

FONDATION PER JACOBSSON  
CONFERENCE DE 1983

Elaboration d'un nouveau système  
monétaire international :  
perspective à long terme

H. Johannes Witteveen

Washington, D.C.

ISSN 0252-3086

## AVANT-PROPOS

La Conférence Per Jacobsson 1983, intitulée : “Elaboration d’un nouveau système monétaire international : perspective à long terme”, a été prononcée par M. H. Johannes Witteveen au Théâtre Dorothy Betts Marvin de l’Université George Washington, à Washington, le dimanche 25 septembre 1983. M. Witteveen, ancien Directeur général du Fonds monétaire international, est Président du Groupe consultatif sur les questions économiques et monétaires internationales (Groupe des trente). La réunion s’est tenue sous la présidence de M. William McChesney Martin, Président du Conseil de la Fondation Per Jacobsson; la présente brochure donne un compte rendu de cette réunion.

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

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



## TABLE DES MATIERES

	<i>Page</i>
REMARQUES LIMINAIRES	
William McChesney Martin .....	1
H. Johannes Witteveen .....	3
ELABORATION D'UN NOUVEAU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL : PERSPECTIVE A LONG TERME	
H. Johannes Witteveen .....	4
QUESTIONS ET REPONSES	
H. Johannes Witteveen .....	27
Frank A. Southard, Jr. ....	30
NOTICE BIOGRAPHIQUE .....	32
FONDATEURS, CONSEIL D'ADMINISTRATION ET BUREAU DE LA FONDATION .....	33
LES CONFERENCES PER JACOBSSON .....	34



# Remarques liminaires

**William McChesney Martin**

C'est pour moi un grand honneur que d'ouvrir la vingtième conférence annuelle de la Fondation Per Jacobsson. Les conférences sont pour nous des événements mémorables non seulement parce qu'elles sont un stimulant intellectuel, mais aussi parce qu'elles nous fournissent l'occasion de retrouver de vieux amis et d'anciens collègues.

Permettez-moi d'abord de dire quelques mots de la Fondation. Je suis heureux de pouvoir déclarer que la situation financière de la Fondation est bonne et que son fonctionnement est satisfaisant. A cet égard, j'aimerais évoquer la précieuse contribution de notre Président fondateur, M. Randolph Burgess, qui a probablement aidé plus que tout autre à organiser cette Fondation et à promouvoir sa cause. Il a été soutenu dans ses efforts par deux Présidents honoraires des plus compétents, MM. Marcus Wallenberg et Eugene Black. Le décès de Monsieur Wallenberg, l'an dernier, nous a profondément attristés et nous regretterons ses sages et judicieux conseils. M. Eugene Black n'a pas pu se joindre à nous cette année, mais il m'a prié de vous transmettre ses amitiés.

Je voudrais souhaiter la bienvenue à deux nouveaux directeurs de la Fondation, qui sont tous deux bien connus, M. Peter Wallenberg et Sir Jeremy Morse. Marcus Wallenberg est un bon ami et un fidèle allié de la Fondation; nous avons pensé qu'il convenait de ne pas rompre avec la tradition et d'avoir un Wallenberg parmi les membres du Conseil. Nous nous félicitons donc d'avoir pu convaincre Peter Wallenberg de se joindre à nous. Nous sommes également heureux que Sir Jeremy Morse ait, lui aussi, accepté de faire partie de notre Conseil. Le Conseil de la Fondation se trouve donc renforcé et nous envisageons avec plaisir la perspective de travailler avec les nouveaux directeurs.

Nous sommes reconnaissants au Fonds monétaire international de l'aide qu'il n'a cessé et ne cesse de nous accorder sous diverses formes, en plus de nous fournir le personnel dont nous avons besoin. Le Président de la Fondation est M. Frank Southard, qui est assis à ma gauche. M. Southard s'est distingué par une brillante carrière dans le domaine économique international. A la mort de Per Jacobsson en 1963, M. Southard était Directeur général adjoint du Fonds monétaire depuis six mois; il a continué d'assumer cette fonction durant le mandat de M. Pierre-Paul Schweitzer. Les efforts qu'il a si généreusement déployés pour la Fondation au cours des années sont inestimables.

Comme vous pourrez en juger d'après le programme, nous avons réservé quelque temps pour des questions auxquelles répondra le conférencier à la suite de son exposé, et j'ai demandé à M. Frank Southard de diriger les débats. Si vous avez des questions que vous aimeriez poser au conférencier, veuillez les inscrire sur la carte qui se trouve au verso du programme. On se chargera de recueillir les cartes que M. Southard remettra à M. Witteveen.

Nous avons eu d'éminents conférenciers à nos réunions — on se souviendra longtemps de l'exposé à la fois opportun et stimulant de M. Bouey l'an dernier — et M. Johannes Witteveen, que nous aurons l'honneur d'entendre aujourd'hui, vient s'ajouter à la liste. M. Witteveen a précédé M. Jacques de Larosière en qualité de Directeur général du Fonds. Il a également été Premier vice-Premier ministre et Ministre des finances des Pays-Bas et il est actuellement Président du Groupe des trente. Il a été appelé, au cours de sa carrière exceptionnelle, à exercer son talent dans maints domaines : milieux universitaires, administration, banque et affaires internationales. Il est mieux placé que quiconque pour nous guider en cette période difficile que traverse actuellement la communauté économique internationale.

Permettez-moi de terminer sur une note humoristique. Comme certains d'entre vous le savent, je souffre d'arthrite et je m'aperçois que la médecine a bien peu de connaissances précises sur cette maladie. J'ai demandé au dernier médecin que j'ai consulté ce qu'il pensait de mon état. "Eh bien", m'a-t-il répondu, "après avoir lu les quelques documents que vous m'avez remis sur le système monétaire international, j'estime que votre état est à peu près le même que celui du système monétaire!". Vous n'ignorez pas qu'il existe presque autant d'opinions sur l'arthrite qu'il y en a sur le système monétaire

international mais, quant à moi, j'avoue que sa réponse m'a rasséréiné!

Je cède maintenant la parole à M. Johannes Witteveen.

#### **H. Johannes Witteveen**

Je vous remercie, Monsieur le Président, de vos aimables paroles. Après avoir entendu votre anecdote, j'ose à peine lire la première phrase de mon texte, car elle affirme que notre système monétaire se trouve dans un état plutôt alarmant! Je voudrais bien retirer ces mots mais ils sont là, écrits, et ne peuvent être changés!

# Elaboration d'un nouveau système monétaire international : perspective à long terme

H. Johannes Witteveen

Notre système monétaire se trouve dans un état assez alarmant. Lorsqu'il m'a écrit pour m'inviter à prononcer cette conférence, M. William McChesney Martin, Président du Conseil de la Fondation Per Jacobsson, a glissé une phrase qui a suscité en moi des sentiments confus : "Nous comptons sur des gens comme vous", a-t-il écrit, "pour nous donner une orientation qui soit ordonnée". Tout d'abord, bien sûr, j'ai éprouvé un sentiment de joie et de fierté, car on m'offrait une occasion unique de soumettre quelques réflexions à la communauté financière internationale. Mais j'ai perçu en outre toute l'ampleur du défi qui m'était lancé : définir une "orientation ordonnée", à un moment où nous sommes assiégés par tant de problèmes complexes. Et puis, j'ai hésité; j'ai hésité parce que nous sommes enfermés dans un dilemme. D'une part, le système monétaire international est à l'évidence dans un état des moins satisfaisants et, de ce fait, il importe de procéder sans tarder à une réforme dans un esprit de coopération; d'autre part, il semble que les gouvernements soient bien peu disposés, voire inaptes, à coopérer sur le plan international, si ce n'est sous la menace d'une crise imminente. Tous les projets de réforme courent donc le risque d'être rapidement écartés sous prétexte qu'ils manquent de réalisme.

Pourquoi la coopération monétaire internationale est-elle atteinte de faiblesse au moment où le système économique et financier mondial, de plus en plus intégré, a si manifestement besoin d'une vigoureuse coopération? L'une des raisons fondamentales est certainement que l'élaboration des décisions relatives aux questions internationales demeure essentiellement le fait d'administrations nationales cramponnées à une notion de souveraineté que l'interdépendance multiforme des économies nationales rend en fait largement illusoire. Je pense, cependant, qu'on peut l'attribuer aussi à un

certain manque de clairvoyance, d'où la profonde divergence des opinions sur la façon dont nos économies et notre système monétaire fonctionnent réellement, et sur les causes fondamentales de nos difficultés. Nous sommes donc bien loin d'un consensus quelconque sur la manière efficace et acceptable d'aborder la réforme. Cela est clair en ce qui concerne les deux principales difficultés auxquelles nous nous heurtons. Pour ce qui est des taux de change, nous n'avons qu'une idée très imparfaite des causes de leur dangereuse instabilité. La récente montée spectaculaire du dollar, qui a plongé dans la confusion la grande majorité des spécialistes des prévisions économiques, l'a nettement démontré. Et, en tout état de cause, les autorités monétaires semblent impuissantes à contrecarrer ou à gérer les mouvements massifs de capitaux qui dominent maintenant les marchés des changes.

