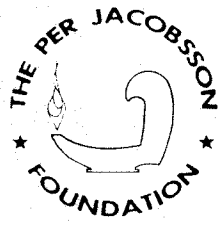
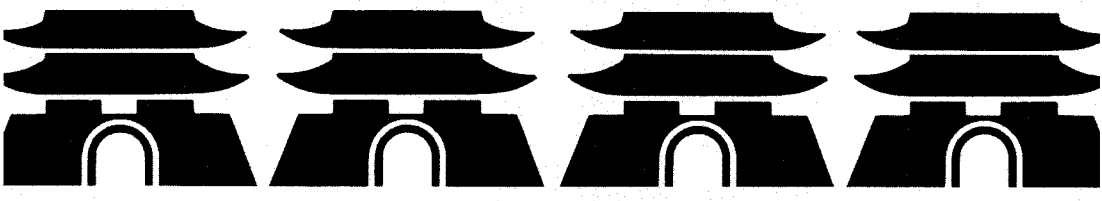
FONDATION PER JACOBSSON
CONFERENCE DE 1985



Savons-nous où nous allons?

Sir Jeremy Morse



Centre culturel Sejong
Séoul (République de Corée)
Dimanche 6 octobre 1985

FONDATION PER JACOBSSON
CONFERENCE DE 1985

Savons-nous où nous allons?

Sir Jeremy Morse

Séoul (République de Corée)

ISSN 0252-3086

Avant-propos

La conférence Per Jacobsson 1985, intitulée : "Savons-nous où nous allons?", a été prononcée par Sir Jeremy Morse au Centre Culturel Sejong, à Séoul (République de Corée), le dimanche 6 octobre 1985. Sir Jeremy est Président de la Lloyds Bank et de la British Bankers' Association.

La réunion, dont la présente brochure donne un compte rendu, s'est tenue sous la présidence de M. William McChesney Martin, Président du Conseil de la Fondation Per Jacobsson.

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 un échange de vues éclairé, au niveau international, sur des questions d'actualité dans le domaine monétaire. La conférence Per Jacobsson 1985 a été organisée en collaboration avec la Fédération des banques de Corée.

Les conférences sont publiées en anglais, en espagnol et en français et sont diffusées gratuitement par la Fondation. Certaines institutions se chargent parfois de publier les conférences en d'autres langues. Des renseignements complémentaires peuvent être obtenus auprès du Secrétaire de la Fondation.

Table des matières

AVANT-PROPOS iii

OBSERVATIONS LIMINAIRES
William McChesney Martin 1
Chang Nak Choi 2

SAVONS-NOUS OÙ NOUS ALLONS?
Sir Jeremy Morse 5

QUESTIONS ET RÉPONSES
Sir Jeremy Morse 25

REMARQUES DE CLÔTURE
Joon Sung Kim 31
William McChesney Martin 32

NOTICE BIOGRAPHIQUE 33

LES CONFÉRENCES PER JACOBSSON 34

LA FONDATION PER JACOBSSON : FONDATEURS,
CONSEIL D'ADMINISTRATION ET BUREAU 36

Observations liminaires

William McChesney Martin

Chers amis de la Fondation Per Jacobsson, j'ai l'honneur, en ma qualité de Président du Conseil de la Fondation, de déclarer ouverte la conférence Per Jacobsson 1985. C'est avec grand plaisir que nous nous retrouvons tous les ans. Voilà plus de 20 ans maintenant que nous le faisons, et la conférence Per Jacobsson est désormais une institution reconnue. C'est pour moi un honneur d'être parmi vous aujourd'hui et je me réjouis de vous voir si nombreux.

Je voudrais dire quelques mots de la Fondation avant de laisser à M. Choi, Gouverneur de la Banque de Corée, le soin de prononcer l'allocution liminaire qui marquera réellement l'ouverture de la réunion. Ce cycle de conférences est né de l'initiative d'un grand nombre de personnes qui, travaillant avec le Fonds monétaire international, ont été amenées à très bien connaître Per Jacobsson; les nombreuses années que Per Jacobsson a passées au service de la Banque des règlements internationaux lui ont également valu une grande notoriété. Per était un homme tellement jovial et enjoué qu'il retenait l'attention partout où il allait. Et sa disparition laissa un grand vide. C'est pourquoi plusieurs personnes des quatre coins du monde voulurent alors chercher un moyen d'honorer sa mémoire. Quel hommage lui rendre qui fût à la mesure de sa personnalité? A l'unanimité, elles décidèrent de créer une petite fondation et d'instituer un cycle de conférences qui commémorerait sa vie, son époque et les principes qui lui étaient chers. C'est ainsi que naquit cette Fondation. Il ne fut pas difficile de réunir les fonds nécessaires, et je suis heureux de vous informer, comme je le fais chaque année, que la Fondation reste solvable.

