

FONDATION PER JACOBSSON
CONFERENCE DE 1981

Banques centrales

Les enseignements de l'expérience

Jelle Zijlstra
Albert Adomakoh

Washington, D.C.

AVANT-PROPOS

La conférence 1981 de la Fondation Per Jacobsson, intitulée "Banques centrales : les enseignements de l'expérience", s'est tenue dans l'atrium du Fonds monétaire international, le dimanche 27 septembre 1981 sous la haute direction de M. William McChesney Martin, Président de la Fondation. Elle a été prononcée par M. Jelle Zijlstra, Président de la Banque des règlements internationaux et de son conseil d'administration. M. Albert Adomakoh, ancien gouverneur de la Banque du Ghana, a ensuite présenté ses commentaires sur les sujets traités. M. J. de Larosière, Directeur général du Fonds monétaire international et Président du Conseil d'administration de cette institution, a souhaité la bienvenue aux participants qu'il accueillait au siège du Fonds à l'occasion de cette réunion.

Les conférences Per Jacobsson ont lieu chaque année sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, créée en 1964 en l'honneur de M. Per Jacobsson, troisième Directeur général du FMI. Elles visent à promouvoir, à l'échelle internationale, l'examen par de hautes personnalités des problèmes d'actualité dans le domaine monétaire.

Les conférences Per Jacobsson sont publiées en anglais, en français et en espagnol et peuvent être obtenues gratuitement auprès de la Fondation. Certaines institutions publient parfois leur traduction en d'autres langues. Toutes demandes de renseignements doivent être adressées au Secrétaire de la Fondation.

TABLE DES MATIERES

	<i>Page</i>
DECLARATIONS LIMINAIRES	
William McChesney Martin	1
J. de Larosière	1
William McChesney Martin	3
BANQUES CENTRALES : LES ENSEIGNEMENTS DE L'EXPERIENCE	
Jelle Zijlstra	5
COMMENTAIRE	
Albert Adomakoh	24
BIOGRAPHIES	36
FONDATEURS, CONSEIL D'ADMINISTRATION, BUREAU DE LA FONDATION	37
LES CONFERENCES PER JACOBSSON	38

Déclarations liminaires

William McChesney Martin

Mesdames et Messieurs, j'ai eu l'honneur, en ma qualité de Président de la Fondation Per Jacobsson, de vous inviter à participer à la dix-huitième conférence annuelle de cette Fondation. Nous avons le grand plaisir d'avoir parmi nous aujourd'hui le Directeur général du Fonds monétaire international, M. Jacques de Larosière, qui, malgré un emploi du temps fort chargé, a aimablement accepté de prononcer l'allocution d'ouverture.

J. de Larosière

Monsieur le Président, M. Zijlstra, mesdames et messieurs. Je suis très heureux de pouvoir me joindre à vous cette année et de vous souhaiter la bienvenue au Fonds monétaire international dans le cadre de la dix-huitième conférence de la Fondation per Jacobsson.

Avant de céder la parole aux conférenciers que vous aurez le plaisir d'entendre cet après-midi, j'aimerais souligner que c'est pour moi un grand honneur, en tant que Président du Conseil d'administration du Fonds monétaire international, de pouvoir souhaiter la bienvenue aujourd'hui à M. Zijlstra.

Je m'en réjouis d'autant plus que le Fonds a peu à peu établi avec la Banque des règlements internationaux, dont M. Zijlstra est le président depuis, je crois, près de quinze ans, une collaboration très dynamique et des plus fructueuses. Dynamique, cette collaboration l'est même encore davantage, si j'ose dire, depuis quelque temps. Nous avons de fait tiré le plus grand parti de la compétence spéciale de cette institution et ses profondes connaissances bancaires dans maints domaines d'activité. C'est avec son aide que nous avons placé les liquidités du Fonds fiduciaire sous forme d'actifs libellés en DTS.

Cette collaboration s'est révélée essentielle non seulement en ce qu'elle nous a permis de maintenir la valeur de nos avoirs en attendant de les utiliser dans nos opérations de prêts mais aussi parce qu'elle a favorisé efficacement l'utilisation du droit de tirage spécial.

Il n'y a pas très longtemps, nous avons bénéficié de cette collaboration. Comme vous le savez peut-être, le Fonds a procédé à des tirages dans le cadre des importantes lignes de crédit ouvertes par des bailleurs de fonds. Le Fonds a effectué ces tirages non pour se procurer les fonds nécessaires à l'accomplissement de projets spécifiques, mais en prévision des nombreux programmes que ses pays membres devaient mettre sous peu en oeuvre. En ce qui concerne ces ressources également, la BRI s'est activement occupée des opérations intérimaires d'investissement, avec toute l'efficacité et la compétence dont elle a sans cesse fait preuve.

Ces tout derniers temps, la BRI est venue se joindre à d'autres prêteurs et a ouvert une ligne de crédit au Fonds pour le financement des opérations qu'il effectuera en vertu de sa politique d'accès élargi à ses ressources. La plus grande partie de ce financement provient d'un prêt de 8 milliards de DTS, consenti par l'Agence monétaire de l'Arabie Saoudite, mais, en dehors de ce prêt, plus de 1 milliard de DTS — 1.203.000.000 pour être précis — a été fourni par des banques centrales et la BRI.

Sans la collaboration de la BRI et en particulier sans l'intervention personnelle de son président, sans son extraordinaire talent pour faire marcher rondement les choses et pour obtenir des résultats, sans cet esprit novateur qu'il manifeste en toute situation, nous n'aurions peut-être pas pu mettre au point des accords d'emprunt aussi importants et aussi équilibrés. Par conséquent, ce qui revêt plus d'importance peut-être que le prêt même de 1,2 milliard de DTS, c'est l'appui extrêmement précieux que les banques centrales des pays industrialisés ont consenti à nous accorder grâce à l'impulsion et à l'ingéniosité de la BRI et de son président.

A elle seule, cette raison suffirait à expliquer pourquoi j'ai tenu absolument à m'arracher quelques minutes aux réunions auxquelles je dois participer aujourd'hui. J'aurais bien aimé pouvoir me libérer complètement et rester avec vous tout l'après-midi. Vous allez avoir le privilège d'entendre un homme qui a été non seulement ministre de l'économie et des finances pendant de nombreuses années, président de l'une des plus importantes banques centrales d'Europe, et président de la BRI pendant près de quinze années, mais qui a été en outre premier ministre de son pays. Il vous parlera de l'expérience,

qu'il a acquise au fil des événements qui ont jalonné sa carrière extraordinaire. Permettez-moi d'ajouter que M. Zijlstra est également un théoricien de grand renom, très connu pour ses écrits sur la vitesse de circulation de la monnaie et d'autres sujets connexes. C'est un grand honneur que de l'accueillir ici aujourd'hui. Quant à moi, je vous souhaite une très cordiale bienvenue et formule le vœu que la rencontre d'aujourd'hui soit couronnée de succès. Je vous remercie de votre attention.

William McChesney Martin

Je vous remercie, M. de Larosière, de nous accueillir aussi aimablement. Nous apprécions tous beaucoup notre association au Fonds, qui met si généreusement ses locaux à notre disposition.

Permettez-moi de dire quelques mots sur la Fondation. Nos présidents honoraires, MM. Eugene Black et Marcus Wallenberg, s'intéressent vivement aux travaux de la Fondation et nous guident dans nos entreprises. Malheureusement, ils n'ont pas pu se libérer pour assister à cette réunion; M. Wallenberg, toutefois, qui participera à l'Assemblée annuelle de la Banque et du Fonds cette semaine, est représenté ici aujourd'hui par deux de ses petits-fils. Les directeurs de la Fondation continueront, eux aussi, de participer à ses travaux et nous avons de fréquents contacts avec eux. La Fondation n'a pas de problèmes financiers et son fonctionnement est satisfaisant. A cet égard, on pense tout de suite à l'apport d'un Randolph Burgess, qui a non seulement joué un rôle important dans la création de la Fondation mais lui a permis aussi de progresser dans la poursuite de ses objectifs. C'est M. Frank Southard, notre président, qui a pris le relais; il s'acquitte de cette tâche avec la plus grande compétence et bénéficie à cet égard, de l'aide de MM. Al Gerstein et Gordon Williams, nos vice-présidents, de M. Joe Lang, notre secrétaire, et de M. Graham Perrett, notre trésorier. Si vous avez des suggestions concernant les activités de la Fondation, n'hésitez pas à vous adresser à l'un d'entre eux, ou à l'un de nos directeurs.

Je me souviens que, l'an dernier, j'ai fait allusion à une remarque que Per Jacobsson a formulée voici de nombreuses années. Cette remarque m'avait beaucoup frappé et, au risque de vous lasser par mes redites, j'aimerais la répéter. Per Jacobsson avait dit que les banques centrales pouvaient frapper autant de monnaie qu'elles voulaient mais ne pouvaient pas émettre de capitaux. Les capitaux

proviennent de l'épargne et de l'investissement. Cela, je ne l'oublierai jamais.

J'aurais vraiment beaucoup de difficulté à ajouter quoi que ce soit à la présentation de M. Zijlstra par M. Jacques de Larosière; au reste, le programme contient une brève notice biographique pour chacun des deux orateurs. Comme beaucoup d'entre vous, je connais Jelle Zijlstra depuis assez longtemps, et je peux dire qu'il est certainement l'un des principaux chefs de file dans le monde monétaire aujourd'hui. Universitaire de renom, il connaît à fond tous les aspects pratiques du gouvernement, des affaires et de la banque, et il a apporté dans tous ces domaines une contribution remarquable. En un sens, son allocution sera un discours d'adieu puisqu'il doit quitter la BRI à la fin de l'année pour partir à la retraite. Nous avons vraiment beaucoup de chance de pouvoir l'accueillir aujourd'hui parmi nous, et ce qu'il va nous dire nous sera sans nul doute à tous très profitable. Mesdames et Messieurs, je vous remercie beaucoup de votre attention.

Banques centrales : les enseignements de l'expérience

Jelle Zijlstra

Les banques centrales et leurs gouverneurs passent actuellement, cela est indéniable, par une période des plus difficiles. Il leur faut non seulement s'acquitter de leur tâche dans un contexte peu favorable, mais l'intérêt que leur portent le grand public et le monde politique n'est pas fait pour alléger leur fardeau, et encore moins pour le rendre agréable à porter.

Je me propose d'aborder aujourd'hui cette question à la lumière de l'expérience que j'ai pu acquérir d'abord à la Banque des Pays-Bas dont je fus le président pendant près de quinze ans, ensuite à Bâle, où j'assume, depuis une quinzaine d'années la présidence d'une institution, remarquable entre toutes, la Banque des règlements internationaux (BRI).

Mais permettez-moi d'abord de vous donner quelques détails sur les postes que j'ai occupés avant d'être nommé à une banque centrale; comme vous le constaterez, cet aperçu vous aidera à comprendre certains des points que je souhaite illustrer.

