Elles ne sont certes pas convertibles sur la base d'un taux fixe, mais elles le sont sur la base d'un taux flottant. La différence entre les adversaires de l'or et ses partisans est que les premiers considèrent ce taux flottant comme n'ayant aucune signification et que les seconds pensent qu'il a une certaine importance. Ces derniers sont-ils nombreux? Ils doivent l'être, si l'on en juge par la place que les journaux donnent, dans leurs colonnes, aux fluctuations de l'or.

L'évolution de notre système a rendu possible, au sujet de l'or, un autre progrès. En supprimant toute notion d'un prix officiel du métal dans les statuts du Fonds monétaire international, elle a rendu la liberté aux banques centrales en matière de comptabilisation de leurs réserves d'or. Beaucoup des principales banques centrales avaient conservé ou accumulé de considérables stocks de métal, et certaines d'entre elles ont comptabilisé ces stocks sur des bases tenant compte des cotations du marché. Il en est résulté un important renforcement du bilan de ces banques et de leurs réserves. Le Système fédéral de réserve n'a pas suivi cette pratique. Mais beaucoup de gens dans le monde ont pris la peine de calculer ce que représentent aujourd'hui en dollars les réserves métalliques des Etats-Unis.

On me dira que ces conséquences n'avaient pas été cherchées ni prévues par les promoteurs des modifications des statuts du FMI qui ont en fait engendré ces conséquences. Je répondrai que la main invisible d'Adam Smith peut être à l'oeuvre de beaucoup de façons, et qu'il n'est pas interdit à des esprits malicieux d'apercevoir là une confirmation de l'existence de cette main.

Souple, réaliste, pragmatique, notre système monétaire a aussi cette vertu qu'il est, par nature, en évolution continue et qu'il est donc capable de s'adapter assez aisément dans la mesure où les événements l'exigent. Comme beaucoup de ses aspects résultent, non de traités ratifiés par les Parlements, mais de la façon dont il est appliqué et des règles de conduite suivies par les autorités monétaires, il n'est pas très difficile de l'aménager — dans certaines de ses parties tout au moins — à condition que ces autorités le veuillent.

* * *

Comment se fait-il, dira-t-on, qu'avec un système qui a tant de qualités, avec un degré de coopération si intense entre les autorités des principaux pays, la situation financière internationale devant laquelle nous nous trouvons soit si peu satisfaisante, si troublante, si préoccupante? Même si le système n'est fondamentalement responsable ni des inflations nationales ni des exigences des pays exportateurs de pétrole, il doit bien avoir une part de responsabilité. Il devrait y avoir moyen de le rendre plus adéquat qu'il ne l'est, plus efficace, en particulier, du point de vue de la lutte contre l'inflation mondiale. Y a-t-il aujourd'hui, de ce point de vue, des améliorations qui se recommandent? Et lesquelles?

Je me bornerai, dans cette direction, à quelques observations, en évitant, pour différentes raisons, d'aborder certains grands sujets. Le problème de l'inflation, qui est un des plus grands problèmes de notre temps, a été traité l'an dernier à Belgrade, dans le cadre de la Fondation, par Arthur Burns; il s'est exprimé avec tant de force que je ne saurais ajouter grand'chose à ce qu'il a dit. Sur le sujet des euro-monnaies, spécialement sur la question de savoir dans quelle mesure ce marché est un des facteurs de l'inflation mondiale, et à quel genre de police il y a lieu éventuellement de le soumettre, la matière est bien trop complexe pour que je puisse prétendre ajouter quoi que ce soit aux travaux que les experts les plus qualifiés poursuivent depuis plusieurs années, encore moins trancher entre des thèses divergentes. Quant aux diverses suggestions envisagées ici et là et qui supposent une modification des statuts du Fonds avec ratification par les Parlements nationaux, elles comportent des prolongements juridiques et politiques qui dépassent ma compétence.

Sur un plan plus modeste, je voudrais relever certaines idées reçues, certains dogmes, qui me paraissent exercer parfois une influence regrettable sur la façon dont notre système fonctionne.

Je constate, en lisant les discours des dirigeants de divers pays, que subsiste, plus ou moins avouée, chez beaucoup de responsables, une pensée qui est à peu près la suivante : l'instabilité des parités provenant des différences entre les taux nationaux d'inflation, il faut que les pays qui font beaucoup d'inflation en fassent moins, que les pays qui font peu d'inflation en fassent un peu plus, et tout ira beaucoup mieux. Comme nos amis de la Bundesbank le répètent depuis longtemps, cette idée est désastreuse. Elle est d'abord peu réaliste, car des pays qui glissent sur la pente de l'inflation sont en général très peu capables de doser l'allure de leur descente. Elle est pernicieuse, parce que les rares îlots d'inflation modérée qui subsistent dans le monde sont la principale planche de salut à laquelle les autres pays peuvent essayer de s'accrocher pour enrayer leur propre chute. Les pays créditeurs ont certes des obligations vis-à-vis des pays déficitaires, en particulier celle de leur consentir éventuellement des prêts ou des avances; mais ils n'ont jamais l'obligation de détériorer leur propre situation. Pourtant, cette idée fautive n'a pas cessé aujourd'hui de hanter les esprits. Ce serait un grand progrès si on pouvait la tuer.

J'arrive à une seconde remarque.