Pour ce qui est de la situation bancaire, les débats prolongés sur le sens et la détermination de la croissance de l'euromarché n'ont apporté que des solutions partielles, et nous voilà aux prises avec un problème urgent : y a-t-il moyen d'adopter des mesures efficaces en ce qui concerne la dette sans ouvrir la voie à une future recrudescence de prêts excessifs? Comment peut-on stimuler les prêts bancaires aujourd'hui, tout en établissant une discipline pour demain? Il s'agit d'un problème auquel on n'a pas encore trouvé de solution.

Tant que de telles questions n'auront pas été tranchées, nous ne serons certes pas prêts à tenir une importante conférence pour élaborer un nouveau système monétaire international ou pour convenir de ses modalités. Il nous faut étudier davantage la question pour la bien comprendre et pour être en mesure ensuite de procéder par étapes, en amorçant la réforme là où les besoins s'en font le plus sentir. C'est ainsi que nous élaborerons progressivement un nouveau système monétaire.

Pour répondre à l'invitation du Président de la Fondation, je vais m'efforcer de rassembler certaines réflexions et certaines idées qui commencent à se préciser et qui pourraient servir de base à l'élaboration d'un système amélioré. J'espère que cet aperçu pourra servir d'ébauche et donner une certaine orientation à notre travail dans les années à venir.

Dans mon exposé, je m'inspire beaucoup des travaux du Groupe des trente qui a particulièrement pour objectif de favoriser une meilleure compréhension des mécanismes monétaires internationaux ainsi que des conséquences et des aspects internationaux des poli-

tiques nationales. Je ne serai pas en mesure, cependant, de faire état d'un consensus, au sein du groupe, sur maints aspects de l'orientation qui devrait être notre objectif à long terme. Les travaux de notre groupe d'étude sur cette question en sont encore à leurs débuts.

### *Evolution récente du système monétaire international*

Permettez-moi tout d'abord de rappeler brièvement certains traits caractéristiques de l'évolution du système monétaire international au cours des dix ou vingt dernières années.

1) La croissance rapide des prêts internationaux que les banques commerciales accordent par l'intermédiaire des euromarchés et autres marchés offshore a créé un marché international des capitaux parfait, qui échappe dans une large mesure au contrôle réglementaire de toute autorité monétaire ou institution internationale. La vive concurrence qui règne sur ce marché entre un nombre croissant de banques a provoqué une expansion très rapide de la liquidité internationale; elle a provoqué également une augmentation considérable de la dette à court et moyen terme de nombreux pays en développement et pays d'Europe de l'Est, principalement du fait de la reconduction. Le système bancaire commercial du monde s'est donc internationalisé dans une large mesure. Dans l'environnement qui s'est ainsi formé, les mouvements de capitaux ont commencé de jouer un rôle de plus en plus important, voire dominant, dans les paiements internationaux et la détermination des taux de change.

Dans ce système financier international, le rôle des gouvernements s'est affaibli; on pourrait le décrire en disant que les gouvernements sont désormais les partenaires des banques commerciales dans un système monétaire fondé sur le marché. En conséquence, le système monétaire s'est mué en un système aux monnaies de réserve multiples. Agissant à l'instar d'investisseurs privés, maintes banques centrales déplacent leurs réserves de l'une des principales monnaies de réserve vers une autre, selon les taux d'intérêt relatifs et leurs anticipations quant à l'évolution des taux de change<sup>1</sup>.

Le Fonds monétaire international est l'une des institutions internationales officielles qui a joué un rôle de plus en plus important par le biais de la conditionnalité essentielle de ses accords de confirmation.

---

<sup>1</sup>Voir Groupe des trente, *How Central Banks Manage Their Reserves* (New York, 1982), et *Reserve Currencies in Transition* (New York, 1982).

Mais l'expansion des ressources du Fonds est très en retard sur celle du commerce international et a marqué un retard encore plus grand par rapport à la progression rapide des mouvements de capitaux internationaux. Le montant global des quotes-parts au Fonds est tombé de 16 % des échanges mondiaux — niveau auquel il se situait lorsque le Fonds a été créé à Bretton Woods — à 4 % ces derniers temps. Cette baisse est une conséquence de l'attitude restrictive adoptée dès le début par le gouvernement des Etats-Unis, puis par le gouvernement d'autres pays créditeurs qui souhaitaient limiter leurs engagements, par crainte de l'incidence inflationniste d'une augmentation des ressources du Fonds. En réalité, c'est une telle attitude qui explique la structure complexe de cette institution monétaire mondiale, c'est-à-dire un "fonds" constitué de montants limités d'or et de monnaies des pays membres. Des attitudes analogues ont empêché le DTS, nouvel actif de réserve international du Fonds, d'accéder à un rôle d'importance réelle alors qu'il était censé devenir "le principal actif de réserve dans le système monétaire international". Cet élément complète la description d'un système monétaire où la liquidité officielle — et, partant, l'influence officielle — a été progressivement supplantée par une gigantesque masse de liquidité internationale privée qui peut être déplacée rapidement. La conséquence de tout cela, bien sûr, a été totalement à l'opposé de ce que nos prudents responsables des finances dans les pays créditeurs souhaitaient obtenir! Au lieu d'avoir à combler le déficit de leur balance des paiements en effectuant sur le Fonds des tirages assortis de rigoureuses conditions, la plupart des pays ont été en mesure, ces dernières années, d'emprunter à des banques engagées dans une concurrence effrénée des sommes considérables, sans être contraints d'accepter certaines conditions en matière de politique.

2) Dans un tel système, le flottement des taux de change des principales monnaies était un aboutissement inévitable. Maints économistes estiment que le flottement est un régime souhaitable. Les gouvernements qui se sont montrés favorables au flottement ont été influencés par cette opinion et se sont inspirés de théories économiques donnant à entendre que les taux flottants leur accorderaient une certaine indépendance dans l'élaboration de leurs politiques budgétaire et monétaire nationales. Par ailleurs, l'influence croissante du monétarisme a donné naissance à des politiques monétaires axées de plus en plus rigoureusement et exclusivement sur la définition d'objectifs nationaux pour l'expansion de la masse

monétaire. On s'attendait que l'expansion stabilisée de la masse monétaire entraînerait la stabilité des taux de change, mais cette attente s'est révélée parfaitement illusoire, en dépit de la convergence des taux d'inflation. Au contraire, l'évolution des taux flottants a été très irrégulière et leur comportement très instable. Cette instabilité a parfois été accrue par le fait que, dans ce système à monnaies multiples, les banques centrales ont eu tendance à déplacer leurs réserves des monnaies "faibles" vers des monnaies "fortes"<sup>2</sup>.

### *Stabilisation des marchés internationaux de crédit : le besoin actuel de stimulation*

Que peut-on faire actuellement et dans les années à venir pour élaborer un système monétaire international plus satisfaisant? Examinons d'abord le problème des prêts internationaux accordés par l'intermédiaire des euromarchés et des marchés offshore. Dans ce domaine, nous avons observé une évolution nettement perturbatrice. Pendant de nombreuses années, ces marchés se sont développés très rapidement, au rythme de 25 à 30 % par an; en 1980, le niveau des nouveaux prêts nets des banques appartenant à la zone déclarante de la Banque des règlements internationaux s'établissait à 160 milliards de dollars E.U. Près d'un tiers de ce montant représentait des prêts à des pays en développement non pétroliers. En 1981, le montant a plafonné mais, en 1982, il a presque diminué de moitié : le montant total des prêts nets est tombé à 95 milliards de dollars E.U., dont 25 milliards pour des pays en développement non pétroliers. Au premier semestre de 1983, le flux de nouveaux prêts nets aux emprunteurs souverains dans les pays en développement non pétroliers — exception faite des prêts plus ou moins forcés au Brésil et au Mexique — a accusé une autre réduction importante<sup>3</sup>. Cette instabilité des flux financiers qui revêtent d'ores et déjà une si grande

---

<sup>2</sup>Dans l'étude qu'il a préparée pour la conférence intitulée international money, credit, and the SDR, Peter B. Kenen mentionne les recherches effectuées par Bergsten et Williamson démontrant que les déplacements de réserves opérés par les banques centrales ont eu, en général, des effets déséquilibrants. Peter B. Kenen, "Use of the SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance" dans *International Money and Credit: The Policy Roles*, document publié sous la direction de George M. von Furstenberg (Washington : Fonds monétaire international, 1983) pages 327 à 360.