Après mes études universitaires, j'ai été nommé professeur d'économie à l'Université libre d'Amsterdam en 1948. Pendant mes études, je m'étais aperçu que les milieux universitaires en général n'ont guère de sympathie pour les banques centrales. Même aujourd'hui, c'est encore souvent le cas. Je pourrais vous donner des exemples pittoresques de cette tendance, mais je m'abstiendrai car je ne veux pas porter préjudice aux personnes en cause. Toutefois, je ne peux résister à la tentation de vous donner un exemple, extrait d'une interview récente du Professeur Galbraith, publiée dans *De Haagse Post*, du 15 août 1981 :

Les personnes chargées de la direction des banques centrales sont des hommes (et parfois comme c'est le cas dans mon pays, des femmes) très sympathiques, qui s'expriment avec courtoisie et dont la tenue, impeccable n'est pas sans élégance. Pour ma part, je serais bienveillant à leur égard et je leur confierais une tâche peu importante, mais je n'oserais pas leur faire confiance une seule minute. L'un des

mystères de la politique monétaire aux Etats-Unis a toujours été la manière d'y passer maître. Il se peut fort bien que l'un des hommes occupant à Washington un poste politique élevé ait du mal à balancer son compte et à ne pas vivre au-dessus de ses moyens. Un beau jour, le Président le nomme membre du Conseil du Système de réserve fédérale et, miracle, le voici magicien dans le domaine monétaire. J'ai toujours admiré ces tours de passe-passe.

Evidemment, je ne veux pas être trop dur pour ces gens-là, mais je ne leur confierais certainement pas les rênes d'une affaire aussi complexe qu'une économie moderne.

Dans une certaine mesure, les divergences qui existent entre l'économie des théoriciens de l'université et la politique effectivement adoptée par la banque centrale sont naturelles et compréhensibles. Après tout, d'un côté nous avons les architectes de modèles abstraits, qui ne sont pas aux prises avec la réalité de tous les jours, et de l'autre nous avons ces individus que des carnets de rendez-vous surchargés empêchent souvent de réfléchir sur les relations fondamentales qui pourraient à long terme apporter des solutions à certains problèmes. Ces deux mondes, je les connais bien. Et, rétrospectivement, je suis quelque peu stupéfait de l'insouciance avec laquelle le jeune professeur d'antan exposait à ses étudiants quel devrait être le comportement des banques centrales. A mon poste actuel, j'ai été plusieurs fois étonné de la "naïveté" des suggestions que certains universitaires adressent parfois aux banques centrales.

En 1952, je fus nommé membre du cabinet des Pays-Bas : tout d'abord, j'ai été ministre des questions économiques et, plus tard, jusqu'en 1963, ministre des finances. A ce dernier poste, j'ai naturellement beaucoup appris sur la banque centrale. Il existe entre le ministre des finances et le président de la banque centrale, des frictions spécifiques, qui ne résultent pas de conflits entre la théorie et la pratique mais découlent plutôt de la séparation des pouvoirs entre les autorités monétaires. Ces pouvoirs sont répartis entre le ministère des finances et la banque centrale. Je suppose maintenant que la banque centrale est dans une certaine mesure indépendante de l'Etat, en droit ou en fait (ou sous ces deux angles à la fois). Je veux dire par là qu'elle dispose de pouvoirs propres fondés sur les textes ou sur l'autorité dont le public l'investit. Bien entendu, il se produira à l'occasion, c'est inévitable, des divergences d'opinions qui risquent de dégénérer en conflits ouverts; de fait, c'est bien ce qui se produit, comme l'expérience le montre. Lorsque je dis cela, je ne pense pas aux Pays-Bas, car, dans ce pays, la situation n'a jamais été aussi troublée. Lorsque j'étais ministre des finances, je me suis bien vite rendu compte que j'avais avantage, pour la bonne marche de mon service, à établir avec la banque centrale les meilleurs rapports

possibles, et à reconnaître pleinement ses pouvoirs et son autorité. A vrai dire, le ministre des finances est harcelé de tous côtés par ses homologues des ministères à budget de dépenses qui trament sans cesse pour parvenir à dépenser plus que ne le justifient les canons d'une politique financière saine. Dans cette lutte, il doit faire cavalier seul, et souffre inévitablement de cette solitude. Son meilleur allié sera la banque centrale s'il a avec elle de bonnes relations. L'Etat est toujours très tenté d'avoir recours au financement dit monétaire pour résoudre ses problèmes, mais, sans la coopération active de la banque centrale, il ne peut utiliser cette forme de financement que pour une courte période et dans des proportions restreintes. C'est dire que, dans le monde où nous vivons, caractérisé par des tendances inflationnistes profondes, il faut à tout prix établir une alliance étroite entre ces deux parties. Je me suis rendu compte de cette nécessité à l'époque et j'ai agi en conséquence. Cette prise de conscience m'a en outre donné assez d'audace pour tâcher, une fois que les rôles ont été renversés en 1967, d'inculquer cette philosophie aux ministres des finances qui se sont alors succédé.

Comme je l'ai déjà dit, j'ai pris mes fonctions à la Banque des Pays-Bas en 1967, année où se manifestaient déjà les graves problèmes qui devaient être pour les banques centrales un sujet de vives préoccupations.

Cet après-midi, j'ai l'intention d'examiner — en tournant mon regard vers le passé et parfois vers l'avenir — trois problèmes qui nous ont tant absorbés ces dernières années, et se poseront encore dans l'avenir :

- 1) le système des taux de change;
- 2) les réserves internationales;
- 3) la politique monétaire; tant sur le plan théorique que sur le plan pratique.

Considérons tout d'abord le système des taux de change. Pendant les années 60, le système monétaire international a été soumis à des pressions de plus en plus fortes. Les taux de change fixes, qui ne pouvaient être modifiés que s'il se produisait un déséquilibre dit fondamental, ne se sont pas révélés suffisamment souples dans un contexte financier de moins en moins favorable. Et ce n'était pas tout. Le système de Bretton Woods était fondé sur le maintien ou le rétablissement de l'équilibre des *soldes courants* des balances des paiements. On n'accordait presque pas d'attention aux mouvements de capitaux, car on supposait qu'ils étaient relativement peu importants ou qu'ils ne perturbaient pas réellement l'équilibre de la balance

des paiements. On pouvait toujours imposer des restrictions aux mouvements de capitaux, et, le cas échéant, on devait le faire. Enfin, et pire encore, les années 60 ont vu le déséquilibre des paiements internationaux s'aggraver en raison du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis. Le dollar était surévalué et les Etats-Unis éprouvaient de plus en plus de difficultés à faire face à leur obligation de convertir le dollar (en or). Je suis fermement convaincu qu'une dévaluation du dollar combinée à une importante majoration du prix de l'or (selon les dispositions de l'article IV des statuts du Fonds monétaire international tels qu'ils étaient rédigés à l'époque) aurait véritablement permis d'améliorer la situation. La stabilité du système monétaire international aurait été considérablement renforcée. Il n'aurait donc pas été nécessaire de conclure, prématurément, que le système de Bretton Woods ne pouvait pas être maintenu, comme on le fit en 1973 à la veille de la grande crise pétrolière. En d'autres termes, la crise pétrolière aurait heurté un système beaucoup plus stable. Je ne veux pas dire par là que le système de taux de change fixes aurait été assez stable pour résister au choc, même s'il avait été renforcé par les deux mesures que je viens de mentionner. Mais le désordre qui en a résulté aurait été beaucoup moins profond.

Il ne sera probablement jamais possible de déterminer de façon définitive quel est le meilleur système de taux de change. Le temps et le lieu sont des facteurs qui ont beaucoup trop d'importance. Parfois, ce sont les parités fixes qui s'imposent; parfois il convient d'avoir recours au flottement. Il s'agit cependant d'une question qui doit être analysée de façon plus détaillée. Dans le discours que j'ai prononcé le 15 juin de cette année à l'occasion de l'assemblée annuelle de la BRI, je disais textuellement que :

De toute évidence, il n'est pas question de revenir à un système de parité à l'échelle mondiale — il y aurait trop d'obstacles insurmontables, notamment l'excédent des pays de l'OPEP et la dispersion des taux d'inflation, pour n'en citer que deux. Mais, si l'on doit tenir compte du prix intérieur d'une monnaie, pourquoi ne devrait-on pas en faire autant de son prix extérieur? En d'autres termes, que se passerait-il si nous faisons abstraction de l'un et de l'autre pendant une longue période? Nous ne pouvons pas sans risque partir du principe que les taux de change doivent être "laissés à eux-mêmes". Le taux de change est une variable macroéconomique trop importante pour être reléguée au rang de poste résiduel, comme la masse monétaire l'a été dans certains pays, il n'y a pas si longtemps. Nous devons donc adopter une ligne de conduite, qui se situe à mi-chemin entre un système de taux de change fixes comme celui de Bretton Woods et la politique du laisser-faire sur le marché des changes.

Mais il ne sera pas facile de trouver ce juste milieu. J'espère que, dans le tourbillon d'événements qui se succèdent si rapidement et qui

entravent sérieusement l'élaboration de tout nouveau système de taux de change, il sera possible à tout le moins de parvenir à une plus grande cohérence des vues et des politiques. Permettez-moi de vous donner un exemple. Après une période, qui, selon une expression plus succincte que précise, a été qualifiée de "douce négligence", les autorités des Etats-Unis ont brusquement décidé en 1978, de réorienter leur politique. Le Président Carter annonça qu'il effectuerait des interventions massives pour soutenir le dollar, qui ne cessait de s'affaiblir. Ces événements sont très récents; je peux donc me dispenser de les exposer en détail. A l'heure actuelle, la politique adoptée repose de nouveau sur le principe de la non-intervention, et la valeur du dollar a très fortement augmenté. Faut-il parler ici de politique asymétrique? D'intervention lorsque le dollar s'affaiblit, mais de non-intervention lorsqu'il se renforce? Ou faut-il dire, non sans une pointe de malice, que la politique est fonction des circonstances? Mais alors quelle doit être la réaction des autres pays? Je réponds, en paraphrasant Walter Bagehot : "Le contrôle des taux de change ne s'effectue pas de lui-même" ou encore "les taux de change sont trop importants pour qu'on les laisse à eux-mêmes".

Le principe que sous-entend cette réponse est explicitement reconnu dans des accords, qui, modelés sur ceux de Bretton Woods, existent au sein du système monétaire européen (SME) et qui prévoient des taux de change fixes mais ajustables, dans les limites étroites des fluctuations permises sur le marché entre les monnaies des Etats participants. Ces accords ont à mon sens conféré à l'Europe une marge utile de relative stabilité des taux de change, et j'espère vivement que cette situation se perpétuera. Mais cela ne sera possible que si deux conditions principales sont remplies : en premier lieu, il faudra qu'au sein du SME, les politiques économiques soient suffisamment harmonisées pour permettre un degré raisonnable de stabilité des taux de change; en second lieu, les modifications apportées aux taux de change, lorsqu'elles deviennent nécessaires, doivent être décidées plus rapidement que ce n'était parfois le cas dans le cadre du système de Bretton Woods. Si j'appliquais ma théorie des taux de change dans le cadre des dispositions actuelles, je dirais, en résumé, que nous devons exercer sur les taux flottants un contrôle suffisant pour prévenir des mouvements de monnaies désordonnés ou n'ayant aucun lien avec les éléments de base; nous devons également avoir, au sein du SME, assez de souplesse pour maintenir une structure réaliste des taux entre les monnaies des pays participants.