Il y a une douzaine d'années — c'était en 1966 et en 1967 — j'ai eu le privilège de participer à un groupe de travail constitué par l'OCDE

en vue d'étudier les possibilités d'une utilisation plus active de la politique budgétaire comme instrument de politique conjoncturelle. Ce groupe, qui fonctionna successivement sous la présidence du Dr Zijlstra et de M. Walter Heller, remit un rapport qui contenait un certain nombre de suggestions. L'origine de la constitution de ce groupe avait été la constatation que certains pays s'étaient servis de la politique monétaire à des fins de politique conjoncturelle dans des conditions telles qu'il en était résulté des troubles sérieux pour leurs partenaires. D'où l'idée qu'il serait bon que les pays ayant des problèmes conjoncturels à résoudre fissent davantage appel à des instruments autres que la politique monétaire — en premier lieu à la politique budgétaire — et ne recourent à la politique monétaire qu'avec plus de circonspection, en ayant davantage égard aux conséquences extérieures de ce recours.

Quand je regarde ce qui s'est passé depuis quelques mois sur la scène monétaire internationale, j'ai l'impression que les leçons du passé n'ont pas beaucoup porté leurs fruits. Il est certes naturel qu'en raison des difficultés politiques auxquelles se heurte toujours la mise en oeuvre d'une suffisante rigueur budgétaire, le fardeau de la lutte contre l'inflation retombe pour une large part sur les banques centrales et sur la gestion monétaire. Mais c'est une illusion de croire que des résultats suffisamment durables puissent être obtenus par cette voie. Le rapport du Comité Heller a, comme il est naturel, rejoint le grand cimetière où dorment beaucoup de rapports. Mais ne serait-ce pas un progrès si les idées qui ont présidé au travail de ce comité pouvaient être aujourd'hui remises en honneur?

Certes, on doit rendre hommage au courage et à l'énergie avec lesquels les autorités monétaires américaines, soucieuses de maîtriser l'inflation, ont décidé, à la fin de 1979 et au début de 1980, de mettre en oeuvre l'arsenal des techniques dont elles disposent pour resserrer le crédit. On doit souhaiter que leur politique soit finalement couronnée de succès. Pourtant la prime dont a bénéficié le dollar par suite de la hausse des taux aux Etats-Unis, et qui a considérablement renforcé sa position sur le marché des changes, ne pouvait être qu'un phénomène temporaire. Elle ne pouvait abolir la vulnérabilité fondamentale du dollar. C'est précisément en relation avec cette vulnérabilité que je voudrais présenter quelques autres remarques.

Cette vulnérabilité tient, pour une part, au taux de la dégradation du pouvoir d'achat interne du dollar, qui risque de provoquer un affaiblissement progressif de sa valeur par rapport à des devises

telles que le franc suisse et le mark, dont le pouvoir d'achat se dégrade moins rapidement. Mais elle me paraît aussi inutilement aggravée par certaines conceptions discutables.

L'une de ces conceptions est une appréciation exagérément pessimiste de la situation des comptes extérieurs des Etats-Unis.

Si l'on considère les résultats de la balance des paiements des Etats-Unis depuis 1960, c'est-à-dire depuis vingt ans, on constate que la balance globale a toujours été déficitaire, sauf pendant deux années, mais que la balance des paiements courants n'a été déficitaire que neuf années sur vingt, alors que la balance des capitaux a été déficitaire toutes les années sauf deux. On constate aussi que le total cumulé des déficits et excédents de la balance des paiements courants pendant cette période de vingt ans ne représente qu'un déficit net égal au sixième environ du déficit net représenté par la balance globale pendant la même période, les cinq autres sixièmes s'expliquant par le déficit cumulé de la balance des capitaux. Encore faut-il noter que, jusqu'à une époque récente, le solde publié de la balance courante était quelque peu minoré en raison du fait que les revenus d'investissements à l'étranger réinvestis sur place n'étaient pas comptés comme recettes de la balance courante.

Ces calculs sont un peu approximatifs. Ils n'en ont pas moins l'intérêt de montrer que la position extérieure des Etats-Unis est beaucoup plus forte que ne le pense souvent l'opinion internationale.

La part des fameuses balances dollars, qui résulte des déficits courants accumulés dans le passé par les Etats-Unis, et qui correspond par conséquent à une perte de substance, ne représente qu'un montant relativement faible. Si l'on rapproche ce passif de l'actif liquide dont les Etats-Unis disposent aujourd'hui en raison de leurs réserves d'or, on peut presque dire que ce passif est pratiquement négligeable.

La grande masse des balances dollars provient des déficits cumulés des mouvements de capitaux, c'est-à-dire de l'excédent des sorties de capitaux hors des Etats-Unis sur les entrées. Ces balances dollars ont donc leur contrepartie dans des investissements ou des prêts américains à l'étranger. Il a certes dû y avoir des pertes sur ces investissements ou ces prêts. Mais il a dû y avoir aussi des plus-values sur les investissements, et notamment des plus-values de change.

Les Etats-Unis se trouvent donc, dans une large mesure, dans la situation d'une entreprise puissante et riche, dont le bilan global est fortement excédentaire, et dont la solvabilité ne peut faire de doute

pour personne, mais qui a financé des investissements par un endettement à court terme. Cette situation expose, par définition, à des difficultés de trésorerie. Les problèmes qui en résultent sont sérieux. Mais ils ne sont pas dramatiques. Ils sont d'une nature telle qu'ils devraient pouvoir être résolus assez facilement grâce à une bonne coopération des principaux créanciers et du pays débiteur lui-même. Je dis bien des créanciers *et* du débiteur.