<sup>3</sup>Voir Richard Williams, Peter Keller, John Lipsky et Donald Mathieson, *International Capital Markets: Developments and Prospects, 1983*, Fonds monétaire international, Occasional Paper n° 23 (Washington, juillet 1983).

importance pour la croissance de l'économie mondiale fait ressortir la nécessité d'un instrument international officiel qu'on pourrait utiliser pour les influencer. L'austérité et l'impulsion semblent tour à tour nécessaires pour donner un rythme plus régulier à l'évolution de l'économie internationale.

La nécessité de mener une action restrictive est une question qui a été maintes fois discutée pendant la période de croissance rapide aujourd'hui révolue. Cependant, de profondes divergences de vues et, dans une certaine mesure, l'incompatibilité des intérêts en cause ont empêché l'adoption de mesures dans ce sens. Il s'est même produit un mouvement dans le sens contraire lorsque l'on a créé à New York des "facilités bancaires internationales" qui, du point de vue de la réglementation, accordent aux banques américaines des avantages analogues à ceux dont bénéficient leurs concurrentes dans les centres offshore.

Dans les débats sur les répercussions éventuelles des prêts bancaires internationaux, d'aucuns soutiennent qu'une croissance rapide de ces prêts risque d'avoir une incidence inflationniste; le principal argument que l'on oppose à cette thèse est que les banques centrales doivent toujours être en mesure de mettre leur propre économie à l'abri de ces répercussions peu souhaitables en contenant l'expansion de leur masse monétaire ou, si l'on considère spécialement le cas des Etats-Unis, de compenser la forte croissance de la liquidité en eurodollars par un ralentissement de la croissance monétaire sur le plan national. Cet argument est toutefois discutable pour deux raisons :

1) D'abord, étant donné la concurrence qui existe sur les euromarchés, il est devenu si facile pour les gouvernements qui ont accès aux marchés de financer leur déficit de balance des paiements par des emprunts assortis de très faibles marges, que beaucoup d'entre eux ont certainement été tentés d'élaborer des plans de développement par trop ambitieux ou de remettre à plus tard les ajustements qui s'imposaient. Cette tendance a été d'autant plus favorisée que les taux d'intérêt américains, qui déterminent également les niveaux des taux d'intérêt internationaux, sont demeurés faibles, voire négatifs, en termes réels pendant de nombreuses années. Dans bien des cas, par conséquent, les pays ont fait appel au Fonds uniquement lorsque leur solvabilité s'était considérablement détériorée et que leur déséquilibre s'était aggravé au point que les ajustements nécessaires étaient devenus extrêmement difficiles et douloureux.

2) Par ailleurs, il convient de préciser que, si les autorités américaines devaient compenser la croissance des eurodollars par un ralentissement de l'expansion monétaire intérieure, il leur faudrait donner à leur politique monétaire un tour plus restrictif qu'il ne serait souhaitable du point de vue de l'économie nationale. Un tel ajustement imposerait donc aux Etats-Unis un fardeau inéquitable. C'est pourquoi, en 1978-79, les Etats-Unis ont proposé aux banques centrales des pays du Groupe des dix<sup>4</sup> de créer un système coopératif de resserrement du crédit sur les euromarchés en assujettissant les eurodépôts aux réserves obligatoires; ce système mettrait fin au traitement préférentiel dont bénéficient ces dépôts par rapport à ceux qui sont effectués aux Etats-Unis. Cette proposition s'est heurtée à une vive opposition, principalement du fait que l'instrument proposé pour la constitution de réserves obligatoires n'était pas compatible avec les méthodes utilisées par d'autres banques centrales pour exercer un contrôle monétaire. Ce problème a été examiné au sein du Groupe des trente où il s'est dégagé un certain consensus sur une manière de procéder : les banques centrales conviendraient d'une marge de croissance acceptable pour les prêts internationaux mais utiliseraient leurs propres instruments de contrôle pour veiller à ce que cet objectif soit atteint. A Bâle, cependant, les banques centrales ont convenu d'une action qui se limitait à un certain renforcement du contrôle dicté par la prudence bancaire. Après la seconde hausse des prix du pétrole en 1979-80, il est devenu nécessaire à nouveau de recycler les dollars détenus par les pays membres de l'OPEP; dans cette perspective, il semblait peu approprié de ralentir le rythme des prêts bancaires internationaux. Cependant, il en est résulté une nouvelle expansion spectaculaire de ces prêts et, de ce fait, le monde se trouve d'ores et déjà aux prises avec un problème de dette qui menace d'ébranler les fondements du système financier international et démontre, on ne peut plus clairement, les redoutables conséquences de la croissance rapide des prêts bancaires internationaux dans le passé.

L'acuité du problème de la dette est étroitement liée à un phénomène manifeste à l'heure actuelle : le ralentissement considérable des flux de nouveaux crédits nets, notamment de ceux dont bénéficient les pays en développement non pétroliers. D'une part, ce

---

<sup>4</sup>Pays industrialisés qui participent aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du Fonds.

ralentissement est provoqué, bien entendu, par les difficultés qu'ont de nombreux pays en développement à assurer le service de leur dette envers le système bancaire. Dans la conjoncture mondiale actuelle, la vive hausse des taux d'intérêt réels ainsi que la récession et la lente reprise de l'activité dans les pays industrialisés ont alourdi le fardeau de la dette des pays en développement qui éprouvent, de ce fait, beaucoup plus de difficultés à s'acquitter de leurs obligations. D'autre part — et c'est là qu'apparaît le cercle vicieux — ce ralentissement des nouveaux crédits a, lui-même, pour effet d'aggraver et de propager les difficultés selon un processus déflationniste cumulatif. C'est pourquoi, dans de nombreux cas où il fallait réaménager le calendrier de la dette et négocier des programmes d'ajustement, le Fonds et les banques centrales des principaux pays industrialisés ont jugé nécessaire d'exercer de fortes pressions sur les banques commerciales pour qu'elles octroient un certain montant de nouveaux crédits nets.

La nécessité pour les banques centrales d'exercer de telles pressions les place dans une position extrêmement délicate. En qualité de superviseur, la banque centrale doit exhorter à la prudence et prescrire d'accroître ou de durcir les dispositions applicables aux prêts consentis aux pays débiteurs qui réaménagent le calendrier d'amortissement de leurs dettes. En revanche, sa responsabilité à l'égard du système monétaire mondial l'amène à faire pression sur les banques commerciales pour que celles-ci augmentent l'engagement que l'exercice de sa fonction de surveillance l'oblige à réprouver, voire à pénaliser. Cette difficulté est aggravée par la réaction critique du grand public — cette réaction se manifeste spécialement au Congrès américain — qui pousse et contraint les autorités à resserrer le contrôle dicté par la prudence. Il apparaît donc clairement que les banques centrales éprouveront de plus en plus de difficultés à remplir de nouveau et à continuer de remplir ces fonctions contradictoires.

Par ailleurs, il se peut que les banques commerciales soient de moins en moins disposées à céder à des exhortations officielles essentiellement incompatibles. Néanmoins, la reprise de flux convenables de crédits bancaires est indispensable pour relancer l'activité économique mondiale, voire pour empêcher que la dette ne provoque une crise désastreuse lorsque les pressions sociales, engendrées dans certains pays en développement par l'adoption de rigoureuses mesures d'ajustement, ne pourront plus être contenues. Pour résoudre le problème de la dette, on a donc proposé, ces derniers

temps, de nombreuses solutions radicales prévoyant la consolidation des prêts douteux des banques commerciales et une prise en charge quelconque de ces prêts à un montant au-dessous de leur valeur nominale. Il est toutefois difficile de concevoir comment une institution internationale pourrait être habilitée par des gouvernements à prendre à son compte le montant gigantesque des prêts bancaires en question. Il n'est pas sûr, d'ailleurs, qu'une telle approche s'attaque au problème comme il se doit. On procède actuellement au réaménagement de la dette existante, ce qui revient à dire qu'en fait on est en train de la consolider. La difficulté vient de ce que les banques sont moins disposées à consentir de nouveaux prêts. Or, les propositions relatives à la consolidation d'anciens prêts nous enferment dans un dilemme. Si les modalités de la prise en charge sont assez intéressantes pour les banques, celles-ci se trouveront déchargées trop facilement de leurs responsabilités et, de ce fait, elles seront peut-être tentées d'accroître à nouveau trop rapidement — et, dans certains cas, de façon imprudente — leurs prêts internationaux à l'avenir. En revanche, des conditions plus rigoureuses, notamment un escompte significatif, auraient pour effet de décourager le système bancaire d'accorder de nouveaux prêts et, par conséquent, le problème crucial, c'est-à-dire la reprise des flux de crédits internationaux indispensables, ne serait pas résolu.