Le rôle des banques centrales varie fortement d'un régime de taux de change à l'autre. Lorsque le système de parités fixes de Bretton Woods était en vigueur, nous n'avions guère de problèmes. Les taux étaient fixés ou modifiés par décision des autorités, souvent guidées par les banques centrales. En ce qui concerne les pays du Groupe des dix et la Suisse, nous nous efforcions tout particulièrement à l'époque de fournir du soutien aux monnaies menacées. Notre ami Charles Coombs était passé maître dans l'art de mobiliser ces crédits de soutien. Je ne puis vous dire à quel point nous sommes consternés et tristes de ne plus le voir parmi nous.

Eh oui! nous avons l'art de mobiliser des millions du jour au lendemain. A cet égard, certains d'entre vous se souviendront de l'ambiance assez fiévreuse de la conférence tenue à Bonn en 1968 par le Groupe des dix. Rappelez-vous ces ministres, discutant encore violemment tard dans la nuit, et incapables de s'entendre sur quoi que ce soit; alors que les présidents de banque centrale étaient parvenus, eux, à monter en une heure des opérations massives pour soutenir la livre sterling et le franc français. Pour toutes les autres questions, on a fait comme s'ils n'existaient pas. Dommage qu'il n'existe aucun film d'actualités pour nous montrer les gouverneurs de banque centrale, arpentant d'un pas irrité les salles de conférence et les couloirs, l'amertume peinte sur le visage.

Dans un système de taux flottants, en particulier de "flottement pur", la banque centrale a la tâche facile. C'est le marché qui fait tout. Je crains, toutefois, que les choses ne soient pas aussi simples comme je le démontrerai en parlant de la politique monétaire. Le contrôle de la masse monétaire, le niveau des taux de change et celui des taux d'intérêt ont une telle influence les uns sur les autres que l'on ne peut pas se permettre d'ignorer un seul de ces éléments. Bon gré mal gré, nous devons vivre dans un système triangulaire pour ainsi dire dont les trois pointes sont la masse monétaire, les taux de change et les taux d'intérêt. A vrai dire, la vie d'un président de banque centrale est devenue bien difficile.

Au cours de la période que je considère, les taux de change ont joué, certes, un rôle important mais il ne faudrait pas exclure celui qu'a joué le problème des réserves internationales. Outre qu'il prévoyait des taux de change fixes basés sur des parités par rapport à l'or, le système de Bretton Woods, on s'en souviendra, était un système qui conférait à l'or la qualité d'avoir de réserve suprême. Il est vrai que, dans la pratique, c'est principalement le dollar qui fut effectivement l'avoir de réserve, mais en raison de sa convertibilité

son lien avec l'or était établi. En août 1971, cette situation a pris fin. Le deuxième amendement aux statuts du FMI, qui est entré en vigueur en 1978, a tranché la question d'une façon tout à fait différente. L'or et les monnaies de réserve devaient progressivement céder la place au DTS. Quel progrès avons-nous accomplis dans cette voie? A l'heure actuelle, les principales banques centrales qui détiennent de l'or refusent de songer, ne serait-ce qu'un instant, à se déssaisir de leurs réserves en or et, par conséquent, de les démonétiser en fait, soit en vendant l'or sur le marché en échange de devises, soit en le plaçant au FMI (qui le détiendrait) dans un compte de substitution — non encore créé — et accorderait des DTS en échange. Le dollar est demeuré la monnaie de réserve la plus importante, bien qu'il ait dû céder une partie de son rôle à d'autres monnaies, telles que le deutsche mark et le franc suisse. La place que ces monnaies occupent comme monnaies de réserve n'a pas diminué en faveur du DTS, comme le prévoyaient les statuts du FMI. Qu'est-il advenu de l'or? Pendant la période qui nous concerne, l'or a souvent été au centre des préoccupations internationales. Il serait intéressant de reproduire ici en détail les déclarations multiples et variées, formulées sur l'or pendant les différentes réunions internationales qui se sont succédé à partir de 1971. Je m'en abstiendrai mais je souhaiterais rappeler brièvement les épisodes qui, dans l'histoire de l'or monétaire, revêtent semble-t-il, une certaine importance pour la suite des événements. Tout a commencé au cours de la fameuse réunion des participants au pool de l'or, qui s'est tenue à Washington les 16 et 17 mars 1968 et qui a précipité la fin de ce pool. Il en est résulté un système prévoyant un double marché de l'or; sur le marché libre, le prix de l'or devait évoluer indépendamment du prix de l'or monétaire, qui était établi par décision et avait été fixé à 35 dollars l'once troy. Le communiqué publié à l'issue de cette réunion, contenait la déclaration suivante : "Les participants estiment qu'il n'est plus nécessaire d'acheter de l'or sur le marché." Au cours de la réunion, cette phrase avait suscité des débats animés. Certains participants, au nombre desquels je comptais, s'y étaient opposés, car elle pouvait être interprétée, estimaient-ils, comme un engagement des banques centrales à ne plus jamais effectuer d'achats d'or sur le marché. Le total des avoirs d'or monétaire devrait donc être considéré comme une grandeur fixe, et servirait purement et simplement de moyen de règlement entre les autorités monétaires. L'or nouvellement extrait pourrait donc être vendu exclusivement sur le marché libre. D'aucuns soulignaient, au contraire, que cette phrase pouvait être extrêmement utile, car elle

aurait pour effet d'atténuer les variations des prix sur le marché libre et, par conséquent, de freiner la spéculation. C'est cet argument qui a finalement rallié tous les suffrages. Toutefois, le communiqué de presse n'avait pas plus tôt été publié que la première interprétation s'était imposée. Hé oui! on a bel et bien déclaré que les banques centrales avaient décidé de ne plus jamais effectuer d'achats d'or sur le marché. Les parties intéressées, et en particulier les autorités américaines, ont observé attentivement les moindres faits et gestes des banques centrales pour vérifier si celles-ci respectaient strictement cet engagement présumé.

Tout cela remonte bien loin derrière nous. Pas à pas, non sans mal parfois, les banques centrales ont retrouvé la liberté d'effectuer des transactions sur or soit entre elles, soit sur le marché libre. Les statuts actuels du Fonds interdisent ni plus ni moins de fixer un nouveau prix officiel de l'or. On peut illustrer à quel point la situation a évolué en donnant l'exemple de la mobilisation monétaire d'une fraction des avoirs en or détenus par les banques centrales des pays qui participent au SME. On peut aussi le faire en citant la loi que le Président Carter a ratifiée le 7 octobre 1980 et par laquelle il approuvait une augmentation de la quote-part des Etats-Unis au Fonds. Cette loi prévoyait en outre que le Secrétaire au Trésor formerait et présiderait une commission chargée d'effectuer une étude permettant d'évaluer la politique du gouvernement américain à l'égard du rôle de l'or dans le système monétaire national et international; la commission devait soumettre au Congrès un rapport contenant ses conclusions et recommandations et un an au plus tard après la date de la ratification de ladite loi. Au moins, l'or a cessé d'être un vilain mot.

Néanmoins, la situation actuelle ne peut pas être qualifiée de satisfaisante. Les banques centrales des principaux pays détiennent des réserves massives d'or. Par exemple, les avoirs en or de la Banque des Pays-Bas, aux prix courants du marché, représentent 66 % de ses réserves totales. Il est particulièrement décevant de constater qu'en dehors des ventes d'or sur le marché en échange de devises, il n'existe aucun moyen systématique d'utiliser cette composante des réserves. J'estime que nous devons, au sein du groupe formé par les Dix et la Suisse, examiner les moyens de régler le prix de l'or, à l'intérieur, certes, de limites assez larges, de manière à créer les conditions nécessaires pour que les banques centrales puissent, par la vente et l'achat d'or entre elles, gérer et déployer leurs réserves de façon plus rationnelle. A l'assemblée annuelle du FMI qui s'est tenue

à Belgrade en 1979, cette question a été soulevée, mais malheureusement les participants ne sont pas parvenus à un accord assez général pour permettre ne serait-ce qu'une ébauche de dispositif par lequel on réglerait le prix de l'or sur le marché libre. Je suis fermement convaincu que des interventions assez faibles n'auraient pas empêché, certes, la flambée ultérieure du prix de l'or, mais elles auraient au moins contenu sa poussée dans des limites plus facilement tolérables. Depuis lors, les passions tumultueuses semblent s'être apaisées; et il serait bon que nous nous penchions de nouveau sur ces questions avec objectivité.

Je voudrais enfin vous parler un peu du DTS, pivot du nouveau système monétaire international. Ce système, nous sommes tous censés l'avoir souhaité; nous avons donc tous l'obligation morale d'en favoriser la réalisation de notre mieux. Toutefois, ceux qui prennent part aux nombreux débats sur le DTS ne voient pas toujours clairement, selon moi, les difficultés auxquelles nous nous heurterons si le DTS devient effectivement le pivot d'un nouveau système monétaire international. La mise en place de ce nouveau système exige que deux conditions soient remplies. Premièrement, il est indispensable d'accroître la stabilité des taux de change. Si les taux de change continuent d'être déterminés par les forces du marché, les réserves ne sont pas absolument nécessaires. Quand les temps seront accomplis, le DTS devra être l'instrument de règlement à part entière. Si aucun règlement n'intervient ou si les règlements s'effectuent de façon irrégulière ou non systématique, nous n'avons pas besoin d'un instrument fondamental de règlement. Deuxièmement — et cette condition est liée à la première —, il faudra rétablir la convertibilité. Tout système monétaire international, dans lequel le DTS hérite du rôle que jouait précédemment l'or ne peut fonctionner harmonieusement que si les principales monnaies, notamment le dollar, sont convertibles en DTS. Quiconque souhaite sincèrement faire du DTS le pivot d'un nouveau système monétaire international mais refuse d'accepter la convertibilité en DTS leurre son entourage, et s'illusionne peut-être lui-même.

Il va sans dire que ce système ne peut être instauré à l'heure actuelle; le DTS continuera donc encore pendant un certain temps de jouer un rôle secondaire, même si son importance en tant qu'unité de compte ne cesse de s'accroître. Cela signifie en outre qu'il n'y aura pas de compte de substitution dans l'immédiat et que l'allocation de DTS devra continuer à être limitée.

Je passe maintenant à mon troisième sujet : la politique monétaire du point de vue théorique et pratique. J'ai fait mon entrée dans le monde des banques centrales en 1967 et, à ce moment-là, le monétarisme n'était pas encore devenu un slogan politique. Il va sans dire que Milton Friedman était loin d'être un inconnu. Son Histoire monétaire des Etats-Unis (*A Monetary History of the United States*), ouvrage sans nul doute imposant, était à juste titre réputée et pas uniquement dans les milieux universitaires. Dans la conférence qu'il a prononcée en 1970 sur la contre-révolution monétaire, il a fait un exposé extrêmement clair de la théorie dénommée aujourd'hui monétarisme. Mais il fallut attendre les déferlements inflationnistes des années 70 pour que le monétarisme parvienne à percer les murailles qui entourent l'univers des professeurs et à s'infiltrer dans le monde de la politique. Les ministres des finances, les dirigeants, et même les chefs d'Etat, doivent travailler avec acharnement pour pénétrer les secrets de M_1 à M_x , de la base monétaire et du multiplicateur monétaire. En passant, il est intéressant de noter que la théorie de Keynes a eu un destin à peu près identique; après 1936, elle était la théorie économique qu'on enseignait dans presque toutes les universités, mais c'est après la deuxième guerre mondiale seulement qu'elle est devenue le fondement de la politique économique financière de la plupart des grands pays.