Pour défendre une saine conduite de la politique monétaire, Per Jacobsson n'avait pas son pareil. Il croyait en la monnaie. Il lui attribuait un rôle important et il estimait qu'elle ne devait pas être considérée uniquement comme un moyen d'échange ou un étalon de valeur mais qu'elle devait avant tout avoir une fonction de réserve de valeur. Lorsque je siégeais au Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des Etats-Unis, il se plaisait à venir me dire que l'important était d'amener les banques centrales à oeuvrer davantage dans le sens d'une politique

monétaire plus saine. On parle beaucoup aujourd'hui des dons de "Grand Communicateur" de l'actuel Président des Etats-Unis. A sa manière, Per Jacobsson était un grand communicateur dans le domaine de la politique monétaire et budgétaire et, la plupart du temps, c'était lui qui avait raison.

Au fil des ans, la Fondation a constitué une précieuse collection de commentaires sur le déroulement de l'histoire économique mondiale. Ceux d'entre vous qui ne l'ont pas encore fait devraient, à l'occasion, se reporter aux vingt et une conférences qui ont déjà été prononcées. Il y a là force matière à réflexion.

Sur ces quelques remarques, je vous propose maintenant de donner la parole à M. Choi, le Gouverneur de la Banque de Corée, qui est un homme charmant, et qui va ouvrir la réunion. M. Choi a été Directeur de la Banque coréenne de développement et Vice-ministre du Conseil de la planification économique. J'ai eu l'occasion de m'entretenir avec lui et je lui ai dit qu'à mon avis le seul problème auquel il se heurtait sans doute était, pour utiliser une image, que l'avenir était, pour une trop grande part, en train de se produire aujourd'hui. Nous parlons sans cesse de miracles économiques. Je pense que l'évolution de l'économie coréenne et le développement de Séoul constituent un véritable miracle. L'économie coréenne est aux mains de personnes compétentes et expérimentées, mais elle se heurtera elle aussi à des problèmes, comme toutes les économies.

Je vais maintenant demander à M. Choi de prononcer le discours d'ouverture, après quoi la conférence proprement dite pourra commencer.

M. Choi, vous avez la parole.

Chang Nak Choi

Monsieur le Président, chers invités, Mesdames et Messieurs, c'est pour moi un grand honneur de pouvoir vous adresser à tous aujourd'hui mes souhaits les plus cordiaux de bienvenue à Séoul, à l'occasion de cette 22e conférence de la Fondation Per Jacobsson.

Je voudrais commencer par dire quelques mots au sujet de la Fondation. Comme nous le savons tous, elle a été créée en 1964 pour commémorer la contribution remarquable fournie par le regretté Per Jacobsson, ancien Directeur général du Fonds monétaire international, à la communauté financière internationale. La Fondation organise des conférences annuelles qui portent son nom et qui ont lieu, le plus souvent, à l'occasion de l'Assemblée annuelle de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international. Pendant les deux dernières décennies, les conférences Per Jacobsson ont fourni aux responsables de la politique économique, aux économistes et aux banquiers une bonne occasion de prendre connaissance de l'opinion d'autorités de renommée mondiale, ainsi que d'échanger leurs idées et d'exprimer leurs préoccupations quant à des questions d'actualité concernant l'économie internationale. Je suis fier de ce que la

République de Corée soit l'hôte de cette importante conférence à l'occasion de la 40e Assemblée annuelle de la Banque mondiale et du Fonds monétaire, et je tiens à exprimer ma profonde gratitude à la Fondation et à la Fédération des banques de Corée, grâce auxquelles cet événement remarquable peut avoir lieu ici, à Séoul.

A l'évidence, la Corée traverse une période de grand changement. De nombreuses sources de difficultés et de désordre, réelles et potentielles, se dessinent à l'horizon.