Il me semble que c'est à ce point stratégique qu'une amélioration du système monétaire international devrait être amorcée.

Ce qui importe, c'est de trouver une formule raisonnable qui incitera les banques à fournir volontairement les nouveaux financements que le Fonds juge nécessaires pour le succès des programmes d'ajustement convenus. On y parviendrait précisément en créant un mécanisme qui assurerait leurs prêts contre les risques politiques, à l'instar de ce que font, dans leur domaine, les agences nationales d'assurance-crédit à l'exportation. A cet égard, Lord Lever a formulé dernièrement une proposition<sup>5</sup>. Selon lui, les institutions de crédit à l'exportation devraient créer une agence centrale qui, sur l'avis du Fonds, remplirait cette fonction<sup>6</sup>. Cependant, il serait beaucoup plus efficace d'habiliter le Fonds lui-même à instituer un tel mécanisme d'assurance. La garantie serait accordée tant que le pays débiteur

<sup>5</sup>Voir "The International Debt Threat: A Concerted Way Out", *The Economist* (Londres), vol. 288 (9 juillet 1983), pages 14 à 16.

<sup>6</sup>La Banque export-import des Etats-Unis est apparemment disposée à tenter un système quelque peu semblable pour le Brésil et le Mexique.

respecterait les critères de réalisation convenus. La fraction du prêt qui serait assurée et la prime que les banques devraient verser pour cette protection seraient ajustables en fonction des exigences de la situation. Cependant, une part des risques — probablement 25 % au moins — serait dans tous les cas assumée par les banques.

Il faudrait, bien entendu, que les ressources du Fonds augmentent proportionnellement à l'expansion des crédits assurés, probablement sous forme de garanties des gouvernements participants. Mais, selon toute vraisemblance, les risques seraient très limités. La création même d'un tel mécanisme favoriserait nettement la solution de la crise de la dette; les pays débiteurs feraient certainement tout leur possible pour s'acquitter de leurs obligations en ce qui concerne ces prêts assurés par le Fonds, sinon ils se verraient privés complètement de toute assistance financière et n'auraient plus accès aux marchés financiers.

Le système prévoyant de confier cette nouvelle fonction au Fonds présente un avantage indéniable; en effet, le soin d'assurer un flux suffisant de crédits internationaux reviendrait à l'institution internationale qui, en raison de ses responsabilités sur le plan de l'économie mondiale et de son expérience dans ce domaine, est le plus qualifiée pour le faire. Les banques centrales pourraient donc se consacrer sans équivoque à leurs tâches de contrôle national.

Il est clair, cependant, qu'une nouvelle fonction de ce type pour le Fonds devrait être liée à un mécanisme international qui soit en mesure de contenir efficacement les flux de crédits lorsqu'ils ont tendance à croître trop rapidement. En principe, les instruments permettant de stimuler et de ralentir les flux de crédit devraient aller de pair. Le soutien politique nécessaire à la création d'un mécanisme d'assurance au Fonds ne pourra certainement pas être obtenu si l'on ne parvient pas à garantir de façon satisfaisante qu'à l'avenir on évitera l'excès de prêts. Comment peut-on y arriver?

### *Stabilisation des marchés internationaux de crédit : nécessité d'une certaine austérité à l'avenir*

Comme nous l'avons vu, il est possible d'envisager que les banques centrales pourraient se concerter pour limiter l'expansion des prêts internationaux des banques commerciales situées sur leur territoire. Une telle coopération devrait s'élaborer dans le cadre du Fonds en raison de ses répercussions cruciales sur de nombreux pays — en fait,

sur toute l'économie mondiale. Cela permettrait peut-être, en outre, d'amener les petits centres offshore actuels ou éventuels à participer à cet effort de coopération. Il s'agit là d'un élément indispensable pour que le resserrement du crédit s'opère de façon efficace et équitable.

Tout système fondé sur la coopération et visant à exercer un contrôle sur les prêts bancaires internationaux doit remédier à deux faiblesses principales. D'une part, il est plus facile et moins coûteux de mobiliser des fonds pour les prêts internationaux sur les marchés des euromonnaies que sur les principaux marchés monétaires nationaux, car les euromarchés ne sont pas assujettis aux réserves obligatoires. D'autre part, les conditions posées en matière de solvabilité — ratios maximums entre les différentes catégories d'actifs et de capitaux — sont le principal instrument de contrôle dans certains pays d'Europe; toutefois, dans de nombreux cas, ces ratios n'ont pas été établis à partir d'un bilan consolidé et, dans la plupart des cas, les prêts souverains étaient totalement exclus. Leur ratio de solvabilité était zéro.

Il importe de remédier à ces anomalies. Pour ce qui est de l'actif du bilan, les ratios de solvabilité devraient être progressivement appliqués aux prêts souverains dans quelques catégories de risques. Ils devraient être calculés sur la base d'un bilan consolidé, ce qui permettrait d'assujettir les centres offshore à ces contrôles, car la plupart des bureaux bancaires situés dans ces centres se trouveraient reliés à des banques établies dans les pays du Groupe des dix. Le pourcentage de ces ratios de solvabilité pourrait varier dans certaines limites et satisfaire ainsi aux objectifs de contrôle monétaire, tout en conservant leur importance du point de vue de la prudence. On pourrait alors les utiliser pour contenir la croissance des prêts internationaux dans des limites convenues sur le plan international.

Pour ce qui est du passif du bilan, il faudrait assujettir les eurodépôts à des réserves obligatoires. Ces réserves pourraient être envisagées comme une mesure de la liquidité, mais elles auraient en outre pour fonction de réduire, voire d'éliminer, l'avantage que l'absence de régulation confère à ces dépôts et qui a été à l'origine de la croissance rapide des euromarchés dans le passé. Elles pourraient aussi aider à mettre un terme aux fuites. Le pourcentage applicable devrait être variable, lui aussi, de manière à permettre de stabiliser les mouvements de crédits internationaux.

Ces deux façons d'aborder la gestion des marchés de crédits

internationaux pourraient alors se compléter et se renforcer mutuellement.

Il y a peut-être certains avantages à placer, sous le contrôle international du Fonds, les réserves obligatoires appliquées à des liquidités typiquement internationales, qui ne sont pas manifestement liées à une économie nationale quelconque. L'expansion du crédit et de la liquidité internationale serait alors dictée par la nécessité d'assurer une croissance équilibrée du système économique et financier mondial, chaque banque centrale étant libre de suivre, sur le plan national, la politique monétaire de son choix. Il conviendrait, bien entendu, d'élaborer avec soin la définition des engagements qui seraient assujettis aux réserves obligatoires du Fonds, afin de l'harmoniser avec les définitions établies par les banques centrales pour déterminer les catégories de dépôts auxquelles s'appliquent en fait leurs instruments nationaux de régulation.

Le dispositif de contrôle, qui serait de nature macroéconomique, n'entraverait pas nécessairement le fonctionnement quotidien de ces marchés très efficaces. Il aurait pour but de prévenir de nouveaux déraillements. J'estime qu'il s'agit là d'une condition fondamentale si l'on veut préserver la liberté microéconomique sur les marchés internationaux de crédit.

Il est facile, certes, d'indiquer cette orientation souhaitable pour le système monétaire international, mais il est tout aussi facile de voir les difficultés que soulèverait indéniablement la réalisation des améliorations nécessaires par l'intermédiaire des négociations internationales. Il serait notamment difficile, comme on l'a souvent souligné, d'étendre ce dispositif aux petits centres offshore qui attirent les services bancaires en appliquant le minimum de règlements et d'impôts et qui n'auraient plus autant de latitude pour le faire s'ils étaient soumis à ce contrôle. Il ne faut cependant pas exagérer l'importance de l'avantage dont bénéficient ces centres. L'instauration de réserves internationales obligatoires n'affaiblirait pas, en soi, leur position concurrentielle parce que les engagements en euromonnaies ne sont pas soumis à des réserves obligatoires à l'heure actuelle. Il serait probablement plus facile d'étendre le système de contrôle aux centres offshore si l'instrument visant à contenir l'expansion des prêts internationaux pouvait être lié à l'instrument propre à la stimuler.