Une aussi grande masse de dollars entre les mains de l'étranger est nécessairement sensible à l'influence d'événements accidentels d'ordre politique ou économique, qui ont tôt fait de déclencher des mouvements spéculatifs. Et la vulnérabilité de la principale monnaie du monde est un facteur d'instabilité pour le monde entier. En même temps, s'il est souhaitable qu'un contrôle soit exercé sur les fluctuations du dollar, il ne serait pas bon, en régime de changes flottants, de s'opposer aux mouvements qui trouvent leur justification dans l'évolution de la parité des pouvoirs d'achat respectifs. Tel est le délicat problème que les autorités monétaires ont à résoudre.

Beaucoup a été accompli dans ce domaine, surtout depuis que, à deux reprises, à l'automne de 1978 et à l'automne de 1979, les autorités des Etats-Unis ont prouvé qu'elles ne se désintéressaient pas du taux du dollar et tenaient à ce que celui-ci fût défendu grâce à une coopération entre les banques centrales.

Un malentendu subsiste cependant sur la nature exacte de cette coopération. L'impression prévaut en effet qu'en cas de crise le Système fédéral de réserve n'entend faire lui-même qu'une partie du travail et compte que certaines banques centrales étrangères assureront une autre partie de la tâche en achetant elles aussi des dollars. Comme les banques centrales étrangères, lorsqu'elles achètent des dollars en vue de soutenir cette monnaie, s'exposent au risque de pertes de change, les marchés ne peuvent pas ne pas s'interroger sur le point de savoir si le total des concours dont le dollar bénéficiera sera suffisant.

En réalité, quand la monnaie d'un pays tend à se déprécier par rapport à l'ensemble des autres grandes devises, c'est aux autorités monétaires de ce pays, et à elles seules, qu'il appartient de procéder sur le marché des changes — directement ou par l'entremise d'autres établissements agissant pour leur compte — aux interventions nécessaires. Une aide financière d'autres banques centrales est souvent requise; mais elle ne doit normalement consister, pour chaque banque centrale, qu'à prêter sa monnaie à la banque dont la devise est menacée. De tels prêts de devises étrangères ont le grand

avantage de ne pas faire courir de risques de change aux banques centrales qui apportent leur concours.

Si cette conception était clairement placée à la base de la coopération entre les autorités monétaires des Etats-Unis et des autres pays, chacun saurait que les Etats-Unis sont pratiquement certains à l'avance d'obtenir, en cas de crise du dollar, tous les concours nécessaires des autres banques centrales, puisque les concours n'entraîneraient jamais pour ces dernières de risques de change. Le dollar resterait une monnaie flottante, mais sa vulnérabilité en présence d'attaques éventuelles de la spéculation serait moindre.

Il est vrai que nous nous heurtons ici à un autre préjugé, et un préjugé très important.

On me répondra en effet que ma suggestion n'est pas réaliste, car il est contraire à la doctrine financière des Etats-Unis de contracter des dettes libellées en des monnaies autres que le dollar. Si je rappelle l'exemple des bons Roosa, celui des swaps conclus avec certaines banques centrales et celui des émissions de bons Carter en Allemagne et en Suisse, on me répondra qu'il s'agit d'opérations exceptionnelles et d'un montant assez faible par rapport au total des avoirs en dollars des banques centrales étrangères.

Personnellement, mon expérience m'a appris à ne jamais désespérer du triomphe final du bon sens aux Etats-Unis, et la position qui consiste à refuser, sauf cas exceptionnels, la notion de dettes extérieures américaines libellées en une autre monnaie que le dollar me paraît contraire au bon sens. Je voudrais le montrer par un exemple.

Si la Banque nationale suisse se reconnaît une dette envers la Bundesbank, cette dette est forcément libellée, soit en marks, soit en francs suisses (je laisse de côté, pour simplifier le raisonnement, l'éventualité d'une dette libellée dans une monnaie tierce). Si la dette est libellée en marks, la Banque nationale suisse court un risque de change; si elle est libellée en francs suisses, c'est la Bundesbank. Il y a donc nécessairement quelqu'un qui court un risque de change. La question est de savoir qui doit le courir. Il y a trois solutions possibles. Ou bien le risque est couru par le débiteur seul, ou bien il est partagé entre le débiteur et le créancier (dette libellée, par exemple, moitié en marks, moitié en francs suisses), ou bien il est couru par le créancier seul. Il me semble qu'il existe des arguments en faveur de la première formule et qu'il en existe aussi en faveur de la deuxième. Celle qui consiste à faire courir le risque par le créancier

seul me paraît indéfendable, car elle aboutit à faire dépendre entièrement la valeur de sa créance d'une décision unilatérale du débiteur.

Ce raisonnement est peut-être simpliste. Il me paraît pourtant vrai. Si on en développait les conséquences, on arriverait à la conclusion qu'approximativement la moitié des dettes des Etats-Unis envers les banques centrales étrangères devraient être constituées par des dettes du type des bons Roosa ou des swaps. Nous sommes évidemment aujourd'hui très loin du compte, et je ne recommanderais pas d'aller jusque-là.