Le système monétaire international de Bretton Woods a fait place à un nouveau système, mais celui-ci a engendré de grandes incertitudes sur les marchés des changes et les marchés financiers. On constate dans certains pays industrialisés, ainsi que dans les pays en développement, d'importants déficits de la balance commerciale et de la balance des paiements courants. La plupart des pays en développement, en particulier, se heurtent à des difficultés économiques plus aiguës que les pays industrialisés. Cette situation résulte de la dégradation des marchés d'exportation causée par le ralentissement de l'activité économique et par les pressions protectionnistes dans les pays industrialisés, des difficultés d'accès aux marchés financiers internationaux et des obstacles socio-économiques intérieurs qui viennent compliquer la mise en oeuvre des politiques d'ajustement structurel. Ce sont ces facteurs qui expliquent le scepticisme qui entoure les perspectives de l'économie mondiale pour les années à venir.

Le développement des échanges internationaux et une révolution technologique ont accentué l'interdépendance économique des nations et, par conséquent, il va de soi que les problèmes économiques concernent le monde entier.

Chacun sait que la situation économique dans laquelle nous nous trouvons actuellement est très difficile; pourtant, il n'existe pas de solution toute faite. Les principes de politique économique longtemps observés et si efficaces autrefois semblent maintenant dépassés. Pourtant, on continue de croire que la vigueur fondamentale de l'économie permettra d'obtenir de meilleurs résultats que dans le passé. Cette amélioration est effectivement ce à quoi il faut s'attendre, mais à condition que les pays développés et les pays en développement coordonnent leurs politiques économiques, prennent conscience de la menace protectionniste et unissent leurs efforts pour la combattre, et adoptent les politiques économiques qui s'imposent pour passer sans heurts des perturbations du passé à une période de prospérité stable et partagée.

La présente conférence donne à d'éminentes personnalités des milieux financiers internationaux une occasion tout à fait appropriée d'échanger leurs idées sur des questions importantes. C'est avec grand intérêt que nous écouterons les opinions de notre éminent orateur, Sir Jeremy Morse,

en ce qui concerne la tâche qui nous attend et l'évolution future de l'économie mondiale.

Je tiens donc à adresser tout particulièrement à Sir Jeremy mes souhaits de bienvenue et ma gratitude. Je suis convaincu que la conférence d'aujourd'hui sera une réussite complète et qu'elle nous montrera la voie à suivre pour que la prospérité partagée à laquelle nous aspirons tous devienne réalité.

Pour conclure, je tiens à vous adresser à tous une fois encore mes souhaits les plus cordiaux de bienvenue et je forme le voeu que vous apprécierez le charme de nos beaux paysages et la richesse de notre héritage culturel.

J'ai maintenant le plaisir de vous présenter Sir Jeremy Morse, Président de la Lloyds Bank de Londres.

Savons-nous où nous allons?

Sir Jeremy Morse

C'est pour moi un honneur de pouvoir donner la conférence Per Jacobsson 1985. Si Keynes et White étaient les fondateurs du système de Bretton Woods, Jacobsson en était l'empereur. C'est avec plaisir et amusement qu'il nous entendrait évoquer l'apogée du système un peu comme on se remémore un âge d'or. Depuis qu'il nous a quitté en 1963, nous avons assisté à la désintégration du système (mais pas de ses institutions), laquelle a amené une période d'intenses perturbations économiques. En 1971 il y a eu le choc Nixon, à savoir l'abandon de la convertibilité du dollar, dont le système ne s'est jamais remis; puis ont suivi une série de chocs conjoncturels, les deux chocs pétroliers inflationnistes de 1973–74 et de 1979–80 et, en 1982, le choc désinflationniste causé par la crise de la dette extérieure, la croissance économique internationale s'en trouvant à chaque fois affaiblie; et aujourd'hui, après un raz-de-marée politique en faveur de la déréglementation et de la libération des forces du marché, nous assistons à une révolution financière sur les marchés bancaires et les marchés des capitaux. Dans une période mouvementée comme celle-ci, certains chocs et changements mineurs, comme le renversement actuel du cours du dollar ou le "big bang" qui aura lieu l'an prochain sur les marchés des valeurs de Londres, sont prévisibles et l'on peut, dans une certaine mesure, s'y préparer. Mais, dans l'ensemble, le monde financier et économique a dû faire face à un choc après l'autre, et "gestion de la crise" ou "mesures d'urgence" ont été les mots d'ordre aussi bien dans le secteur public que dans le secteur privé.