L'établissement d'un mécanisme d'assurance pourrait inciter tous les pays, et surtout les centres bancaires offshore, à coopérer. Ce

mécanisme ne vaudrait toutefois que pour les banques et les dettes des pays où les ratios de solvabilité seraient appliqués aux bilans bancaires consolidés et les réserves obligatoires du Fonds, aux engagements en euromonnaies. Cela créerait un certain équilibre. Certes, les pays n'auraient plus toute latitude de ne pas réglementer, mais cette contrainte serait compensée par la protection que le mécanisme d'assurance offrirait à leurs banques.

Il y a pourtant une difficulté : à quel moment convient-il d'instaurer chacun de ces dispositifs? L'instauration d'un coefficient de réserves obligatoires sous l'égide du Fonds et d'un système fondé sur la coopération des banques centrales, pour contenir l'expansion du crédit international, sera une entreprise difficile et de longue haleine. Il n'est pas nécessaire, dans l'immédiat, de contenir l'expansion du crédit international; ce qu'il faut instaurer sans tarder, c'est le mécanisme d'assurance. Si la persistance des problèmes de dettes suscitait une volonté politique assez forte pour étayer une action dans ce sens, on pourrait peut-être surmonter la difficulté en instaurant le mécanisme d'assurance, sous réserve que les banques centrales participantes s'engagent, en principe, à coopérer dans le cadre d'un mécanisme international effectif, pour contenir la progression des flux de crédits internationaux. Si, après une certaine période de négociations et de préparation, certaines banques centrales refusaient toujours de participer à ce système, on pourrait alors empêcher les banques commerciales qui sont sous leur juridiction d'accéder au mécanisme d'assurance.

### *Evolution du Fonds*

#### *Mesures urgentes*

Pour que le Fonds puisse remplir son rôle en matière de financement — rôle si crucial à un moment où le système économique et financier mondial traverse une période difficile — il importe, avant tout, de ratifier sans tarder le relèvement des quotes-parts et l'élargissement des AGE. Tout retard — voire un refus de la part du Congrès des Etats-Unis — pourrait exposer le système à des risques inimaginables. Il en résulterait une véritable crise de la dette, qui pourrait faire échouer la reprise économique mondiale et serait, sur le plan économique, gravement préjudiciable aux pays développés comme aux pays en développement.

Il est cependant nécessaire de préciser que, même avec le relèvement des quotes-parts, les ressources du Fonds resteront très insuffisantes et, au cours des prochaines années, elles diminueront encore par rapport aux échanges mondiaux. Une nouvelle augmentation des ressources du Fonds serait le complément logique et nécessaire à une évolution dans la voie d'une croissance plus réglée et mieux équilibrée du marché des crédits internationaux. S'il arrivait que, dans un système financier dont la gestion serait améliorée de cette façon, l'équilibre de la balance des paiements ne puisse plus être financé aussi facilement par l'intermédiaire des marchés de crédit privé, il faudrait disposer de financements officiels plus abondants et, si nous souhaitons que s'opère un ajustement meilleur et plus rapide, il faudra que ces financements proviennent du Fonds et soient assortis de conditions relatives à la politique qui convient. Le montant d'aide financière que les principaux pays emprunteurs pouvaient obtenir du Fonds est devenu presque négligeable au regard du total de leurs emprunts, ce qui a sans nul doute aggravé les difficultés auxquelles nous nous heurtons aujourd'hui. La décision prise, il y a quelques années, de porter le montant que les pays peuvent obtenir du Fonds en pourcentage de leur quote-part à un multiple de ce qu'il était auparavant reconnaît implicitement l'existence de cette difficulté, mais n'offre qu'une solution très provisoire.

Un autre point qui concerne le court terme est la nécessité d'accroître les réserves officielles des banques centrales. Dans un monde où l'incertitude dont s'entoure la situation politique et économique ne cesse de s'accroître et où, comme nous le verrons, les banques centrales seront peut-être appelées à jouer un rôle encore plus important dans la stabilisation des taux de change, il faudrait que les réserves internationales augmentent au moins dans les mêmes proportions que le commerce mondial et les flux financiers. Cela ne s'est pas produit ces dernières années. Il y a donc de bonnes raisons en faveur d'une nouvelle allocation de DTS.

#### *Evolution au-delà du court terme*

Supposons, pour l'instant, que les nouveaux instruments et les nouvelles responsabilités que je viens de proposer sur le plan international sont acceptés et que le Fonds en est chargé. Cela se traduirait, bien sûr, par un accroissement sensible de l'influence du Fonds dans le système financier international. Cette perspective

risque d'effrayer les autorités de certains pays et certains hommes politiques qui ont souvent tendance à résister jalousement à l'accroissement du pouvoir des institutions supranationales. Cependant, les tentatives visant à préserver la souveraineté nationale dans le domaine monétaire international créent une situation d'impuissance : elles privent la communauté internationale des moyens qui lui permettraient d'exercer un contrôle sur les énormes flux de crédits internationaux indispensables à la croissance économique mondiale. En assumant certaines fonctions monétaires internationales qui s'imposent de toute urgence, le Fonds ne ferait que combler un vide dangereux.

Quelle autre évolution pouvons-nous souhaiter obtenir au-delà du court terme? J'espère que le rôle du DTS pourra être progressivement simplifié, renforcé et élargi par toute une série de mesures liées logiquement les unes aux autres.

1) Pour simplifier la structure du Fonds et permettre que son fonctionnement soit mieux compris, on pourrait le baser entièrement sur le DTS, comme Jacques J. Polak l'a proposé en 1979<sup>7</sup>. De ce fait, on éliminerait la division compliquée en deux départements — le Département général et le Département des DTS. Les monnaies détenues par le Département général seraient remplacées par des DTS et les limites qui sont fonction de la quote-part en ce qui concerne les ressources du Fonds seraient remplacées par des limites d'acceptation pour les DTS. Cette restructuration du Fonds exigerait un amendement de ses Statuts.

2) En outre, le rôle du DTS pourrait et devrait être renforcé matériellement; ce renforcement nous rapprocherait de l'objectif convenu, c'est-à-dire "faire du DTS le principal actif de réserve dans le système monétaire international". A cette fin, il importerait avant tout de conférer au DTS officiel un caractère d'avoir liquide sur le marché en autorisant les institutions privées à le détenir et à effectuer des transactions en DTS. Il faudrait que le DTS devienne librement transférable. Cela revient à dire, bien sûr, que le taux d'intérêt servi sur le DTS devrait être déterminé par le marché; étant donné, toutefois, que son taux d'intérêt est déjà déterminé sous forme de la moyenne pondérée des taux d'intérêt appliqués aux cinq monnaies

---

<sup>7</sup>J. J. Polak, *Réflexions à propos d'un Fonds monétaire international utilisant exclusivement le DTS*, collection des brochures du FMI, n° 28 (Washington : Fonds monétaire international, 1979).

qui entrent dans sa composition, la transition ne devrait pas poser de difficultés graves. Cette modification ferait du DTS un actif moins abstrait, plus concret dans le système financier. Pour les banques centrales, le DTS deviendrait dès lors un avoir de réserve beaucoup plus attrayant et il leur serait désormais possible d'effectuer des interventions en DTS. Comme le prétendait Henry Wallich il y a quelques années, cette évolution "constituerait en soi une amélioration marquée pour le système monétaire international. Elle limiterait les effets peu souhaitables qu'entraîne l'utilisation de monnaies nationales<sup>8</sup>." Pour que le DTS soit vraiment transférable, il peut être nécessaire, comme Peter Kenen l'a démontré, de créer une chambre de compensation qui relierait les DTS privés et les DTS officiels. Sinon, il pourrait surgir des difficultés concernant les limites d'acceptation des banques centrales pour les DTS<sup>9</sup>.

3) Les limites d'acceptation — qui remplaceraient les limites actuelles imposées en fonction des quotes-parts — devraient être suffisamment relevées pour que le rapport entre la base financière du Fonds et le commerce mondial se rapproche du rapport original. Si le DTS devenait librement utilisable sur les marchés financiers, des limites d'acceptation plus élevées seraient moins onéreuses pour les banques centrales. En fait, comme le DTS deviendrait un actif financier généralement acceptable, il se pourrait même que de nombreuses banques centrales soient disposées à accepter un volume de DTS supérieur à celui qu'elles avaient convenu d'accepter. Enfin, le mécanisme de désignation et ses limites d'acceptation pourraient disparaître. L'ampleur des opérations du Fonds serait alors simplement déterminée par une décision du Conseil d'administration ou du Comité intérimaire.