Il me semble que si les autorités des Etats-Unis voulaient bien adopter une attitude plus libérale à l'égard de la notion d'un endettement libellé dans une monnaie autre que le dollar, il pourrait en résulter les avantages suivants :

— Les pays qui, préoccupés de l'évolution du cours du dollar, désirent diversifier leurs réserves et acheter d'autres monnaies, placent dans une position difficile des pays comme l'Allemagne et la Suisse, qui sont obligés de fournir des marks et des francs suisses en achetant des dollars. Si l'Allemagne et la Suisse pouvaient, dans une proportion raisonnable, échanger les dollars ainsi achetés contre des créances sur les Etats-Unis libellées en marks ou en francs suisses, ces difficultés seraient atténuées.

— On peut imaginer d'aller plus loin. On pourrait imaginer que, par des arrangements *ad hoc* négociés entre banques centrales, certaines banques centrales légitimement désireuses de diversifier leurs réserves — et en premier lieu celles qui ont, dans le passé, apporté un soutien actif au dollar — puissent acheter directement au Système fédéral de réserve des bons Roosa libellés dans des monnaies autres que le dollar. Il en résulterait un allègement de la masse des dollars qui pèsent aujourd'hui sur le marché.

On me dira que cette dernière suggestion risquerait de provoquer un rush de banques centrales désireuses d'échanger leurs dollars contre des bons du type bons Roosa. Je n'en crois rien. D'une part, ces bons rapporteraient un taux d'intérêt bien plus faible que les actifs en dollars. D'autre part, les banques centrales savent bien que, mis à part les effets de la dégradation du pouvoir d'achat interne du dollar, la position extérieure de la monnaie américaine est en réalité très forte.

On me dira aussi que le fait, pour le Système fédéral de réserve, de s'endetter envers des banques centrales étrangères en monnaies autres que le dollar créerait un précédent redoutable et que beaucoup

d'autres créanciers en dollars dans le monde pourraient invoquer ce précédent pour réclamer la conversion de leurs créances dans d'autres monnaies. Je répondrai que, quand le dollar était convertible en or, seuls les avoirs des banques centrales étrangères étaient convertibles et qu'il n'en a jamais été tiré argument pour réclamer la convertibilité en or de tous les dollars possédés par des étrangers. Au surplus, la convertibilité en or des dollars possédés par les banques centrales étrangères suffisait en fait à assurer la parité du dollar par rapport à l'or. Je pense que, de même, une certaine possibilité donnée aux banques centrales étrangères d'acquérir des bons Roosa, même limitée, et même sur la base d'un taux flottant du dollar, contribuerait à accroître la confiance de tous les détenteurs de dollars dans le monde.

On emploiera enfin contre ma thèse un argument apparemment décisif. On fera remarquer que des dettes libellées en des monnaies autres que le dollar comportent, par définition, le risque de pertes de change pour le Trésor des Etats-Unis, donc pour le contribuable américain, et qu'il est exclu d'obtenir du Congrès qu'il vote des crédits pour couvrir de telles pertes. Cet argument méconnaît le fait que, par suite de la hausse du cours de l'or, le Trésor des Etats-Unis réalise une plus-value en dollars énorme, qui est suffisante pour couvrir largement les pertes de change — purement éventuelles — auxquelles pourrait donner lieu un certain endettement vis-à-vis des banques centrales étrangères libellé en monnaies autres que le dollar.

Il me semble, pour me résumer, qu'à côté des trois instruments de réserve que sont le dollar, certaines monnaies autres que le dollar et les DTS, il existe en réalité un quatrième instrument : des créances sur le Système fédéral de réserve (ou éventuellement sur d'autres banques centrales) libellées dans des monnaies autres que celle du débiteur.

Et, pour terminer sur ce sujet de la vulnérabilité du dollar, je dirai qu'à mon avis, à la vulnérabilité intrinsèque résultant malheureusement du taux de l'inflation interne américaine, s'ajoute une vulnérabilité artificielle, à laquelle il devrait être possible de remédier par des moyens assez simples. Je crois, en d'autres termes, que la maladie du dollar est, pour une part, une maladie imaginaire.

Quant au système monétaire international considéré dans son ensemble, les gouvernements sont dans leur rôle en réfléchissant à l'opportunité d'apporter de nouveaux aménagements à la Charte de Bretton Woods. Mais en attendant qu'ils se soient mis d'accord à ce sujet, et que leur accord ait été entériné par les Parlements

nationaux, il est important de savoir que nous vivons sous un régime viable, que ce régime, s'il n'est pas parfait, a de grandes qualités, et que son efficacité pourrait être facilement améliorée, qu'elle pourrait être améliorée en particulier si un certain nombre de conceptions discutables pouvaient être amendées. Je me suis permis d'énumérer quelques idées reçues et quelques préjugés qui me paraissent pouvoir utilement être révisés.

* * *

Peut-être parce que j'ai eu le grand honneur d'être Directeur général de la BRI et que, à ce titre, j'ai passé à Bâle des années qui m'ont beaucoup appris, j'ai tendance à penser que l'on n'a pas atteint aujourd'hui la limite de ce qui peut être réalisé par la voie d'arrangements pragmatiques entre les banques centrales. Certes, les banques centrales ont beaucoup fait dans le passé, et elles font beaucoup aujourd'hui. Certes aussi, elles ne peuvent pas porter une trop large part du poids de la lutte contre les inflations nationales, une responsabilité essentielle incombant, en la matière, aux gouvernements. Néanmoins, rien ne doit être négligé de ce qui est de nature à renforcer les moyens d'action des banques centrales. Rien ne doit être négligé de ce qui peut accroître l'efficacité de leurs efforts en vue de réduire la nervosité des marchés, de raffermir la confiance dans l'ensemble des monnaies, de faire mieux contribuer le système monétaire international au combat contre l'inflation mondiale.