Dans l'examen des nombreux problèmes auxquels nous faisons allusion, il importe de ne pas oublier que le monétarisme, à l'instar de la théorie keynésienne, revêt une multitude de formes et appelle bien des nuances. Etant donné le peu de temps dont je dispose pour vous faire le portrait du monétariste que j'aimerais qualifier de *typique*, je serai contraint de styliser et peut-être même de simplifier à l'excès. Dans le credo de mon monétariste typique, il y a trois dogmes :

1) le premier est politico-économique ou, en d'autres termes, idéologique;

2) le deuxième analytique;

3) le troisième porte sur les techniques de la politique monétaire.

J'examinerai chacun de ces dogmes brièvement. Notre monétariste est convaincu que le secteur public est assez instable mais que le secteur privé jouit d'une stabilité relative. L'instabilité du secteur public a deux causes : ses dimensions qui, dans la plupart des pays, sont beaucoup trop grandes et son comportement; dans ce secteur, en effet, les responsables prennent souvent des décisions peu judicieuses qui reposent sur une connaissance insuffisante de la complexité des problèmes sociaux et financiers, tandis que, dans le secteur privé,

le comportement des agents est, en principe, dicté par des anticipations rationnelles et des réactions logiques aux impulsions provenant de l'économie de marché.

Dans son analyse, le monétariste typique estime que le contrôle de la masse monétaire est un instrument à la fois nécessaire et suffisant pour exercer un contrôle macroéconomique efficace sur l'évolution de l'économie nationale. Il s'agit, bien entendu, d'un instrument qui n'est peut-être pas parfait mais c'est de loin le plus efficace dont nous disposons.

Enfin, pour exercer un contrôle sur la masse monétaire, il est nécessaire et suffisant d'utiliser ce qu'on appelle la base monétaire, car cet agrégat permet d'exercer un contrôle ininterrompu avec la précision requise.

Pour un président de banque centrale, les trois points dont je viens de parler n'ont pas la même importance et chacun d'eux a un poids différent. L'opinion qu'on peut avoir sur la stabilité ou l'instabilité relative des secteurs public et privé a souvent ses racines dans la philosophie économique qu'on professe. En d'autres termes, l'opinion est teintée par l'idéologie. Selon moi, elle dépend dans une large mesure de deux circonstances : le temps et le lieu. Dans les années 30, il n'y a pas de doute que, comparé au secteur public, le secteur privé était instable; il n'est donc pas étonnant que la théorie keynésienne traditionnelle se fonde sur l'instabilité relative du secteur privé, à laquelle les autorités doivent remédier en adoptant certaines mesures; par conséquent, ce type de raisonnement présume que le secteur public est relativement stable et qu'il doit étayer le secteur privé chancelant pour l'empêcher de s'effondrer. De nos jours, il n'en est plus tout à fait ainsi. Dans bon nombre de pays, le secteur public est accablé sous une charge excessive et risque d'être écrasé par une multitude de tâches et de responsabilités. Les possibilités d'utiliser le secteur public pour stabiliser l'ensemble de l'économie se sont donc nettement amenuisées. En outre, pendant la période d'après guerre, le secteur privé a fait preuve d'une très forte résistance, même sous le coup de chocs extérieurs vigoureux. Si on fait abstraction des préjugés idéologiques, et si on tient compte uniquement des faits, on est fondé à conclure que l'équilibre entre la stabilité et l'instabilité des secteurs public et privé, respectivement, s'est profondément modifié depuis les années 30.

Le deuxième dogme qui entre dans le credo du monétariste typique nous rapproche des activités d'un président de banque centrale. Nous voulons parler de l'analyse débouchant sur la thèse selon

laquelle la politique monétaire est un instrument à la fois nécessaire et suffisant pour contrôler efficacement l'économie. Les autres instruments, en particulier la politique budgétaire, n'offrent pas assez de stabilité; en outre, ils ont pour effet d'accentuer la tendance cyclique et ont, par conséquent, une incidence déséquilibrante. Dans cette optique, les politiques en matière de salaires et de prix sont vouées à l'échec. Le contrôle que les autorités monétaires peuvent exercer sur la masse monétaire en fixant pour la croissance de cet agrégat des objectifs chiffrés rigoureux, qu'elles publient à l'avance, est le seul instrument qui permette de stabiliser le secteur privé, et de se prémunir contre l'inflation ou de l'éliminer. C'est ce phénomène qu'exprime la fameuse équation $MV = PT$. Au-delà du court terme, le volume des transactions (T) est déterminé par des facteurs non monétaires et, semblablement, la vitesse de circulation (V) est stable en assez longue période; le niveau des prix (P) varie donc proportionnellement aux fluctuations de la masse monétaire (M). Si elles sont assez sages pour contenir ou réduire la croissance du secteur public dans des limites acceptables, les autorités peuvent exercer sur l'économie le contrôle macroéconomique qui s'impose. Cet argument est renforcé par la théorie des anticipations rationnelles. Les responsables du secteur public, en bons politiciens, ont souvent des réactions peu rationnelles et difficilement prévisibles. Ceux qui participent à l'activité économique du secteur privé sont guidés par des anticipations rationnelles, notamment en ce qui concerne l'inflation. Ils ont appris à voir à travers les illusions de la monnaie. Les normes rigoureuses que les autorités appliquent à la croissance de la masse monétaire pour prévenir ou éliminer l'inflation dissipent les anticipations inflationnistes et apportent donc, en soi, une contribution essentielle à la lutte contre l'inflation.

Avant d'aborder la technique de la politique monétaire, je souhaiterais vous faire brièvement part de mon opinion personnelle sur cette question qui a été au centre de maints débats et qui continue de l'être.

Selon moi, le contrôle de la masse monétaire est un instrument nécessaire pour donner à l'économie l'orientation qui s'impose, mais il ne suffit pas. La politique budgétaire et l'évolution des prix et des salaires sont des éléments qui ne peuvent être mis de côté ou ignorés. En théorie, mais en théorie seulement, on peut faire valoir que le contrôle de la masse monétaire est un moyen suffisant. Il est possible de satisfaire tout besoin d'emprunt par des moyens non monétaires, à condition que l'on soit prêt à accepter n'importe quel taux d'intérêt et à évincer, dans quelque mesure que ce soit, l'investissement privé. La

disparité entre les salaires et la productivité peut toujours être éliminée quelle qu'elle soit, par une léthargie assez prolongée de la production et de l'emploi. Mais, je n'hésite pas à le répéter, tout cela ne vaut qu'en théorie pure. Il existe une certaine limite au-delà de laquelle les besoins d'emprunt et la disparité entre la productivité et les salaires nominaux ne permettent plus aux autorités de poursuivre une politique monétaire efficace. Le contraire, bien entendu, est également vrai.

Le raisonnement qui précède peut être formulé d'une façon différente. La politique monétaire, la politique budgétaire et les variations de salaire proportionnelles à la productivité s'imposent mutuellement des contraintes. Dans ces conditions, il est indispensable que les autorités appliquent une politique monétaire efficace, ayant pour objet le contrôle de la masse monétaire, mais cet instrument n'est pas suffisant.

Enfin, outre les problèmes d'ordre idéologique et analytique, l'une des questions qui revêt encore le plus d'importance pour un président de banque centrale, c'est celle de la technique du contrôle monétaire. Selon notre monétariste, les autorités peuvent orienter efficacement l'évolution de la masse monétaire en exerçant un contrôle sur la base monétaire, qui se compose des soldes des banques à la banque centrale et des billets de banque détenus par le public. Ces deux éléments figurent au passif du bilan de la banque centrale et qui peut donc exercer un contrôle sur les deux. La possibilité d'exercer un contrôle tient à une hypothèse : celle du caractère prévisible et stable du multiplicateur monétaire qui relie la masse monétaire aux réserves facultatives et obligatoires que les banques détiennent à la banque centrale et qui lui font contrepoids. On présume, en outre, qu'il existe pour la masse monétaire une définition applicable dans la pratique. Dans les études monétaires nous rencontrons souvent l'expression "monnaie au sens étroit", M_1 , qui comprend les billets de banque et les dépôts à vue. Mais il n'est pas absolument nécessaire de l'utiliser. Pour l'application de leur politique monétaire, les Etats-Unis, par exemple, distinguent plusieurs définitions de la masse monétaire (M_{1a} , M_{1b} , M_2 , M_3 , . . . M_x), et à chacune d'elle correspond un multiplicateur monétaire particulier. Le Royaume-Uni utilise une définition assez générale de la masse monétaire; il s'agit de M_3 , qui comprend aussi les dépôts d'épargne auprès des banques. Avant de poursuivre mon exposé, permettez-moi de résumer brièvement les différents dogmes du credo monétariste.

Le monétariste authentique croit :

- 1) que la banque centrale est en mesure d'exercer un contrôle sur la base monétaire;
- 2) que, par conséquent, la masse monétaire est contrôlée au moyen d'un multiplicateur monétaire stable;
- 3) que le niveau des prix est donc contrôlé puisqu'on présume que la vitesse de circulation est stable;
- 4) que, par conséquent, le secteur privé atteint un degré de stabilisation suffisant;
- 5) que, si la taille du secteur public est maintenue dans certaines limites, un degré raisonnable de contrôle macroéconomique est par conséquent assuré.

L'un des sujets — et non le moindre — qui est au centre des nombreux débats sur le monétarisme est celui des techniques monétaires utilisées. Ces techniques sont devenues une question de caractère politique qui s'est même frayé un chemin jusque sur les hauteurs des sommets économiques auxquels participent les chefs des grands pays du monde. Nous autres, présidents de banque centrale, ne sommes-nous pas relégués parfois au rang d'observateurs impuissants? Avons-nous réussi, entre nous, à nous mettre d'accord sur les techniques monétaires les plus efficaces, les plus adéquates? Permettez-moi de développer brièvement ce point.

Il me semble que, tout compte fait, nous sommes parvenus à un accord quasi général sur un aspect important. La politique monétaire est, de par sa nature même, une politique quantitative. Par le passé, de nombreuses banques centrales appliquaient une politique axée sur un ou plusieurs taux d'intérêt qu'elles s'efforçaient de porter à un certain niveau ou de maintenir au niveau en vigueur. La masse monétaire qui en résultait était considérée comme une variable dépendante. Evidemment, on ne peut s'attendre, qu'une telle politique engendre une masse monétaire qui puisse être jugée convenable du point de vue de la stabilité de l'économie et du maintien de la valeur de la monnaie. Cela ne veut pas dire que, dans l'application d'une politique dont l'objet est le contrôle de la masse monétaire, les autorités peuvent ignorer les taux d'intérêt. Je reviendrai sur ce sujet plus loin. La question qui se pose actuellement à nous est la suivante : de quelle façon la banque centrale peut-elle exercer un contrôle sur la masse monétaire et quels sont les avantages et les inconvénients des diverses méthodes?