4) Si le DTS évoluait dans ce sens et devenait une monnaie internationale attrayante et généralement utilisable, il conviendrait d'offrir aux banques centrales la possibilité de transformer en DTS tous leurs avoirs en monnaies de réserve. C'est à ce stade de l'évolution monétaire internationale qu'un compte de substitution

---

<sup>8</sup>Henry C. Wallich, "The World Monetary System After Postponement of the Substitution Account", remarks to the HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (Hambourg), 12 juin 1980.

<sup>9</sup>Voir Peter B. Kenen, "Use of the SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance", dans *International Money and Credit: The Policy Roles*, document publié sous la direction de George M. von Furstenberg (Washington : Fonds monétaire international, 1983), pages 327 à 360.

pourrait donner de bons résultats. La substitution, si elle était assez massive, présenterait deux avantages : tout d'abord, elle éliminerait ou atténuerait progressivement la source supplémentaire de déséquilibres qu'est la modification des monnaies qui forment les réserves des banques centrales. En outre, comme l'a exposé Peter Kenen, elle donnerait au Fonds beaucoup plus de latitude pour stabiliser la croissance des réserves internationales en procédant à une allocation ou une annulation de DTS. De ce fait, le Fonds aurait une influence symétrique importante sur l'offre de réserves (voir la note de renvoi n° 9).

5) Si l'évolution du DTS dans ce sens était assez marquée, il serait logique de demander aux banques commerciales de déposer leurs réserves obligatoires au Fonds sous forme de DTS officiels. De ce fait, le Fonds serait en mesure d'influencer les marchés financiers mondiaux par des opérations d'open market en DTS.

### *Stabilisation des taux de change*

Après avoir examiné de façon assez détaillée dans quel sens il serait possible et souhaitable d'orienter l'évolution des fonctions du Fonds, nous devons revenir à l'autre aspect peu satisfaisant de notre système international : l'instabilité des taux de change flottants.

Si l'on réussissait, par un contrôle au niveau international, à stabiliser convenablement l'expansion des crédits internationaux et de la liquidité mondiale, comme je viens de l'expliquer, cette réalisation aurait peut-être une certaine incidence stabilisatrice sur les taux de change. Il n'est pas exclu qu'il existe une certaine relation entre le taux de croissance de la liquidité internationale et les variations de l'offre et de la demande de certaines monnaies, que suscitent les anticipations. Il se pourrait, en outre, que les variations de ce taux de croissance — dues essentiellement aux fluctuations de la liquidité en dollars — soient l'un des facteurs qui font monter ou baisser le taux du dollar. La croissance rapide de la liquidité disponible en dollars pourrait renforcer la tendance à remplacer des avoirs en dollars par des avoirs en d'autres monnaies, et vice versa. Ainsi, le fait que les réserves en dollars des banques centrales n'ont presque pas augmenté depuis 1980 et que les prêts en euromonnaies se ralentissent depuis 1981 pourrait être l'une des causes du renforcement du dollar ces derniers temps.

Il est clair, toutefois, que ce phénomène n'est qu'un élément de l'ensemble complexe des causes qui sont à l'origine de l'instabilité des taux de change. Cette instabilité peut s'expliquer par le processus qui permet de rétablir l'équilibre non seulement du solde des opérations courantes, mais aussi de celui des opérations en capital. Si le processus d'ajustement des opérations courantes entraîne l'instabilité du taux de change, c'est, comme on le reconnaît assez généralement aujourd'hui, pour un certain nombre de raisons :

1) Les retards inhérents à l'ajustement du volume des importations et des exportations peuvent provoquer des variations cycliques du taux de change comparables aux fluctuations observées sur certains marchés des produits de base où l'offre met un certain temps à réagir aux variations des prix (par exemple, le phénomène dénommé "cycle du porc").

2) L'incidence qui s'exerce à court terme sur les termes de l'échange, du fait que le coût des importations s'ajuste plus rapidement que le prix des exportations, est, elle aussi, une cause de déséquilibres à court terme (c'est ce qu'on appelle l'effet de courbe en J).

3) Un tel effet peut également se produire si l'on permet à l'ajustement du volume des échanges d'influer sur le niveau des recettes.

Les effets que les variations des taux de change ont sur les opérations en capital sont fonction dans une large mesure des anticipations; de ce fait, nombre des facteurs en cause sont des facteurs d'ordre psychologique. Dans ce cas, l'équilibre sera déterminé et rétabli par une relation entre les taux d'intérêt sur les créances libellées dans différentes monnaies, relation qui, à la limite, pourra contrebalancer la variation attendue du taux de change. McKinnon<sup>10</sup> a toutefois démontré qu'une modification des anticipations amenant un changement des préférences pour les monnaies risquait de déclencher un mouvement déséquilibrant lorsque les banques centrales maintiennent l'expansion de la masse monétaire constante. Pour que l'équilibre soit rétabli, il faudrait que les mouvements de capitaux provoqués par ce changement des préférences abaissent le

---

<sup>10</sup>Ronald I. McKinnon, "Why Floating Exchange Rates Fail" (mimeographed, Working Papers in Economics, No. E-83-12, Stanford, Californie : Université de Stanford, juillet 1983) et "Dollar Overvaluation Against the Yen and Mark in 1983: How to Coordinate Central Bank Policies" (mimeographed, Stanford, Californie : Université de Stanford, octobre 1983).

niveau des taux d'intérêt dans le pays où les taux sont le plus attractifs. Cependant, McKinnon a démontré clairement que ces mouvements de capitaux supposent une substitution directe ou indirecte des monnaies. Les investisseurs étrangers s'efforceront collectivement d'accroître leurs avoirs sous forme de liquidités ou de créances à plus long terme. Dans ce dernier cas, on pourra discerner qu'un tel comportement a tendance à faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Si, à ce moment-là, la préférence des investisseurs nationaux pour la liquidité demeure inchangée, ceux-ci seront incités à opter pour des créances plus liquides. La demande de monnaies augmentera donc dans les deux cas. Si les banques centrales refusent alors d'ajuster leur politique en fonction de cet accroissement de la demande de monnaie, les taux d'intérêt ne baisseront pas et les taux de change continueront de monter. Ce processus se poursuivra jusqu'à ce que des anticipations relatives à un repli inévitable de la monnaie commencent à compenser l'avantage que les investissements dans le pays importateur de capitaux continuent de présenter en raison du niveau des taux d'intérêt.

C'est apparemment ce qui s'est produit pour le dollar. Dire, comme on le fait généralement, que l'important déficit du budget américain est la raison pour laquelle les taux d'intérêt et le dollar se maintiennent à un niveau élevé, c'est donner une explication insuffisante. Le fait que la hausse du dollar se maintient depuis si longtemps démontre qu'il entre aux Etats-Unis plus de capitaux qu'il n'en faut pour combler l'écart entre l'épargne et l'investissement, et ce phénomène se reflète dans les opérations courantes. La préférence pour le dollar s'est manifestement accrue et a provoqué un flux de capitaux supérieur aux besoins de financement; néanmoins, les taux d'intérêt n'ont pas baissé, phénomène que l'on peut expliquer par le refus du Système fédéral d'accroître la masse monétaire en fonction de l'accroissement de la demande de monnaie.

Je n'ai pas à vous démontrer que l'instabilité des taux de change entre les principales monnaies est préjudiciable sur le plan économique. Le taux de change est le prix sur lequel se fondent toutes les transactions internationales. Si elles ne se justifient pas du point de vue économique, les fluctuations des taux de change confèrent une fausse orientation aux décisions en matière d'investissements et entravent gravement le processus d'allocation internationale de ressources. Elles intensifient l'incertitude, qui ralentit les investissements et la croissance, et elles suscitent de fortes pressions protec-

tionnistes qui mettent gravement en péril notre système ouvert d'échanges internationaux.

Tout cela est assez généralement reconnu aujourd'hui et l'on admet, par conséquent, qu'il est souhaitable de créer un système des changes plus stable. Mais comment faire pour y parvenir?

Les tentatives des banques centrales pour influencer sur l'évolution des taux de change en intervenant sur le marché n'ont guère été fructueuses et semblent avoir laissé les autorités monétaires assez désarmées face aux variations considérables qui caractérisent les marchés.

Il me semble, toutefois, qu'en s'inspirant des causes de l'instabilité que je viens d'analyser brièvement, on peut élaborer une stratégie concertée pour stabiliser les taux de change.