C'est pendant une autre période de bouleversements économiques, celle des années 30, que Per Jacobsson a passé ses années de formation à la Société des nations et à la Banque des règlements internationaux. A mon avis, ces années font l'objet des chapitres les plus intéressants de sa biographie écrite par sa fille. Cette série de bouleversements a fait suite à la désintégration du système de l'étalon-or et a eu pour point culminant une guerre mondiale, au cours de laquelle Per Jacobsson (Suédois vivant en Suisse) est resté en contact avec les deux parties en présence, et à la fin de laquelle il a essayé, en vain, d'empêcher l'utilisation de la bombe

atomique. La conférence d'aujourd'hui ne portera pas sur le passé, mais sur les changements du présent et sur les incertitudes qui entourent l'avenir. Pour en limiter la portée, je partirai de l'hypothèse que, étant donné l'équilibre des forces dans le monde et la réticence évidente à faire usage d'armes modernes beaucoup plus dangereuses, il n'y aura pas de troisième guerre mondiale.

Cela ne veut pas dire que les guerres régionales ne peuvent pas avoir d'importantes conséquences. Pendant les années 70, les conflits du Moyen-Orient ont eu des répercussions sur l'économie mondiale par le biais du prix du pétrole et ont entraîné la destruction de Beyrouth en tant que centre financier international. Pendant les années 60, la guerre du Viet-Nam, ses coûts économiques n'ayant pas été pleinement pris en compte, a contribué à l'accélération de l'inflation aux Etats-Unis et dans le monde. Au cours des années 50, la dernière décennie qu'ait connue Per Jacobsson, la Corée où nous nous trouvons actuellement a été le théâtre d'une guerre qui a eu des répercussions politiques et économiques dans le monde entier.

Ce pays ne s'est pas seulement relevé de cette guerre. Il s'est doté d'une économie vigoureuse et a conservé son dynamisme alors qu'il traversait tous les chocs que je viens d'évoquer, non sans peine et sans difficultés, mais d'une façon qui lui a valu l'admiration générale. Comme d'autres pays d'Orient, la Corée a su à la fois tirer parti de l'impulsion donnée par une stratégie centrale et axer sa politique économique sur les exportations et le secteur privé, faire preuve d'une capacité d'adaptation et d'ajustement rapides face aux changements économiques et pratiquer une éthique du travail dont beaucoup de pays occidentaux feraient bien de suivre l'exemple. Tous ces éléments, communs à un groupe de pays qui diffèrent considérablement par leur taille, leurs ressources et leur degré de développement, ont fait de cette région du Pacifique asiatique la première du monde par le taux de croissance économique. J'en suis d'autant plus honoré de prononcer cette conférence ici, en Corée.

Vue de l'extérieur, la Corée a donné l'impression, ces dernières années, qu'elle savait où elle allait. On ne peut pas en dire autant du monde dans son ensemble. D'où le titre de ma conférence : "Savons-nous où nous allons?" Il est vrai que cette question pourrait être posée à n'importe quelle époque, mais j'ai choisi ce titre, car je pense qu'il convient particulièrement bien à la deuxième moitié des années 80. Quand le baromètre est au beau fixe, la plupart des gens ont une idée assez précise de leur objectif général et des différents chemins qu'ils peuvent emprunter pour y parvenir. En période de crise, par contre, il n'existe généralement que deux routes possibles : l'une qui conduit au désastre et l'autre, étroite, qui conduit à la sécurité. (C'était précisément face à une telle alternative que nous nous trouvions en 1982; depuis, nous avons su, dans l'ensemble, trouver la route étroite, faite à la fois d'une reprise non inflationniste,

conduite par les Etats-Unis, dans les pays développés et d'une gestion responsable des problèmes d'endettement de la part des pays en développement, des gouvernements créanciers et des banques.) Il se pourrait bien aujourd'hui que nous nous approchions d'un troisième type de situation. Si, comme j'en ai le sentiment, la principale force à l'origine de la grande inflation dans les principaux pays est épuisée, il se peut que la série de chocs tire à sa fin. Si tel est le cas, nous devons nous préparer à traverser une période où les possibilités, quoique peut-être moins spectaculaires, seront plus variées et plus incertaines; et, à mesure que nous pourrons détourner notre attention de la gestion de la crise, il deviendra à la fois plus aisé et plus nécessaire de planifier et de tourner nos réflexions vers l'avenir.