M. MARTIN : Vous reconnaîtrez tous avec moi que M. Guillaume Guindey nous a donné un exposé d'une grande profondeur et qu'il a soumis nombre d'idées à notre réflexion.

Notre orateur suivant, M. Charles Coombs, a fait le voyage entre la BRI et les Etats-Unis plus que tout autre Américain et je crois ne pas m'éloigner de la vérité en disant qu'au cours de mes dix années à la Réserve fédérale, nous nous en sommes remis à lui plus qu'à tout autre pour comprendre ce qui se passait et ce qui se disait à la BRI. Certes, il nous est arrivé parfois de ne pas être d'accord, mais nous avons toujours tiré grand profit de ses observations. M. Charles Coombs.

Commentaire

Charles A. Coombs

Mesdames et Messieurs : c'est pour moi un grand honneur de me trouver parmi vous et je suis particulièrement heureux de partager cette tribune avec mon vieil ami Guillaume Guindey.

J'ai trouvé son exposé plein de bon sens et de perspicacité; avec son sens aigu de la diplomatie, il nous a présenté quelques recommandations intéressantes en vue de stabiliser notre système financier mondial, dont la solidité est quelque peu douteuse.

La teneur générale de ses recommandations est que les Etats-Unis peuvent — et doivent — faire beaucoup plus dans le domaine des garanties de change par l'intermédiaire de swaps de la Réserve fédérale, des bons Roosa (et, je suppose, des bons Carter) pour financer des interventions sur le marché destinées à défendre le dollar.

Pour être plus précis, il trouve encourageantes les interventions vigoureuses de la Réserve fédérale sur les marchés des changes depuis la fin de 1978, financées essentiellement par des tirages sur des lignes de crédit telles que les swaps, tirages qui fournissent donc automatiquement une garantie de change partielle ou complète à la banque centrale créditrice. Il soulève ensuite la question suivante : pourquoi de telles garanties de change ne seraient-elles pas étendues de façon à couvrir également les achats effectués directement par une banque centrale étrangère sur son propre marché pour soutenir le dollar?

Je dois avouer que ces propositions font naître en moi une certaine nostalgie, étant donné que j'ai passé la plus grande partie des années 60 à négocier la constitution du réseau de swaps de la Réserve fédérale et à en assurer le fonctionnement, ainsi qu'à placer un grand nombre de bons Roosa auprès de banques centrales européennes. Je me souviens avoir commencé en 1962 par une ligne de swaps de 50 millions de dollars avec la Banque de France. Dix-huit ans plus tard,

le réseau de swaps de la Réserve fédérale dépassait 30 milliards de dollars. A l'époque où je m'efforçais d'établir les fondations du réseau de swaps, je pouvais compter sur le soutien et la compréhension de M. Guindey et je me réjouis de constater que nos pensées continuent d'aller dans le même sens.

Malheureusement, dans cette décennie des années 80, nous vivons dans un monde fort différent de celui des années 60, car nous supportons en partie les conséquences regrettables de la doctrine "d'indifférence polie" ("benign neglect") qui s'est fait jour dans les années 70. Dans les années 60, lorsque l'essentiel des transactions en devises s'effectuait en Europe, et non à New York ou en Extrême-Orient, la plupart des garanties de change fournies par la Réserve fédérale et le Trésor avaient pour origine des opérations de soutien du dollar menées par des banques centrales européennes sur leur propre marché plutôt que par le biais d'interventions directes de la Réserve fédérale sur le marché des changes de New York. Les banques centrales européennes achetaient des dollars et, à leur demande, nous les couvriions en tirant sur les lignes de swaps. En fait, cette méthode était très proche des règles de fonctionnement que M. Guindey propose aujourd'hui.

Mais, à l'époque, nous avions une parité officielle du dollar vis-à-vis des monnaies européennes et du yen; par conséquent, le fait que les garanties du taux de change des Etats-Unis provenaient d'interventions de la Réserve fédérale ou d'interventions de banques centrales étrangères pour soutenir le dollar sur les marchés des changes était assez indifférent. Ces deux types d'interventions visaient le même objectif, à savoir le maintien du dollar à l'intérieur d'une marge prescrite et relativement étroite.

Or, de nos jours, en l'absence continue d'une parité du dollar, les problèmes sont devenus beaucoup plus complexes, qu'il s'agisse des interventions en vue de défendre le dollar, ou des garanties de taux de change appropriées accompagnant ces interventions. Tant que les Etats-Unis renoncent à s'engager à maintenir une parité officielle, une parité *de facto*, ou même un taux-objectif, il me semble qu'un retour aux procédures de garantie du taux de change des années 60 se heurte à un certain nombre d'obstacles d'ordre pratique. Tant que les autorités américaines laissent au taux de change du dollar une grande marge de fluctuation, je soupçonne que lesdites autorités souhaitent se réserver la possibilité de prendre elles-mêmes les décisions majeures en matière d'intervention et donc de garanties de change, sous réserve d'un examen heure par heure, voire minute par

minute, de la situation. Cette attitude générale ne les empêcherait pas, bien entendu, de conclure des arrangements spéciaux en vertu desquels une banque centrale étrangère pourrait se voir demander par la Réserve fédérale d'acheter des dollars pour en soutenir le taux à un certain niveau, étant entendu que lesdits achats en dollars seraient ensuite épongés par la Réserve fédérale au moyen d'un tirage sur la ligne de swaps et de la garantie de change que comporte un tel tirage.