Les diverses formes que revêt ordinairement une politique dont

l'objet est le contrôle de la masse monétaire se rangent grosso modo en deux catégories principales : celles qui sont assimilables à la méthode directe et celles qui se ramènent à la méthode indirecte. Dans le cadre de la méthode directe, les banques centrales assujettissent les opérations du système bancaire à une sorte de plafond qui leur permet de veiller à ce que les opérations de prêts qui ont pour effet de créer de la monnaie ne débordent pas les limites fixées. Les banques centrales ne sont pas toutes habilitées à imposer ces limites. Aux Pays-Bas et en France, par exemple, la banque centrale a ce pouvoir et elle l'exerce. Selon la méthode indirecte, la banque centrale s'efforce d'avoir une emprise sur l'évolution de la masse monétaire en exerçant un contrôle sur d'autres variables, qui, par hypothèse, ont avec la masse monétaire une relation suffisamment stable. Dans ce cas, le niveau des taux d'intérêt revêt une grande importance, car il est un élément essentiel du mécanisme de transmission qui maintient ou rétablit la relation. La méthode dite "de la base monétaire" est le principal exemple des techniques dont il est question. Permettez-moi d'analyser brièvement la technique monétaire la plus fréquemment utilisée à l'aide de la variante employée aux Pays-Bas. Dans mon pays, nous avons longtemps utilisé comme instrument les plafonds de crédit; c'est ce qu'on appelle, en France, l'encadrement du crédit. Si l'expansion de la masse monétaire menace de prendre des proportions excessives, la Banque des Pays-Bas peut imposer des restrictions au volume de prêts que peut octroyer le système bancaire. Par le passé, elle a exercé ce pouvoir à maintes reprises; les derniers plafonds ont été imposés en 1977. Ils n'ont pas été utilisés ces dernières années, car, pendant une période suffisamment longue, le total des prêts bancaires est demeuré inférieur au plafond fixé. Le système fonctionne de la façon suivante : la banque fixe un pourcentage maximum pour l'expansion du total des avoirs du système bancaire, à l'exception des effets à court terme émis par les autorités (exception qui est susceptible d'être supprimée à l'avenir). Toutefois, les fonds à *long terme* qui sont mobilisés ou reçus par les banques — en d'autres termes, l'épargne proprement dite — peuvent être utilisés à des fins de prêts sans aucune restriction. La marge tolérée pour l'expansion des prêts est donc élargie en fonction du montant de ces ressources à long terme. Autrement dit, les prêts effectués par le système bancaire ne sont limités que s'ils ont pour effet de créer de la monnaie; ils ne le sont pas s'ils sont financés au moyen de fonds à long terme. Il s'ensuit que toute demande de crédit qui dépasse le montant autorisé se trouve, d'un point de vue monétaire, orientée

vers le marché des capitaux et peut donc provoquer une hausse des taux sur le marché des capitaux. Les événements ont démontré que l'instrument monétaire utilisé par la Banque des Pays-Bas permet d'exercer un contrôle assez efficace de la masse monétaire et s'accompagne d'un effet distinct sur les taux d'intérêt à long terme.

La Banque centrale des Pays-Bas utilise un instrument supplémentaire pour exercer un contrôle sur la liquidité des banques : la politique relative au marché monétaire. Pour les autres banques centrales, cette politique est le moyen d'exercer un contrôle sur la masse monétaire, mais tel n'est pas le cas aux Pays-Bas. La Banque des Pays-Bas exerce sur la liquidité du système bancaire un contrôle qui lui permet de maintenir les taux d'intérêt à court terme dans un rapport normal avec les taux à long terme, tout en tenant dûment compte du taux de change. Elle y parvient en établissant un système semi-permanent de contingentement des emprunts auquel les banques peuvent avoir recours et qui est complété, le cas échéant, par une politique d'open market. Cela revient à dire que, dans des circonstances exceptionnelles seulement, et spécialement dans le cas d'une forte attaque spéculative contre le florin, un durcissement de la politique sur le marché monétaire fera monter temporairement les taux d'intérêt à court terme à un niveau nettement supérieur à celui des taux en vigueur sur le marché des capitaux.

En d'autres termes, la politique monétaire fondamentale visant à contrôler la masse monétaire exerce ce type de contrôle à moyen terme, influence les taux d'intérêt à long terme et par conséquent favorise, cela va de soi, l'équilibre global de la balance des paiements. La politique relative au marché monétaire est une politique à court terme et complémentaire; la banque l'utilise pour prévenir, dans la mesure du possible, d'importantes fluctuations des taux d'intérêt à court terme et, de ce fait, pour tâcher, en outre, de prévenir les variations de taux de change qui ne sont pas le reflet de la situation fondamentale de la balance des paiements et de son évolution.

Cette technique de la politique monétaire n'a-t-elle que des avantages et aucun inconvénient? Elle présente un inconvénient majeur. Pour fixer l'expansion du crédit autorisée pour chaque banque, les autorités monétaires doivent s'appuyer sur des statistiques des années passées. Si elles sont appliquées trop longtemps, des restrictions de cette structure auront tendance à étouffer la concurrence, ce qui est contraire au principe de l'économie de marché. Par conséquent, il importe qu'après plusieurs années de restriction la banque s'abstienne d'en imposer pendant une période assez longue.

Il est clair qu'en période d'inflation persistante, comme celle que nous traversons, il est extrêmement difficile de faire ce partage.

Aux Etats-Unis, les autorités appliquent actuellement une politique monétaire qui doit leur permettre d'exercer un contrôle sur la masse monétaire par la régulation de la liquidité du système bancaire. Je n'ai pas besoin de vous donner une description détaillée de la technique utilisée. Je me contenterai de dire qu'elle repose sur l'hypothèse qu'il existe des relations stables entre les différentes composantes de la masse monétaire ($M_1, M_2 \dots M_x$) et les coefficients de réserves obligatoires correspondants. Cette politique peut seulement provoquer, comme on l'a vu dans la pratique, de fortes fluctuations des taux d'intérêt à court terme et à certains moments de très grands écarts entre les taux à court terme et les taux à long terme. En outre, elle peut susciter d'importantes variations du taux de change. Dernièrement, cette politique monétaire a fait l'objet de vives critiques. Il n'y a pas lieu de s'en étonner outre mesure. Une politique monétaire qui permet au taux de base d'atteindre 20 %, alors que le taux d'inflation se situe aux alentours de 10 %, qui pousse le taux de change à un niveau qui ne correspond plus du tout à la situation fondamentale de la balance des paiements et qui a, par conséquent, des effets profondément perturbateurs au niveau international, mérite simplement d'être remise en question, sans même évoquer l'inquiétude que suscitent les chiffres hebdomadaires relatifs à la masse monétaire et les anticipations perturbatrices qu'elle fait naître en matière de taux d'intérêt sur le marché monétaire et sur le marché des capitaux (à cet égard, Alexandre Lamfalussy parle de l'effet dit du cycle du porc, expression qu'il emprunte à la théorie économique). J'ai peine à croire que cette technique est la meilleure que l'on puisse concevoir pour la politique monétaire. Il importe cependant, de faire certaines réserves sur cette critique. Les Etats-Unis luttent contre l'inflation avec une constance et une ténacité qui méritent toute notre admiration. Si le doute est permis, c'est uniquement en ce qui concerne les techniques monétaires utilisées; et n'oublions surtout pas en exprimant ce doute que souvent les critiques sont incapables de proposer d'autres solutions valables.

J'ai donné un aperçu de ces deux types de politique monétaire pour montrer qu'en ce qui concerne la mise au point d'une politique idéale pour exercer un contrôle efficace sur la masse monétaire, nous autres présidents de banque centrale, nous devons malheureusement avouer que le travail est loin d'être achevé. Je me suis aperçu que les pays participant au SME se heurtent aussi à cette difficulté. La

multitude d'instruments, qui diffèrent d'un pays à l'autre, rend l'harmonisation des politiques extrêmement difficile. Toutefois, c'est un sujet qui est au cœur même de l'activité d'une banque centrale. Ce domaine est précisément celui auquel se rapportent les critiques dont nous assaillent les milieux politiques et universitaires, critiques qui, selon moi, se font de plus en plus nombreuses. C'est un sujet dont nous devons scruter tous les aspects dans nos futurs débats, par exemple à Bâle, afin d'apporter davantage d'éclaircissements, ne serait-ce que pour sauver notre peau.

Pour conclure, j'ajouterai qu'après la seconde guerre mondiale, la vie d'un président de banque centrale était, toutes proportions gardées, assez simple : les taux de change étaient fixes, l'inflation était faible, voire inexistante, les déficits du secteur public étaient peu élevés dans maints pays, et, souvent, les syndicats ouvriers étaient encore disposés à négocier. Dans des conditions aussi favorables, le contrôle de la masse monétaire est une opération relativement simple. Toutefois, au milieu des années 60 et au cours des années suivantes, bon nombre de ces certitudes, ô combien rassurantes, se sont estompées; la tempête s'est déchaînée et nous n'en sommes pas sortis indemnes. Nous devons à présent relever un formidable défi : regagner pendant les deux dernières décennies de ce siècle quelques-uns des atouts que nous avons perdus dans ce bouleversement. Pour cette expédition, l'itinéraire n'est pas tracé : il nous faudra donc trouver le chemin à tâtons. Où nous mènera-t-il? Vers une nouvelle stabilité des taux de change et vers la victoire décisive sur l'inflation, au moyen, là encore, d'une politique monétaire judicieuse. La tâche qui incombe aux banques centrales est une tâche difficile. Pour l'accomplir, elles ne bénéficieront pas nécessairement du soutien des milieux politiques et des politiciens. Dans le brillant exposé qu'il a fait à la conférence Per Jacobsson de 1979, et qu'il avait intitulé *L'angoisse des banques centrales* Arthur Burns s'est exprimé très ouvertement sur ce sujet; après avoir déploré que l'État est si souvent occupé "à accroître les avantages au profit de la population en général, ou au profit de tel ou tel groupe en particulier" (page 17), M. Burns explique pourquoi le Système fédéral de réserve s'est heurté à tant de difficultés de caractère politique dans ses efforts pour exercer un contrôle sur la masse monétaire :

Si le Système fédéral de réserve avait alors cherché à créer un climat monétaire qui ne cédait pas aux pressions à la hausse sur les prix, suscitées ou renforcées par l'action des pouvoirs publics, l'économie n'aurait pas tardé à être en proie à de grandes difficultés. De surcroît, le Système fédéral de réserve serait allé à

l'encontre de la volonté du Congrès envers lequel il est responsable — Congrès soucieux de fournir des services supplémentaires à l'électorat et d'assurer le maintien des emplois et des revenus, en particulier dans le court terme.