En élaborant une telle stratégie, il faudrait établir une distinction, dans la balance des paiements, entre les perturbations relatives aux transactions courantes et celles qui caractérisent les opérations en capital. Les perturbations des transactions courantes devraient être temporairement financées en grande partie. Ce financement est souhaitable pour prévenir un mouvement excessif du taux de change pendant la période initiale, car alors les effets de l'ajustement opéré dans le volume des échanges ne se sont pas encore fait sentir. Pendant cette période, il est possible d'avoir recours aux emprunts ou aux prêts officiels parce que, comme l'a indiqué Henry Wallich (voir la note de renvoi n° 8), ces opérations peuvent être effectuées sans entraver le jeu des forces du marché si les devises obtenues par l'emprunt (ou nécessaires pour octroyer un prêt) sont régulièrement déversées sur le marché. Il est possible également d'avoir recours à des interventions assez massives qui vont à l'encontre de la tendance effective. Cependant, si les gouvernements veulent mettre leur économie à l'abri des effets inflationnistes ou déflationnistes des perturbations causées par les fluctuations des taux de change, ces interventions (ou financements officiels) doivent être stérilisées.

En revanche, si les perturbations de la balance des paiements proviennent des opérations en capital, la stratégie doit être différente. Pour rétablir l'équilibre, il importe alors d'opérer un certain ajustement des taux d'intérêt. Il faut pour cela que la politique monétaire soit adaptée en fonction de la substitution de monnaie qu'entraînent les mouvements de capitaux perturbateurs. Cela suppose qu'il faut accroître la masse monétaire pour satisfaire à la demande supplémentaire de monnaie dans le pays qui reçoit des capitaux et la contracter

dans les pays qui les exportent. En d'autres termes, ce qui est nécessaire, c'est une intervention concertée et non stérilisée : expansion de la masse monétaire dans un pays et contraction dans l'autre; une telle action permet de faire face au changement des préférences pour la monnaie, tout en contenant la masse monétaire globale des pays en cause dans les limites de l'objectif fixé.

Cette proposition est l'un des points plus spécifiquement controversé d'une conclusion assez générale qui a été formulée par le Groupe des trente dans ses recommandations pratiques au sujet des *Problèmes des taux de change*; le Groupe des trente déclare en effet qu'il serait raisonnable d'introduire une certaine souplesse dans l'établissement des objectifs monétaires, afin de permettre aux pays, "compte tenu, notamment, du comportement du taux de change, de mener leur action même si l'expansion de la masse monétaire atteint la limite supérieure ou inférieure de la fourchette fixée comme objectif"<sup>11</sup>.

La stratégie orientée dans ce sens se trouverait renforcée et recevrait une impulsion sur le plan international si les pays dont la monnaie flotte acceptaient de convenir avec le Fonds d'une marge de fluctuation pour le taux de leur monnaie.

Ces marges fixées comme objectifs pourraient être ajustées par intervalles en fonction de l'évolution des circonstances, comme les administrateurs du Fonds l'ont indiqué dans les "Orientations" qu'ils ont proposées aux pays membres en 1974 "pour la gestion des taux de change flottants"<sup>12</sup>. Dans le cadre de ces marges, les interventions de la banque centrale devraient aller à l'encontre de la tendance effective. Si les taux de change venaient à s'écarter de la marge convenue, les orientations permettraient aux autorités d'intervenir de façon plus agressive pour les ramener à l'intérieur de la marge.

A en juger par notre analyse et par notre expérience actuelle, ce système ne serait pas, en général, un système assez efficace. Il faudrait plutôt prévoir des consultations qui auraient lieu si le taux de change atteignait l'une des limites de la marge fixée; ces consultations porteraient sur le financement et l'ajustement si la déviation du taux de change avait son origine dans l'évolution des transactions courantes, et sur l'adaptation de la politique monétaire si elle provenait d'un déséquilibre des opérations en capital. Un moyen logique

<sup>11</sup>Groupe des trente, *The Problem of Exchange Rates: A Policy Statement* (New York, 1982), p. 6.

<sup>12</sup>Fonds monétaire international, *Rapport annuel des administrateurs pour l'exercice clos le 30 avril 1974* (Washington, 1974), pages 123 à 128.

d'opérer ce dernier ajustement serait de procéder à une intervention massive et non stérilisée.

### *Conclusion*

Les considérations qui précèdent et qui sont parfois d'ordre technique nous amènent à formuler une conclusion : il existe certainement des méthodes qui nous permettraient de surmonter les difficultés paradoxales qui nous ont plongés dans la perplexité et nous ont empêchés de mener une action efficace pour améliorer le système monétaire international. Il est possible de stimuler dès maintenant les prêts bancaires, tout en édifiant un système qui puisse prévenir l'octroi excessif de prêts à l'avenir; en outre, il serait possible, grâce à une stratégie concertée et convenue avec le Fonds, d'obtenir une plus grande stabilité des taux de change.

Au cours des prochaines années, nous devons nous engager dans une voie qui, pour parler en termes généraux, nous orienterait vers un meilleur équilibre entre l'influence des marchés privés et l'influence officielle sur le plan international. De même qu'une politique monétaire efficace est une condition indispensable au fonctionnement satisfaisant d'une économie nationale, ainsi nous avons besoin au niveau international d'un minimum de gestion monétaire pour créer un climat dans lequel notre économie internationale, de plus en plus intégrée et fondée sur le marché, puisse continuer de se développer tout en contribuant de façon satisfaisante au bien-être économique dans le monde. Nous ne serons en mesure de préserver la liberté des flux financiers privés dont le volume a considérablement augmenté que si nous accroissons les attributions, les moyens d'action et la portée de nos institutions monétaires officielles — les banques centrales et le Fonds — dans des proportions correspondant à celles des flux financiers privés et si nous les utilisons, dans un esprit de coopération, pour agir sur le volume de ces flux et exercer, le cas échéant, un pouvoir compensateur.

Avant de penser à une seconde conférence de Bretton Woods, qui pourrait déboucher sur une issue favorable, il faut d'abord que les gouvernements et le Fonds procèdent conjointement à un examen approfondi de ces questions pour se mettre d'accord sur les éléments essentiels d'un nouveau consensus. L'économie mondiale passe par

une phase critique qui confère un surcroît d'urgence à cette tâche. Elle est essentielle si l'on veut assurer l'ouverture, la liberté et l'expansion de l'économie mondiale.

\* \* \*

M. MARTIN : Au nom de la Fondation Per Jacobsson et au nom de tous ceux qui sont ici aujourd'hui, je voudrais remercier vivement le conférencier pour ses réflexions encourageantes, constructives et utiles dans ce domaine fort complexe.

## Questions et réponses

*A la suite de son allocution, M. Witteveen a répondu à des questions écrites, posées par l'auditoire.*

M. WITTEVEEN : La première question est la suivante : *Le mécanisme d'assurance dont vous parlez présuppose que le problème des dettes passées est résolu; il s'appliquerait donc uniquement aux nouveaux besoins de financement. Devons-nous, cependant, présumer que ces nouveaux besoins seront si importants qu'ils ne pourront être financés par les banques commerciales? S'il n'y a pas d'autres chocs pétroliers, le déficit de paiement des pays en développement devrait pouvoir être financé — nous l'espérons — par des opérations normales.*

On peut toujours parler de ce qui devrait être mais, comme je vois les choses, les nouveaux financements nets dont les pays en développement ont besoin sont considérables. Et, à l'heure actuelle, nombreuses sont les banques commerciales qui ne sont guère disposées à les octroyer.

J'estime que le problème des dettes passées est très étroitement lié à ce besoin de nouveaux financements. Dans maints pays en développement, le problème est essentiellement un problème de liquidité. Ces pays ont l'habitude de recevoir des montants réguliers de nouveaux prêts bancaires nets; en outre, dans les pays en développement, le déficit courant n'est pas une anomalie : il est un phénomène tout à fait normal. Par conséquent, si les prêts cessent soudainement, on verra naître un problème de dette. J'estime donc que si ces flux financiers peuvent se maintenir, il sera beaucoup plus facile de résoudre le problème de la dette existante. Je crains, cependant, qu'en l'absence de mesures adéquates, ces déficits ne puissent pas être financés si aisément.

*Quelle incidence le déficit du budget américain a-t-il sur la situation monétaire internationale, instable à l'heure actuelle? L'élimination de ce déficit permettrait-elle de parer à la nécessité d'une réforme monétaire structurelle sur le plan international?*

Je crois vraiment que l'important déficit budgétaire des Etats-Unis est l'une des causes de la situation actuelle parce qu'il a maintenu les taux d'intérêt et la valeur du dollar à un niveau élevé et qu'il a aggravé, de ce fait, le problème de la dette pour les pays en développement et pour les pays débiteurs en général. Je ne pense pas toutefois qu'il soit la seule cause.