Je regrette que cette situation d'instabilité des taux de change se prolonge et il me reste à espérer qu'une accalmie sur la scène mondiale et une amélioration de la gestion financière permettront et encourageront un retour à des taux de change raisonnablement stables entre le dollar, le deutsche mark, le franc suisse et le yen. Des garanties de change sur une bien plus vaste échelle exigent, me semble-t-il, des accords préalables officiels sur les taux de change qui doivent être défendus au moyen de telles garanties. Pour ma part, je recommanderais un système de taux-objectifs entre le dollar, les monnaies participant au Système monétaire européen, le yen et le franc suisse. Lorsque arrivera ce jour heureux, je pense que l'adoption de certaines des recommandations de M. Guindey sera alors à la fois possible, dans la pratique, et souhaitable.

En revanche, je ne suis pas sûr que l'on puisse — ou que l'on doive — conférer aux garanties de taux de change données par les Etats-Unis aux dollars acquis par les banques centrales le statut de principe général "officialisé". Tout au moins, aucune banque centrale ne devrait se sentir empêchée d'acquérir des dollars supplémentaires non couverts si elle le souhaite, peut-être en raison d'un sentiment de responsabilité partagée à l'égard du rôle de monnaie de réserve du dollar. Les capitaux fébriles continuent à se déplacer d'un pays à l'autre en réponse à des événements politiques dans toutes les parties du monde; que les Etats-Unis décident ou non de donner une garantie de change pour un transfert de dollars du pays A au pays B devrait relever de pourparlers amicaux plutôt que d'une discipline rigoureusement imposée aux Etats-Unis. Par contre, lorsque le deutsche mark, le franc suisse ou le yen subissent des pressions à la vente, comme ce fut le cas au premier trimestre de cette année, j'estime que la Réserve fédérale devrait envisager d'accumuler des soldes de réserve en ces monnaies, également sans couverture.

A mon avis, il conviendrait d'adopter, en général, une procédure des taux de garantie de change qui soit inspirée de considérations pragmatiques, négociée bilatéralement et concentrée de manière

sélective sur un petit nombre de banques centrales coordonnant leurs opérations de change avec celles de la Réserve fédérale. Et, si l'on en juge par le passé, plus l'arrangement est informel, plus il peut être adapté avec efficacité aux nouveaux besoins et aux circonstances nouvelles, y compris le problème de la diversification des réserves.

Il y a encore une autre mise au point que j'aimerais faire au sujet de la proposition de M. Guindey préconisant un usage plus libéral des garanties de taux de change par les Etats-Unis. Je n'ai aucune difficulté à comprendre que les banques créditrices européennes veuillent une garantie de taux de change sur une partie au moins des dollars qu'elles acquièrent au moyen d'interventions sur le marché. Mais je pense qu'elles souhaitent obtenir plus que cela — ce que je peux également parfaitement comprendre — ; elles demandent des assurances identiques à celles que recherchent les Etats-Unis lorsqu'ils prêtent de l'argent, c'est-à-dire que l'argent sera raisonnablement bien dépensé et ne permettra pas un nouvel ajournement des mesures de redressement.

Lorsque le dollar est soumis à de fortes pressions spéculatives, une banque centrale étrangère ne doit pas seulement prendre en considération l'existence de garanties de taux de change lorsqu'elle décide de la quantité de sa propre monnaie qu'elle va oser imprimer en échange de l'entrée de dollars. Il existe là un risque inflationniste manifeste pour le pays créditeur, qui ne devrait jamais, assurément, être incité à entrer dans la ronde inflationniste des débiteurs. Sur ce point, je partage pleinement les vues de M. Guindey.

Ceci nous amène, me semble-t-il, à aborder la question de la conditionnalité des mécanismes internationaux de crédit, qu'il s'agisse des réseaux de swaps, des obligations en devises ou des mécanismes du Fonds monétaire international. Cette conditionnalité, qui exige du pays emprunteur qu'il entreprenne une action réformatrice appropriée en échange des crédits octroyés, est passée à l'arrière-plan au cours des années 60, en partie du fait de l'obsession ambiante qui poussait à la création de nouvelles formes de liquidité internationale inconditionnelle telles que le DTS. L'une des rares contributions des années 70, me semble-t-il, a été l'introduction de l'élément, fort nécessaire, de conditionnalité au sein des mécanismes internationaux de crédit. A cet égard, j'aimerais rendre hommage à l'action vigoureuse et couronnée de succès entreprise par M. Edwin Yeo, ancien Sous-Secrétaire au Trésor, pour faire jouer cette conditionnalité lorsque le dollar a temporairement acquis le statut de créancier au milieu des années 70. Ayant pris une telle initiative, les

Etats-Unis peuvent difficilement faire objection à l'imposition des mêmes normes de discipline qu'ils ont exigées des autres.

Enfin, qu'en est-il de l'or? M. Guindey a évoqué à juste titre qu'avec le passage du temps, et à la suite d'événements divers et d'un changement dans l'attitude du public, la controverse théorique sur l'or a récemment perdu beaucoup de sa virulence. Au risque de réveiller certains théologiens endormis, j'aimerais présenter quelques suggestions supplémentaires.