Non, la vie ne sera pas facile pour les présidents de banque centrale d'ici la fin du 20^{ème} siècle. Mais quels que soient les obstacles que nous pourrions rencontrer, nous devons nous autres banquiers, continuer à nous consacrer entièrement à ce qui, selon moi, est notre tâche prioritaire — indépendamment du fait que juridiquement nous n'avons pas tous les mêmes attributions —, savoir la sauvegarde de l'intégrité de la monnaie, intégrité si chère à Per Jacobsson, dont j'ai voulu honorer la mémoire en prononçant cette conférence.

* * *

M. MARTIN : Merci, M. Zijlstra, pour votre exposé des plus stimulants; que chacun de nous, j'en ai la conviction, souhaitera lire attentivement pour l'étudier à loisir.

Notre commentateur aujourd'hui est M. Albert Adomakoh, et nous sommes particulièrement heureux qu'il soit des nôtres. M. Adomakoh s'intéresse à des sujets aussi divers que l'économie et le droit et il a acquis de l'expérience dans le secteur bancaire, le monde des affaires et la vie publique. Il a occupé plusieurs postes importants dont ceux de gouverneur de la Banque du Ghana et de ministre de l'Agriculture dans ce pays. Je donne maintenant la parole à M. Albert Adomakoh.

Commentaire

Albert Adomakoh

Monsieur le Président, mesdames et messieurs; c'est pour moi un très grand honneur d'avoir été invité à participer à cette série de conférences données à la mémoire d'un grand homme. Je suis également reconnaissant de l'occasion qui m'est offerte de partager cet honneur avec M. Zijlstra, dont j'ai tellement entendu parler, mais que je n'avais jamais rencontré.

Ces derniers jours, plusieurs de mes amis se sont étonnés que j'ai choisi de vous parler de l'analyse a posteriori. "A quoi bon!", se sont-ils exclamés. "C'est de prévision que nous avons besoin, et non pas de retour sur le passé!" On nous dit souvent : "C'est un jeu d'enfant que d'étudier a posteriori les tenants et les aboutissants d'événements passés"; en d'autres termes, qu'il est bien facile d'être sage après coup. La nuance est claire, il est vrai, mais il convient peut-être, à ce propos, de rappeler la philosophie qu'exprime T.S. Eliot, dans son poème intitulé "Burnt Norton" (*Four Quartets*)

Time present and time past
Are both perhaps present in time future,
And time future contained in time past¹.

Après l'allocution très intéressante de M. Zijlstra, nul ne doute plus — j'en suis convaincu — que l'analyse a posteriori peut être un noble passe-temps. Permettez-moi, tout d'abord, de rappeler que, lorsqu'il était professeur, M. Zijlstra a pu observer — et cela est révélateur — que les universitaires ont généralement peu de sympathie pour les présidents de banque centrale — et l'exemple qu'il cite à l'appui de cette remarque provient assurément d'une personnalité perspicace et influente. Mais, cela nous remet aussi en mémoire un propos attribué à Lord Norman — gouverneur de banque centrale, non moins perspicace — à l'époque où il présidait aux destinées de la Banque

¹Présent et passé, peut-être,
sont, l'un et l'autre, en l'avenir inclus,
et l'avenir, peut-être, habite le passé.

d'Angleterre : "Aux économistes que j'emploie, je ne demande pas de me dire ce que je dois faire, mais de m'expliquer pourquoi j'ai pris certaines décisions." Il semble donc que la chaussure puisse aller à l'un ou l'autre pied, et que ces réflexions doivent être considérées comme de simples boutades entre amis. Toutefois, on ne peut s'empêcher de penser que s'il n'en était pas ainsi nous serions peut-être obligés de nous demander de qui le Fonds monétaire international prend-t-il le parti?

Ce que M. Zijlstra appelle la tension qui existe souvent entre, d'une part, le ministère des finances, autorité budgétaire, et, d'autre part, la banque centrale, autorité monétaire, revêt évidemment un plus grand intérêt sur le plan pratique. Il y a friction, c'est inévitable, chaque fois que la politique budgétaire va dans un sens et que les autorités monétaires décident qu'elles ne peuvent lui emboîter le pas. On pose souvent la question suivante : la banque centrale peut-elle ou doit-elle refuser de coopérer avec la direction politique du pays? Le plus souvent, quand la question se pose effectivement et ne peut rester sans réponse, elle se ramène en fait à l'affrontement de deux individus volontaires et, le plus souvent, n'est résolue que lorsque l'un d'eux cède le pas.

Sur le plan de la politique, et en particulier en période de crise, on peut, je pense, dire à juste titre que, le plus souvent, les deux intéressés règlent leurs différends avant que ceux-ci ne deviennent conflits. La solution dépend donc pour beaucoup du style personnel et des circonstances particulières. Il convient de noter — ce qui, à ce propos, n'est guère surprenant — que, pendant les quelque quinze années de sa présidence à la Banque centrale des Pays-Bas, M. Zijlstra n'a jamais réellement connu de telles difficultés. On m'a dit qu'il avait été ministre des Finances, puis Premier ministre avant de devenir Président de la Banque centrale des Pays-Bas. Ce cheminement exceptionnel constitue, j'en suis sûr, un très rare exemple de la montagne allant à Mahomet. Pour la plupart d'entre nous, l'évolution s'est opérée en sens inverse.

M. Zijlstra a fait porter sa conférence principalement sur les taux de change, les réserves internationales et la politique monétaire, mais c'est au dernier de ces trois sujets qu'il a consacré la plus grande partie de son exposé; il n'y a pas lieu de s'en étonner, car le débat qui devait permettre d'établir s'il est possible de faire du monétarisme le pivot de la politique monétaire ne cesse de s'aviver. D'aucuns se demandent si le monétarisme est vraiment le système qui convient; d'autres s'interrogent sur son succès ou son échec; certaines voix,

enfin, s'élèvent pour protester contre son incidence économique, tant au niveau national qu'international.

Le monétarisme est-il un système satisfaisant? A cette question, M. Zijlstra répond : "le contrôle de la masse monétaire est un instrument nécessaire pour donner à l'économie l'orientation qui s'impose, mais il ne suffit pas". Dans certains pays, notamment au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, on applique les principes monétaristes; peut-être est-il encore trop tôt pour se demander si cette expérience, qui dure pourtant depuis près de deux ans, a été une réussite ou un échec. Je pense que si M. Zijlstra n'a pas tranché la question, c'est peut-être parce qu'il veut laisser à une autre organisation le soin de porter un jugement; cette fois, il s'agit de la Banque des règlements internationaux dont il est le président et qui a déjà indiqué que cette question la concerne et l'intéresse. A propos du monétarisme, elle a en effet déclaré dans son Rapport annuel pour 1979-80, page 52 "... les économistes et les responsables de la politique économique auront eu pour une fois la possibilité d'observer un phénomène qui s'apparente à ceux qu'on enregistre couramment en sciences naturelles. Le résultat de cette expérience aura certainement des implications qui iront au-delà de son incidence sur la seule économie du Royaume-Uni." Nous soupçonnons donc que nous aurons d'autres échos de ce côté-là.

Quelques-uns des effets économiques du monétarisme se font déjà sentir au niveau national : les taux d'intérêt se maintiennent à un niveau élevé, l'inflation s'est aggravée et sa virulence est tenace, les taux de change (surtout dans le cas de la livre sterling) sont instables, l'activité des entreprises s'est ralentie, le chômage s'accroît, enfin, le produit national brut n'augmente guère. Mais, ici encore, les protagonistes soutiennent que ces phénomènes sont tout simplement le signe que la politique se fraye un chemin dans le système, et prédisent que, le moment venu, tout finira bien par s'arranger. Il subsiste néanmoins un doute : le processus correctif n'aura-t-il pas, entre-temps, fait tellement de tort à l'économie qu'il faudra, dès l'amorce de la reprise, prendre de nouvelles mesures pour contenir les prix?

Il est clair, cependant, qu'au niveau international et surtout pour les pays en développement, l'expérience a déjà de graves répercussions et, si elle se poursuit beaucoup plus longtemps, les conséquences risquent d'être désastreuses à long terme. Je suis sûr que vous vous attendez à ce que je vous parle de quelques-unes de ces répercussions.

Dans les pays en développement, la conjoncture est influencée par deux catégories de facteurs : les uns sont des facteurs externes, les autres, dynamiques, sont internes. Les premiers ont leur source dans l'évolution des autres pays, en l'occurrence le monde développé, et, à la différence des facteurs internes, ils échappent au pouvoir des pays en développement. Les mouvements qui se produisent dans l'économie des pays développés revêtent donc la plus haute importance pour les pays en développement, et c'est sous cet angle que je me propose d'examiner quelques-uns d'entre eux.

Les mouvements que le monétarisme a déclenchés dans les pays industrialisés du monde développé sont la hausse des taux d'intérêt, la compression des dépenses publiques et la fluctuation des taux de change, cependant que le taux de l'inflation demeurerait à un niveau élevé. Ces mouvements, quant à eux, ont eu des répercussions internes : le climat s'est assombri, l'activité s'est ralentie dans le secteur des entreprises, le chômage s'est aggravé, le taux de croissance économique a sinon baissé du moins très peu augmenté. La demande d'importations a donc diminué dans les pays développés et, du même coup, les exportations en provenance des pays en développement ont, elles aussi, diminué. De plus le fléchissement de la demande a fait baisser, parfois considérablement, le cours des matières premières et l'a soumis à de profondes fluctuations. Celles-ci sont accentuées par l'incidence du niveau élevé des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux; il en résulte que les fonds sont généralement amenés à faire la navette entre les marchés de matières premières et les marchés financiers en quête de la rémunération la plus avantageuse.

La chute du volume et du prix unitaire des exportations a eu pour effet de réduire considérablement les recettes d'exportation des pays en développement et d'exercer des pressions sur leur balance des paiements. Ces pressions sont liées uniquement au produit des exportations. Le niveau élevé des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux a pour effet, lui aussi, d'intensifier les pressions qui s'exercent sur la balance des paiements, mais, cette fois, la tension s'accroît par une augmentation des paiements. La situation est particulièrement grave pour les pays en développement importateurs nets de pétrole. Selon les estimations, le déficit courant de ce groupe de pays passera de 45 milliards de dollars en 1979 à 78 milliards de dollars en 1981.

La dégradation que les termes de l'échange ont subie pendant les années 70 a joué, certes, un rôle prépondérant dans cette évolution,

mais, ces dernières années, la hausse des taux d'intérêt a eu, elle aussi, une incidence considérable. Selon les estimations, les paiements d'intérêt et le rapatriement des bénéfiques, qui se chiffraient à 34 milliards de dollars en 1980, atteindraient environ 44 milliards de dollars en 1981. Le rapide accroissement de la dette extérieure a pour effet, bien entendu, d'augmenter très fortement les paiements d'intérêt, mais une autre cause importante de cette augmentation est la hausse actuelle des taux d'intérêt sur les marchés financiers; puisque le montant de l'intérêt sur une grande partie des dettes est fonction d'un taux variable, cette hausse influe sur le coût du service, non seulement des nouveaux emprunts, mais aussi des anciens, qui n'ont pas encore été pleinement remboursés. Je tiens de bonne source que, si le taux d'intérêt sur les marchés des capitaux augmente d'un point de pourcentage, les pays en développement doivent verser un supplément de 2 milliards de dollars par an au titre du service de leur dette. On peut encore mesurer la gravité des conséquences qu'entraîne la hausse des taux d'intérêt en notant que, selon d'autres estimations, la somme du service de la dette et du rapatriement des bénéfiques représentera environ 28 % des recettes d'exportation en 1981, au lieu de 25 % en 1980.