La situation actuelle résulte de difficultés beaucoup plus profondément enracinées. D'ailleurs, même si ce problème budgétaire était brusquement résolu, il nous faudrait encore améliorer le système.

*Vous avez décrit sommairement un certain nombre de solutions techniques qui, accompagnées d'une bonne gestion internationale, pourraient accroître la stabilité de notre système monétaire. Comment pouvons-nous réaliser, au sein d'un groupe de gouvernements soucieux des objectifs nationaux mais peu sensibilisés aux problèmes internationaux, un consensus politique qui permettrait d'appliquer ces solutions?*

C'est là, bien sûr, la question qui se pose à nous et aux gouvernements. Toutefois, il importe avant tout d'indiquer clairement ce qui doit être fait. Et cette tâche incombe aux observateurs et aux analystes. Plus le besoin devient urgent, plus les difficultés et les dangers apparaissent clairement, et plus nous pouvons nous attendre que les gouvernements feront ce qu'il faut. Il s'agit sans nul doute d'une tâche et d'une responsabilité qui incombent aux gouvernements.

*Quelle agence assurera les banques contre les risques économiques?*

Les banques ne pourraient certes pas et ne devraient pas être assurées contre tous les risques économiques. Les banques sont des entreprises et, à ce titre, elles doivent assumer certains risques. D'ailleurs, elles sont disposées à prendre des risques, mais non des risques extraordinaires, et elles doivent bénéficier d'une protection lorsqu'elles accordent au système les crédits dont il a besoin mais qu'elles ne seraient pas disposées à fournir normalement.

*Si le DTS devenait le principal avoir de réserve, le système serait automatiquement soumis à un contrôle considérable. Cependant, pour que cet instrument soit commercialisable, il faudrait un acheteur de dernier ressort. Pourquoi le Fonds ne peut-il pas amender ses Statuts pour devenir, peut-être avec la Banque des règlements internationaux, un acheteur de dernier ressort?*

Il s'agit là, en fait, d'un aspect de l'évolution du système à plus long terme; c'est un sujet que j'ai moi-même abordé et qui pourrait être traité plus en détail. A l'heure actuelle, bien entendu, les acheteurs de

dernier ressort sont les banques centrales, par l'intermédiaire des limites d'acceptation. Elles doivent accepter des DTS à concurrence de ces limites; pour renforcer le rôle du DTS, comme je l'ai indiqué, il faudrait en outre relever ces limites d'acceptation.

*Si le Congrès des Etats-Unis n'approuvait pas l'augmentation des quotes-parts et si les augmentations générale et sélective ne prenaient pas effet, croyez-vous que le Fonds devrait emprunter auprès du public sur le marché? Et, dans l'affirmative, quelles seraient les limites de tels emprunts?*

Je serais certes favorable à des emprunts du Fonds sur le marché. Il y a de cela un certain temps, le Groupe des trente expliquait dans une de ses études qu'il serait peut-être nécessaire pour le Fonds d'emprunter sur le marché et que de tels emprunts seraient peut-être une bonne solution, ne serait-ce que pour surmonter une difficulté temporaire, combler une pénurie temporaire de fonds, comme celle qui semble en fait exister aujourd'hui. Je suis encore de cet avis. Cependant, une telle action exige, bien entendu, l'approbation des gouvernements.

*La mise en oeuvre de solutions ingénieuses pour résoudre les problèmes du système est une opération qui exige du temps. Dans l'intervalle, que faut-il faire à court terme si le défaut de paiement de l'un des principaux pays emprunteurs provoque une crise de confiance?*

En tout premier lieu, il faudra veiller à ce qu'une telle crise ne se produise pas et, à cet égard, je propose — et c'est, je pense, une mesure importante à court terme — de créer un mécanisme d'assurance pour les nouveaux prêts bancaires que le Fonds estime nécessaires dans le cadre des programmes d'ajustement convenus.

*Convenez-vous que certaines banques ont agi de façon absolument imprudente en accordant leurs prêts? Qu'est-ce qui vous permet de croire qu'elles feront preuve de prudence à l'avenir?*

J'aimerais formuler quelques observations sur ce sujet. Il est facile aujourd'hui, en raison des problèmes de dette auxquels font face tant de pays, d'accuser les banques d'avoir agi à la légère. Mais il n'est pas nécessaire de remonter très loin dans le temps pour trouver un point de vue contraire : il y a quelques années, c'est-à-dire au moment où ces prêts étaient octroyés, presque tout le monde estimait que l'octroi de ces prêts était une solution merveilleuse. Les gouvernements étaient très heureux de voir que l'excédent de l'OPEP était réacheminé vers les pays en développement ainsi que vers d'autres pays, grâce au recyclage du système bancaire commercial.

En 1974, au cours des débats sur le mécanisme pétrolier que j'avais proposé de créer au Fonds, un assez grand nombre de gouvernements ont prétendu qu'il n'était peut-être pas nécessaire de le créer parce que les marchés, estimaient-ils, pourraient absorber les fonds provenant des excédents. Nous avons créé le mécanisme pétrolier et il a été extrêmement utile pour de nombreux pays; cependant, les principaux flux financiers ont été en fait acheminés par le marché et le système bancaire.

A vrai dire, il est toujours plus facile de critiquer les décisions après qu'elles ont été prises. Il ne faut pas oublier non plus qu'à l'époque, il n'apparaissait peut-être pas clairement que l'économie mondiale, caractérisée alors par une forte croissance et de faibles taux d'intérêt réels, se trouverait soudainement aux prises avec des taux d'intérêt réels très élevés et une récession qui serait suivie d'une très lente reprise, dont le rythme ne s'est pas encore vraiment accéléré. Cette évolution a été bien différente de celle à laquelle la plupart des gens s'attendaient.

Pour répondre à la deuxième partie de votre question, je dirais d'abord que l'on tire des leçons de l'expérience et ensuite que c'est exactement pour cela que j'ai proposé un système coopératif qui permettrait de contenir l'expansion des prêts des banques commerciales, s'ils recommençaient à augmenter trop rapidement.

\* \* \*

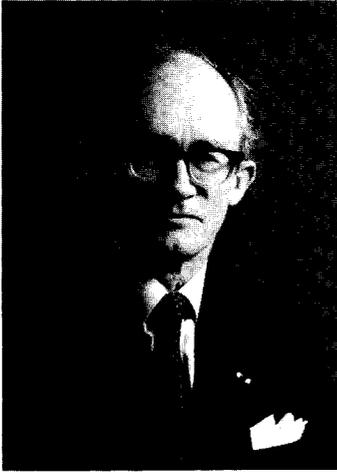
M. SOUTHARD : La période qui avait été prévue pour les questions et réponses est malheureusement terminée; nous l'avons fixée en tenant compte du fait que vous avez tous un programme chargé et qu'il fallait réserver un certain temps pour la réception qu'offre M. de Larosière et à laquelle vous êtes tous invités.

Je regrette que le temps ne nous ait pas permis de répondre à toutes les questions; nous aurions aimé pouvoir le faire. Manifestement, l'exposé de M. Witteveen, à l'instar de celui de M. Gerald Bouey l'an dernier, est un exposé qu'il importe d'étudier à fond. Nous publierons cette conférence bientôt et vous pourrez tous vous la procurer. Si vous n'êtes pas inscrits sur la liste de distribution de la Fondation Per Jacobsson mais souhaitez obtenir une copie de la conférence, vous

n'avez qu'à envoyer votre nom et votre adresse à la Fondation Per Jacobsson, au Fonds monétaire international, et nous vous la ferons parvenir.

Je vous remercie beaucoup. Je déclare maintenant la réunion terminée.

## Notice biographique



M. H. Johannes Witteveen est né à Zeist, aux Pays-Bas, en 1921. Il fait ses études à la Netherlands School of Economics à Rotterdam; en 1948, il accepte une chaire d'économie et de cycles économiques dans cette institution.

De 1958 à 1973, il remplit les fonctions de membre du Parlement, dans la première et la seconde chambre, puis celles de Ministre des finances et de Premier vice-Premier ministre.

En 1973, il est nommé Directeur général du Fonds monétaire interna-

tional, poste qu'il occupe jusqu'en 1978.

Depuis 1978, M. Witteveen occupe divers postes, notamment celui de directeur, dans un certain nombre de sociétés industrielles et bancaires. Il est actuellement Président du Groupe consultatif sur les questions économiques et monétaires internationales (Groupe des trente).

M. Witteveen est Commandeur de l'Ordre d'Orange-Nassau et de l'Ordre du Lion des Pays-Bas.

# 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—*Président*

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

## Bureau

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

## Les conférences Per Jacobsson

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

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

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, W1N 7RA, Angleterre.