Tout d'abord, il me paraît tout à fait impossible que les Etats-Unis rétablissent la convertibilité officielle du dollar en or à un cours quelconque qui serait fixé officiellement. Mon affirmation se fonde sur des raisons purement techniques plutôt que théologiques. Deuxièmement, contrairement à certaines voix qui se sont élevées de mon côté de l'Atlantique, je ne vois absolument pas comment on pourrait justifier l'abandon de l'or en tant qu'instrument de réserve monétaire. Et, si certains pays décident de réévaluer périodiquement leur stock d'or pour refléter sa valeur du moment sur le marché, il me semble que cette décision appartient entièrement aux pays en question.

Il existe, toutefois, une différence technique fondamentale entre le fait, pour les Etats-Unis, de vendre des actifs de réserve en or sur le marché pour défendre le dollar et une action similaire de la part de pays étrangers qui procèdent à des ventes d'or pour défendre leur propre monnaie. Dans les deux cas, les ventes d'or ont une contrepartie en dollars. Pour une banque centrale étrangère, la vente d'or ne pose aucun problème; c'est de dollars dont elle a besoin pour défendre sa monnaie sur le marché des changes. Mais, pour les Etats-Unis, vendre de l'or en échange de dollars est une façon assez inefficace de défendre leur monnaie. Après tout, les Etats-Unis disposent bien d'une planche à billets, mais il existe évidemment des moyens beaucoup plus efficaces pour régulariser le niveau de l'océan de dollars que d'essayer de le faire avec une petite cuillère en or. Il me semble que l'objectif principal de toute future vente d'or par notre pays devrait être l'acquisition non pas de dollars, mais de devises, dont nous pourrions avoir besoin pour intervenir sur les marchés dans des situations d'urgence.

Par conséquent, je souhaiterais voir venir le jour où certaines banques centrales étrangères auront suffisamment confiance dans l'avenir de l'or en tant qu'instrument de réserve monétaire pour se déclarer prêtes à fournir leur propre monnaie en échange d'or des Etats-Unis, à un taux qui ne soit guère éloigné du niveau des cours de

l'or en vigueur sur le marché. Ces ventes d'or à des banques centrales européennes, sur l'initiative des Etats-Unis, représenteraient le moyen le plus efficace de mettre la puissance énorme de la position de réserve en or des Etats-Unis au service du fonctionnement harmonieux du système monétaire international.

Questions et réponses

Une fois leurs exposés terminés, Monsieur Guillaume Guindeg et Monsieur Charles Coombs ont répondu aux questions de l'auditoire.

QUESTION : *Pourriez-vous nous faire part de vos observations sur le rôle que pourrait jouer le Compte de substitution pour atténuer les pressions qui s'exercent sur le dollar en tant que monnaie clé du système monétaire international?*

M. GUINDEY : Ce que je sais du Compte de substitution, je le tiens simplement des journaux, en particulier de la *Revue de presse* de la BRI que je lis chaque jour avec le plus grand soin. Je dois avouer que je n'ai pas encore réussi à comprendre exactement ce qu'est le Compte de substitution.

Plusieurs points m'ont laissé extrêmement perplexe. J'ai eu l'impression, d'après une première version du Compte de substitution, que l'on mettait les dollars dans un chapeau et qu'il en sortait des droits de tirage spéciaux. Je n'ai pas très bien compris comment cela pouvait se faire autrement que par un tour de prestidigitation, technique dans laquelle je ne suis pas compétent. En approfondissant mes études sur le Compte de substitution, il m'a semblé comprendre que pour réussir l'opération consistant à faire sortir un lapin d'un chapeau, on avait recours à la plus-value de l'or détenu par le Fonds monétaire international. Cela m'a rendu encore plus perplexe parce que j'avais toujours cru, d'après des préjugés anciens, que cet or était la propriété de la communauté et des membres du Fonds monétaire international, et je ne voyais pas très bien pourquoi l'on cherchait à se servir de la plus-value de cet or pour consolider des dettes des Etats-Unis, sans compter qu'il existe une revendication permanente des pays en voie de développement sur cette plus-value de l'or. Et, enfin, dernière source de perplexité, je n'ai pas compris pourquoi, dans la recherche d'un moyen pour couvrir une perte de change éventuelle, on ne tenait pas compte du tout de l'or détenu par les Etats-Unis et de la plus-value considérable qui peut être constatée

sur cet or. Voilà toutes les raisons pour lesquelles je ne comprends pas le Compte de substitution. Peut-être Charles Coombs a-t-il quelque chose à ajouter à ce sujet.

M. COOMBS : En ce qui concerne le Compte de substitution, je partage la perplexité de mon ami, M. Guindey. Je n'en sais réellement pas assez pour pouvoir faire des observations détaillées à ce sujet. J'ai l'impression, principalement sur la base de mon expérience passée, que ce compte vise avant tout à résoudre le problème de la diversification des réserves. Comme j'ai eu l'occasion de le dire ici même, c'est au moyen de négociations souples entre un petit nombre de pays que l'on pourra, à mon avis, traiter le plus efficacement de ce problème. Je pense que cette procédure donnera des résultats bien meilleurs qu'un mécanisme plus large.