De surcroît, une fraction considérable et croissante des nouveaux emprunts doit être utilisée pour le remboursement du principal et le paiement de l'intérêt; selon les estimations, le produit net des emprunts ne représenterait que 33 % environ du montant brut des emprunts en 1981. Il s'ensuit que la fraction des emprunts disponibles pour le financement des nouveaux projets est non seulement faible mais ne cesse de diminuer. Ce processus aura pour effet global d'anéantir la solvabilité des pays en développement non exportateurs de pétrole, qui, par conséquent, seront incapables d'obtenir de nouveaux capitaux sur les marchés extérieurs. C'est la situation dans laquelle se trouvent aujourd'hui plusieurs pays en développement d'Afrique et d'autres régions; dans bien des cas, nous avons la situation paradoxale de la pauvreté à l'ombre de l'abondance.

Pour résoudre le problème que pose le service de leur dette, les pays qui se trouvent dans une telle conjoncture n'ont que deux solutions : comprimer leurs programmes d'investissement, et réduire, par conséquent, le taux de la croissance économique, ou bien recevoir des sources multilatérales et bilatérales des concours officiels d'un volume nettement plus élevé qu'auparavant.

Les pays en développement exportateurs nets de pétrole pourront, évidemment, avoir un meilleur sort; certains d'entre eux, il est vrai,

peuvent s'attendre à des déficits massifs de paiements, cette année, mais leur richesse pétrolière leur permettra d'emprunter plus facilement que ne le pourront les pays en développement importateurs nets de pétrole. De plus, certains pays de ce dernier groupe auront moins de difficultés, certes, que les autres, mais, dans l'ensemble, les divers rapports économiques publiés récemment par les institutions nationales et internationales présentent pour les pays en développement des perspectives d'évolution globale assez sombres et pessimistes.

Si l'on me demandait "le monétarisme peut-il servir d'outil d'ajustement économique dans les pays en développement?", ma première réaction serait d'avoir recours aux faux-fuyants, et de dire qu'on ne devrait pas utiliser le monétarisme tout seul. J'ajouterais peut-être même que, dans le contexte d'un ensemble de mesures qui sont censées favoriser, par exemple, la stabilisation, les instruments permettant d'exercer un contrôle sur la masse monétaire auront un rôle important à jouer, même s'il est purement symbolique. Mais, à la réflexion, je dirais qu'il importe d'établir comment les instruments de régulation de la masse monétaire fonctionnent, concrètement, dans un pays en développement. A cet égard, j'examinerai l'incidence 1) des taux d'intérêt, 2) de la compression des dépenses publiques et 3) de l'ajustement du taux de change, c'est-à-dire d'une dévaluation de la monnaie.

Les autorités d'un pays se trouvent assez souvent dans l'obligation de prendre des mesures de contrôle. C'est le cas lorsque le pays manque de devises et ne peut plus financer un volume d'importations d'un niveau égal à ceux du passé; les biens de consommation se font rares et, devant les magasins, les queues et les attentes s'allongent; les arriérés de paiement au titre des dettes à court terme augmentent rapidement; le volume de la monnaie en circulation, d'ores et déjà énormément accrue, ne cesse de se gonfler; l'inflation est virulente et les prix montent vite; les syndicats revendiquent avec ténacité de fortes hausses de salaires; enfin, un marché noir se crée, qui profite hâtivement de la situation, et altère la valeur de la monnaie nationale.

Tout ce bouleversement aura probablement été déclenché par l'expansion excessive des dépenses publiques, financée par des déficits massifs, et voilà que maintenant le rythme des dépenses est soutenu par la situation elle-même. Selon toute probabilité, le gouvernement aura sollicité l'aide du Fonds monétaire international,

mais il ne peut accepter les modalités d'un accord de confirmation qui prévoit en général une dévaluation de la monnaie.

En pareil cas, dans quelle mesure l'action sur les taux d'intérêt sera-t-elle efficace? Tout d'abord, la hausse des taux d'intérêt n'incitera à comprimer les dépenses que si elle est très élevée, parce que, dans une telle conjoncture, il est très facile de répercuter les coûts. Mais, dans un pays en développement, l'Etat est généralement le principal emprunteur. Selon toute vraisemblance, le ministère des finances n'acceptera donc pas non plus que le taux d'intérêt soit porté à un niveau assez élevé. Même si les autorités parviennent à relever suffisamment le taux, cette mesure aura simplement pour effet d'augmenter le coût des emprunts publics, et l'augmentation sera répercutée sur les contribuables sous forme d'un alourdissement de l'imposition. A elle seule, la hausse du taux d'intérêt n'a guère de chances de pousser les pouvoirs publics à l'épargne. De plus, il s'agit de pays qui, par définition, n'ont pas de marché obligataire. C'est donc la banque centrale qui doit soutenir les emprunts du gouvernement. En pareil cas, il peut bien se faire qu'elle ait intérêt à trouver un moyen plus direct de réduire le recours du gouvernement aux facilités qu'elle offre. Je pense que, dans certaines limites, il y a moyen de le faire.

L'incidence de la hausse des taux d'intérêt, d'autre part, sera davantage ressentie par le secteur privé, mais c'est une répercussion qui risque d'être regrettable, parce que, dans la mesure où la hausse est efficace, le fardeau retombe sur des agents qui devraient être épargnés, c'est-à-dire, en général, sur les industries d'exportation. Ce sont elles qui, dans de pareilles situations, souffrent le plus, et pourtant elles sont justement les plus équipées pour sortir le pays du chaos.

Le secteur commercial (surtout les détaillants) va répercuter tout bonnement le coût de l'intérêt sur le consommateur, en se rabattant, une fois encore, sur la hausse des prix. Par ailleurs, il dispose généralement d'une telle quantité de liquidités non déclarées qu'il est en mesure de recourir le moins possible aux banques. Ainsi donc, pour que la hausse des taux d'intérêt soit un instrument efficace, il faudrait peut-être que les autorités adoptent des mesures complémentaires et compriment, par exemple, le volume de la circulation fiduciaire, afin de pouvoir exercer à nouveau un contrôle sur son évolution.

S'il est possible d'exercer ce contrôle, c'est-à-dire de contenir l'expansion de la monnaie en circulation, tout ce que les autorités

devront faire pour remédier à la situation, c'est de combiner judicieusement la hausse des taux d'intérêt et les plafonds au crédit sectoriel; dans un pays en développement, ce dosage de mesure donnera de meilleurs résultats que la seule hausse des taux d'intérêt.

La réduction du taux des dépenses publiques est une obligation qui se justifie en théorie par la nécessité de laisser le champ libre au développement de l'entreprise privée productive. Le financement des dépenses publiques, sous forme de déficit budgétaire, nous dit-on, est une technique qui absorbe une fraction excessive de l'épargne et des ressources réelles de la nation; ce qui reste ne suffit plus au financement des investissements productifs et de la croissance. Telle est la théorie. Mais, en fait, quand un pays en développement passe par une période de crise, on constate souvent qu'au moment où s'opère la compression des dépenses publiques, le secteur privé a déjà, lui aussi, sinon perdu confiance, du moins pris peur; loin de prendre la relève, il commence en fait à réduire et à comprimer ses investissements. Cette attitude est particulièrement évidente chez les hommes d'affaires qui ne sont pas des ressortissants du pays en question. Ils ont recours à toutes sortes de méthodes, et exercent toutes sortes de pressions pour transférer leurs ressources à l'extérieur.

Il est donc possible de concevoir une situation où les dépenses publiques aussi bien que les investissements privés sont réduits en même temps, ce qui plonge les dirigeants dans un désarroi et une désolation extrêmes.

Le troisième instrument est l'ajustement du taux de change; étant donné les circonstances, ajustement équivaut à dévaluation. Il s'agit de l'instrument que les autorités des pays en développement hésitent le plus à utiliser, et qui leur crée les plus grandes difficultés. On n'aura peut-être pas trop de peine à comprendre pourquoi.

Dans ces pays, les instruments qui permettent d'exercer un contrôle sur la masse monétaire et de remédier au désordre économique sont des outils fragiles, moins précis que dans les pays développés; il s'agit, par conséquent, d'instruments difficiles à manier. De plus, comme nous l'avons noté, la situation des pays en développement dépend, au plus haut point, de ce qui se passe dans le monde développé, c'est-à-dire du milieu extérieur, sur lequel ces pays n'ont aucune emprise.

Pourtant, toute modification du taux de change et l'incidence qu'elle aura, prévoit-on, sur l'économie reposeront sur l'hypothèse qu'il est possible d'exercer un contrôle rigoureux sur certains facteurs

donnés et de faire régner une discipline tout aussi sévère. Si les autorités ne peuvent y parvenir, c'est peut-être que les forces mises en mouvement par la dévaluation donnent des résultats très différents de ceux qu'elles auraient souhaités, et que la situation s'aggrave au lieu de s'améliorer. Je soupçonne que c'est par crainte de facteurs extérieurs puissants et instables, qui peuvent avoir une profonde incidence sur les instruments de politique tout en échappant au contrôle des autorités, que, dans les pays en développement, les gouvernements et les dirigeants ne peuvent se résoudre à adopter sur le champ et sans hésiter les recommandations en faveur d'un ajustement du taux de change.

Par ailleurs, il y a des cas où les instruments de contrôle monétaire ne peuvent fonctionner de manière efficace ou risquent de ne donner des résultats que si l'on ajuste d'abord le taux de change. Malheureusement, c'est à ce moment-là aussi que le grand public s'attend à une dévaluation, se couvre contre les risques de change, adopte diverses stratégies et prend des dispositions pour tirer le meilleur parti de l'imminente dévaluation ou pour se prémunir contre ses pires effets. Dans ces conditions, l'élément de surprise, souvent si important dans une dévaluation, ne joue plus, et les effets souhaités risquent, dans une large mesure, d'être neutralisés.

Permettez-moi de donner un exemple. J'ai été nommé Gouverneur de la Banque centrale en août 1965; à ce moment-là, la situation était exactement celle que je viens de décrire. Les milieux d'affaires semblaient assez convaincus que la dévaluation allait se produire d'un jour à l'autre et qu'elle était le seul moyen de remédier à la crise financière par laquelle nous passions. Mais, d'autre part, le gouvernement avait à plusieurs reprises refusé de conclure un accord de confirmation avec le Fonds parce qu'il comportait l'obligation de dévaluer la monnaie. Les milieux d'affaires étaient complètement démoralisés, et, comme cela arrive souvent, les sources de crédit — banques, banques internationales et facilités de crédit à court terme pour la garantie du crédit à l'exportation — avaient toutes été bloquées, jusqu'à l'issue des pourparlers avec le Fonds. On avait l'impression que cet état de choses allait inévitablement inciter les autorités à dévaluer la monnaie. Pendant ce temps-là, les arriérés de paiement au titre des dettes à court terme consécutives au financement des importations s'accumulaient, des renseignements erronés circulaient sur les marchés internationaux, et les créanciers exerçaient toutes les pressions imaginables pour retirer leurs fonds.