Certains d'entre vous penseront peut-être que ma façon de voir l'avenir est trop optimiste, détachée, voire insensible. Après tout, le monde ne manque pas de problèmes qui appellent une attention immédiate. Il y a la famine en Afrique, les difficultés économiques des pays endettés, l'instabilité au Moyen-Orient, la croissance économique faible et le chômage en Europe, les déficits effrayants des Etats-Unis. Et, même si la grande inflation a battu en retraite, elle pourrait encore avoir un grave et néfaste contrecoup. Ce n'est pas parce que nous sommes venus passer une semaine dans la partie ensoleillée du monde, me direz-vous, qu'il faut nous imaginer que toutes ces crises sont terminées. Plutôt que de porter l'argumentation à ce niveau général, je voudrais expliquer mon point de vue en examinant de plus près les changements qui ont lieu en ce moment et les perspectives d'évolution sur les marchés financiers, dans l'économie mondiale et dans la communauté internationale.

* * * * *

J'ai mentionné les marchés financiers en premier parce que j'y travaille, parce que, depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, leur influence sur le cours des affaires économiques s'est accrue alors que celle des gouvernements a diminué et, enfin, parce qu'ils traversent actuellement une phase caractérisée non seulement par une recrudescence de la concurrence mais aussi par d'importants changements.

L'une des forces extérieures de changement est le progrès technologique, en particulier sur le plan de la collecte, du stockage et de la communication des informations. Les ordinateurs, dont la taille et le coût diminuent alors que leur puissance et leurs capacités s'accroissent, sont devenus des instruments personnels; et nous les considérons désormais moins comme un moyen d'effectuer des transactions que comme un moyen de traiter les informations d'une façon qui apporte un avantage concurrentiel. De même que le "jet" et le télex ont donné forme au nouvel internationalisme de l'après-guerre, la vie quotidienne et l'activité

économique seront marquées, jusqu'à la fin du millénaire, par une utilisation de plus en plus confiante des ordinateurs. Dans l'industrie et les bureaux, l'automatisation est l'une des causes du chômage actuel et le débat va bon train entre politiciens et économistes pour savoir si, à terme, elle ne créera ou non plus d'emplois qu'elle n'en détruit. Mais quelle que soit la réponse à cette question, et pour pénible que sera inévitablement la transition, l'automatisation apporte la promesse d'un changement bénéfique de la *structure* du travail, l'abandon des tâches fastidieuses et répétitives imposées par les machines de la révolution industrielle et qui ont eu des effets si délétères sur la vie des travailleurs.

Même au niveau des services bancaires de détail, traditionnellement l'un des domaines de l'activité commerciale les plus longs à se modifier, le développement technologique a de profondes conséquences. Avec l'informatisation des livres comptables et des relevés de comptes, un certain nombre d'emplois de bureau traditionnels sont devenus inutiles et les distributeurs automatiques de billets modifient le rôle des guichetiers. Avant la fin du siècle, de nombreux acheteurs régleront leurs achats au point de vente en se servant de cartes qui débiteront immédiatement leur compte en banque; d'autres feront tout cela sans sortir de chez eux, grâce à ce que l'on appelle les "télépaiements à domicile". Le clavier et l'écran remplaceront en grande partie le crayon et le papier. De fait, certaines des machines spécialisées que l'on trouve déjà sur les comptoirs des banques sont des jeux éducatifs destinés à préparer ceux qui ont dépassé la quarantaine à cette évolution. Enfin, on assistera aussi à des modifications institutionnelles, les activités de transfert de fonds, jusqu'ici chasse gardée des grandes banques dans de nombreux pays, devenant accessibles à de nouveaux concurrents. Dans ce domaine, comme dans beaucoup d'autres, la technologie est un vecteur de concurrence plutôt qu'elle ne l'entrave.

Le progrès technologique a aussi un impact évident sur les banques. C'est ainsi que ces banques ont récemment créé de nouveaux "produits", notamment des systèmes de compensation internationaux, un système de gestion de trésorerie à l'échelle mondiale et un système de transactions de change fonctionnant vingt-quatre heures sur vingt-quatre. Mais cet aspect technologique du changement est moins important, dans le domaine des services bancaires aux grandes entreprises, que ne le sont deux autres modifications, à savoir le poids accru des clients par rapport à celui des banques elles-mêmes, et tout ce que l'on regroupe sous le vocable de "sécuritisation", c'est-à-dire la conversion des créances en titres négociables.