QUESTION : *Pensez-vous que l'on puisse espérer voir le DTS devenir une monnaie internationale et, si oui, dans combien de temps?*

M. COOMBS : Je dirais qu'en l'occurrence le DTS n'a pas l'ombre d'une chance. Je pense que le DTS peut avoir une certaine importance en tant qu'actif de réserve limité. On peut lui trouver certaines utilisations en tant qu'étalon de valeur, mais, à mon avis, le fonctionnement du système monétaire international sera essentiellement fondé à l'avenir, comme au cours des vingt dernières années, sur l'ensemble des mécanismes de crédit dont la solidité a été éprouvée et qui se sont révélés, selon moi, particulièrement efficaces, notamment s'ils sont assortis d'un certain élément de conditionnalité. Il me semble que l'utilisation privée des monnaies sur les marchés des changes internationaux continuera de se faire exclusivement en un petit nombre de monnaies internationales.

M. MARTIN : Je ne puis m'empêcher de signaler ici que je suis un peu plus optimiste que Charles. Frank, souhaitez-vous faire quelques observations?

M. SOUTHARD : Dans le monde cruel où nous vivons, c'est une grande erreur que de ne pas avoir recours à un mécanisme qui pourrait contribuer, si peu que ce soit, à améliorer la situation. Ce n'est pas le Compte de substitution qui sauvera le monde, mais il pourrait apporter une contribution non négligeable. Le DTS présente une certaine utilité et j'estime que ce serait une erreur que d'ignorer son potentiel en tant qu'actif de réserve.

M. MARTIN : Nous venons de passer une après-midi passionnante et nous avons abordé un grand nombre de sujets en un temps limité. Notre conférence a eu pour thème "Réflexions sur le système monétaire international" et je pense que nous avons eu amplement

matière à réflexion aujourd'hui. Nous sommes extrêmement reconnaissants à nos orateurs, MM. Guillaume Guindey et Charles Coombs, de nous avoir fait deux exposés stimulants pour l'esprit, et à la Banque des règlements internationaux d'avoir mis ses installations à notre disposition. Je vous remercie, vous tous ici présents, de l'intérêt que vous manifestez pour les activités de la Fondation et de votre participation à cette réunion.

Nous pouvons à présent lever la séance.

Biographies



M. Guillaume Guindey est né le 19 juin 1909 à Evreux. Ancien élève de l'École normale supérieure et de l'École libre des sciences politiques, il est entré à la Direction du Trésor en 1932 en qualité d'Inspecteur des Finances.

Il a dirigé le Service des affaires internationales à Alger de 1943 à 1944 et à Paris de 1944 à 1953. De 1953 à 1958, M. Guindey a été Président des Mines de cuivre de Mauritanie (MICUMA). De 1958 à 1963, il a occupé le poste de Directeur général de la Banque des règlements internationaux, et de 1965 à 1972 il a été Président de la Caisse centrale de coopération économique (Paris).

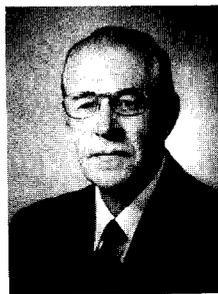
Depuis 1972, il a occupé divers postes dans le monde des affaires, notamment la présidence de la Compagnie internationale des wagons-lits et du tourisme (Bruxelles). *Mythes et réalités de la crise monétaire internationale* (1977) et *Vingt et une questions sur le capitalisme* (1978) figurent au nombre des ouvrages dont M. Guindey est l'auteur.

* *

M. Charles A. Coombs est né le 9 avril 1918 à Newton (Massachusetts). Il a fait ses études à l'Université Harvard, où il a obtenu son A.B. en 1940 et son Ph.D. en 1953.

En 1942, M. Coombs est entré à la Banque de réserve fédérale de New York, où il est resté jusqu'à sa retraite en 1975. A la Banque de réserve fédérale, il a occupé les postes de Vice-Président principal chargé du Département des affaires internationales, et d'Administrateur spécial du Federal Open Market Account.

Actuellement, M. Coombs siège au conseil d'administration de la Discount corporation de New York et de plusieurs autres sociétés. Il est l'auteur de *The Arena of International Finance* (1976) et d'articles parus dans diverses revues spécialisées.



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., <i>Président</i>
Albert S. Gerstein, <i>Vice-président</i>
Gordon Williams, <i>Vice-président</i>
Joseph W. Lang, Jr., <i>Secrétaire</i>
Graham D. Perrett, <i>Trésorier</i>

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; commentaire de Lord Cromer (Stockholm); versions anglaise et française épuisées
- 1969 *Le rôle de l'or monétaire dans les dix prochaines années* — Exposé d'Alexandre Lamfalussy; commentaires de Wilfrid Baumgartner, Guido Carli et L.K. Jha (Washington)
- 1970 *Vers la création d'une banque centrale mondiale?* — Exposé de William McChesney Martin; commentaires de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez et Harry G. Johnson (Bâle); 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

- 1975 *Arrangements en vue dans le domaine des paiements internationaux publics et privés* — Exposé d'Alfred Hayes; commentaires de Khodadad Farmanfarmaian, Carlos Massad et Claudio Segré (Washington)
- 1976 *Pourquoi les banques sont impopulaires* — Exposé de Guido Carli; commentaire 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; commentaire de Lord Roll of Ipsden, K.C.M.G., C.B. (Washington)
- 1979 *L'angoisse des banques centrales* — Exposé d'Arthur F. Burns; commentaires de Milutin Ćirović et Jacques J. Polak (Belgrade)
- 1980 *Réflexions sur le système monétaire international* — Exposé de Guillaume Guindey; commentaire de Charles A. Coombs (Bâle)

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.