Je me rappelle un incident qui s'est alors produit : un jour, ma secrétaire m'a annoncé la visite de l'ambassadeur d'un pays ami que je ne nommerai pas. Il était accompagné de son attaché commercial, et ne m'avait pas informé à l'avance de sa venue. En les accueillant à la porte de mon bureau, je déclarai : "Monsieur l'ambassadeur, c'est un rare plaisir que de vous recevoir aujourd'hui." Il s'est empressé de rétorquer : "Monsieur le gouverneur, je ne suis pas venu en tant qu'ambassadeur de tel ou tel pays, mais comme agent de recouvrement." Hélas, il avait pour mission d'intervenir en faveur d'un compatriote exportateur, pour une dette absolument dénuée d'importance, mais qui, remboursable depuis des mois, n'avait pas été honorée, pour une raison ou une autre. Je lui promis qu'elle serait réglée, et elle le fut.

Cet incident n'est qu'un exemple du genre de pressions auxquelles les gouverneurs des banques centrales peuvent être soumis, dans les pays en développement.

Ma première démarche — c'était, il me semble, en septembre 1965, et j'occupais mon poste depuis à peine trois semaines — fut d'écrire au Président Nkrumah pour lui faire part de certaines conclusions : 1) je m'étais aperçu, après examen, que la situation était bien plus grave que je ne l'avais imaginé au moment de ma nomination; 2) toutefois j'étais convaincu que nous pouvions la redresser et la revigorer pourvu que le président accorde son appui à la Banque et veille à ce que nous ayons vraiment des chances de succès; 3) sans cela, nous risquions l'effondrement total, et, pour reprendre mes propres termes, je ne pouvais pas imaginer que la situation pourrait se prolonger au-delà de mars 1966."

Je pense que mes propos l'ont secoué. Ma démarche suivante s'est opérée d'un commun accord avec le ministère des Finances, qui agissait d'ores et déjà plus librement; j'ai porté le taux bancaire à 7,5 %, ce qui, à l'époque, était un niveau très élevé, même par rapport aux taux en vigueur dans les autres pays. Nous avons imposé aux banques des plafonds de crédit (correspondant plus ou moins à la description de M. Zijlstra, me semble-t-il); ces plafonds limitaient le crédit au commerce de détail, à la constitution de stocks, à la construction et à quelques autres secteurs, mais libéralisaient l'octroi de concours aux industries extractives, à l'agriculture (notamment à la commercialisation du cacao), à l'exploitation du bois d'œuvre et des pêcheries. Il fut entendu que le ministère des Finances prendrait les mesures nécessaires pour que les emprunts du gouvernement à la banque centrale ne dépassent pas les plafonds réglementaires, que le

Fonds serait invité à reprendre les entretiens concernant les accords de confirmation, ce qui revenait à dire que la question de l'ajustement du taux de change, c'est-à-dire de la dévaluation, serait de nouveau soulevée.

En février 1966, c'est-à-dire bien avant que ces projets puissent être réalisés, il y eut un changement de gouvernement et, peu après, les autorités ont négocié avec le Fonds un accord de confirmation. L'ajustement du taux de change était prévu, mais il n'a pas été immédiatement effectué. En revanche, nous avons pu, avec l'accord du Fonds, réaliser d'abord un programme dans le cadre duquel nous comptons mettre de l'ordre dans les priorités budgétaires et créer, notamment, des systèmes de crédit interne et de gestion économique, autant de domaines où régnait le désordre le plus complet. Et ce qu'il ne faut surtout pas oublier, c'est que, dans ce désordre, on ne savait même pas quel ajustement constituerait une dévaluation suffisante de la monnaie.

Pendant la réalisation du programme, de nouveau avec l'assistance technique du Fonds, nous avons utilisé quelques méthodes tout à fait nouvelles qui se sont révélées efficaces, et qui ont rapidement donné de bons résultats. Ce programme a permis, à lui seul, de restaurer dans une certaine mesure la confiance du public et de le persuader qu'il pouvait reprendre ses activités. Et les anticipations concernant la dévaluation ont complètement disparu.

Aussi, lorsque, des mois plus tard, nous avons annoncé la dévaluation de la monnaie nationale, la nouvelle a-t-elle pris tout le monde par surprise; en outre la dévaluation a été moins forte qu'elle aurait dû l'être si elle avait eu lieu pendant la crise de 1965.

Le drame que je viens de décrire a duré de 1965 à 1969, mais, jusqu'à un certain point, ses effets se sont fait sentir dans le système jusqu'en 1971. Plusieurs années après, le gouvernement alors au pouvoir a formulé, dans la présentation du budget de 1978-79, quelques observations qui, selon moi, constituaient le plus bel éloge et la meilleure justification du travail acharné et du dévouement dont ont fait preuve tous les intéressés, en particulier, les services du Fonds et la direction de l'institution. Voici ces observations.

Entre 1971 et 1977 la masse monétaire est passée de 280,6 millions de cedis en moyenne à 1.761,1 millions de cedis; elle s'est donc accrue de 1.480,5 millions de cedis, soit de plus de 500 %. Pour dire les choses crûment, le taux annuel d'augmentation au cours de cette période a dépassé en moyenne 80 %, contre une expansion inférieure à 7,5 % par an au cours de la période 1969-71, à 2 % par an au cours de la période 1965-69; durant la première République, c'est-à-dire de 1960 à 1965, le taux de croissance a été d'environ 20 % par an.

Si, aujourd'hui, nous nous tournions vers le passé, comme je le fais souvent, l'un de nous pourrait dire à juste titre, que 2 % par an, taux dans les limites duquel la croissance de la masse monétaire a été contenue durant mon mandat (1965-69), était peut-être un taux trop restrictif et qu'il n'est pas nécessairement un signe de réussite.

Cependant, je ne serais pas du tout d'accord avec cette observation, parce qu'elle est mal éclairée. Comme je l'ai déjà indiqué, nous voulions nous efforcer en priorité de stabiliser la situation et de dominer le problème, ce qui devait nous permettre d'adopter ensuite les mesures qui s'imposaient. A la fin de 1967, nous étions sûrs d'avoir atteint cet objectif. Pendant l'étape suivante, qui commençait en 1968, nous devons stimuler le développement et la croissance, en particulier dans les secteurs de l'agriculture, des exportations et des produits remplaçant les importations. Simultanément, nous devons laisser progresser la masse monétaire autant qu'il le fallait pour éperonner la croissance, mais c'est à ce moment précis que la banque centrale a dû trop parler. J'ai, sans nul doute, trop parlé, moi-même, de la nécessité de donner un nouvel élan à l'agriculture et d'intensifier le développement, car j'ai reçu une invitation et solennellement — sans plus de cérémonies — j'ai été nommé ministre de l'Agriculture.

Interrogé par un journaliste du *Christian Register* qui lui demandait quelle était la meilleure formule pour réussir dans la vie, Einstein a répondu : "Si A représente la réussite, l'équation doit s'écrire $A = X + Y + Z$; dans cette équation, X représente le travail, et Y, les loisirs." "Et que représente Z?" lui demanda le journaliste. "Z répondit Einstein, indique qu'il faut savoir tenir sa langue." Hélas, quand j'étais gouverneur, je ne connaissais pas tous les termes de l'équation!

* * *

M. MARTIN : je vous remercie, M. Adomakoh, de ces observations judicieuses et intéressantes. Etant donné le peu de temps dont nous disposons, il n'y aura pas de période consacrée aux questions et réponses. Au nom de la Fondation Per Jacobsson, je tiens à vous remercier tous d'avoir participé à cette réunion et d'avoir contribué à son succès. Vous êtes tous invités à la réception qui est offerte en votre honneur par le Directeur général du Fonds monétaire international qui aura lieu à l'issue de la réunion. Je déclare maintenant, la réunion terminée.

Biographies



Jelle Zijlstra naît aux Pays-Bas en 1918. Il fait ses études à l'École supérieure des sciences économiques, à Rotterdam, et obtient son doctorat en 1948, avec une thèse sur "La vitesse de circulation de la monnaie et sa signification pour la valeur de la monnaie et l'équilibre monétaire". La même année, il accepte une chaire d'économie théorique à l'Université libre d'Amsterdam.

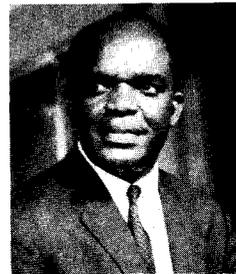
Membre du Parti calviniste, il accepte en 1952 le portefeuille des Affaires économiques, qu'il conserve jusqu'en 1958. De 1959 à 1963 il est ministre des Finances.

En 1963 il enseigne à nouveau à l'Université libre, et il devient membre de la Chambre Haute (Sénat) du Parlement néerlandais où il représente le Parti calviniste. Il est Premier ministre d'octobre 1966 à mars 1967. En mai 1967, il devient Président de la Banque nationale des Pays-Bas, où il succède à M. W. Holtrop.

Dans le domaine international, M. Zijlstra est membre du Conseil des gouverneurs de la Banque européenne d'investissement en 1962-63; en 1967, il est élu Président de la Banque des règlements internationaux et de son Conseil d'administration, à Bâle, est nommé Gouverneur du Fonds monétaire international pour les Pays-Bas, à Washington, et devient membre du Comité des gouverneurs des Banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne.

* * *

Albert Adomakoh naît au Ghana en 1924. Il fait ses études à Downing College (Université de Cambridge) ainsi qu'à Inner Temple (Londres) et devient ensuite avocat. Durant son passage à la London School of Economics, il écrit *The History of Currency and Banking in West African Countries* (L'histoire de la monnaie et des activités bancaires dans les pays de l'Afrique de l'Ouest).



De 1957 à 1969, il est successivement Secrétaire général de la Banque du Ghana, Directeur et Président de la National Investment Bank, Gouverneur de la Banque du Ghana et ministre de l'Agriculture. Il passe les années 1969 à 1972 au service de deux organisations internationales : d'abord à la FAO, en qualité de Directeur général adjoint, puis à la Société financière internationale, où il est Directeur des investissements pour l'Afrique et le Moyen-Orient.

Depuis 1972, M. Adomakoh est consultant en matière de développement et de finances, et occupe divers postes, notamment celui de directeur, dans un certain nombre de sociétés industrielles et bancaires.

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 Gudin (<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* — Exposé de C.D. Deshmukh et Robert V. Roosa (Washington); épuisé
- 1966 *Le rôle actuel de la banque centrale* — Exposé de Louis Raminsky; 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* — Exposé 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)
- 1981 *Banques centrales : les enseignements de l'expérience* — Exposé de Jelle Zijlstra; commentaire de Albert Adomakoh (Washington)

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