Les clients auxquels je fais allusion sont les grandes sociétés, dont beaucoup sont des multinationales, et les organismes gouvernementaux, en particulier ceux des pays développés. Il existe toujours la possibilité que ces organismes, à mesure que leur taille et la complexité de leur

organisation augmentent, se chargent eux-mêmes des services pour lesquels ils faisaient appel auparavant à des spécialistes extérieurs, surtout si les techniques utilisées par ces spécialistes sont divulguées par les médias. C'est ce qui est en train de se passer dans le domaine des services financiers, en particulier aux Etats-Unis, où, depuis un certain temps, les banques, du fait de la réglementation excessive à laquelle elles ont été soumises, ont été dépassées par leurs plus grandes sociétés clientes qui, depuis vingt ans, se prêtent directement des fonds entre elles par l'intermédiaire du marché du "papier commercial". Mais, jusqu'à récemment, l'équilibre était mieux préservé dans d'autres pays.

Aujourd'hui, deux faits nouveaux sont venus modifier la situation. Dans l'ensemble, les banques ont dû ralentir leur activité pour se donner le temps de traiter et de "digérer" les problèmes de dette extérieure provoqués par le choc désinflationniste de 1982. Elles sont entrées dans une phase prolongée de consolidation et, dans certains cas, de restructuration. La confiance dans certaines banques et dans le système bancaire en général en a inévitablement été ébranlée et, devant cette évolution, le monde extérieur s'est souvenu que les ressources prêtées par les banques doivent être à la mesure de leur capital. Dans le même temps, les trésoriers de sociétés ont acquis plus d'assurance et développé leurs compétences. Dans un monde caractérisé par une concurrence intense, comme les marges peu élevées sur les opérations avec des entreprises en témoignent, et par de constantes innovations, sur lesquelles je reviendrai, le trésorier d'entreprise publique ou privée est courtisé par de nombreuses banques, qui lui offrent toutes leurs propres idées, d'où il résulte qu'à la longue, il détient plus d'informations que chacune de ces banques. Pour ces dernières, la meilleure attitude à adopter face à cette situation consiste à favoriser le développement d'idées non seulement au niveau des organes de direction mais à tous les niveaux de leur organisation. Mais, entre-temps, le trésorier est constamment tenté de devenir son propre banquier, et cette tentation peut s'étendre de ses opérations quotidiennes à l'élaboration de la stratégie globale de sa société.

C'est ainsi qu'on arrive à la "sécuritisation", anglicisme qui désigne le phénomène par lequel les opérations bancaires et les opérations sur titres tendent à se rejoindre, mais pas de façon symétrique, le mouvement se faisant plutôt au détriment des opérations bancaires que dans le sens inverse. Par conséquent, le terme anglais est exact même s'il n'est pas très heureux; Dennis Weatherstone en a donné une bonne définition lorsqu'il a dit que ce processus consiste à "rendre tout négociable sur le marché". Les prêts bancaires ont traditionnellement été l'un des aspects de la relation continue qui unit la banque à son client et, à ce titre, ils n'étaient pas négociables sur les marchés. Etant donné que la plupart des prêts mettent du temps à porter leurs fruits, cette relation suivie présentait l'avantage de fixer l'attention du client, comme celle du banquier, sur les intérêts à long

terme du client. Or, au cours de ces dernières années, les événements ont contribué à affaiblir cet élément dans l'activité bancaire en lui faisant prendre la forme des transactions ponctuelles qui sont la norme dans les autres industries de services. Au niveau des services bancaires de détail, la relation personnelle, du fait de la simple augmentation du volume des transactions, s'est en partie trouvée submergée, et la concurrence entre banques a encouragé l'ouverture de deuxièmes ou de troisièmes comptes. Aujourd'hui, la quasi-totalité des grandes sociétés clientes détiennent des comptes dans un grand nombre de banques, parfois même dans un trop grand nombre. L'aspect "négociabilité sur les marchés" est plus naturellement en harmonie avec cette tendance moderne. Aux Etats-Unis, les banques organisent depuis un certain temps leurs prêts hypothécaires en montages qu'elles revendent, ne conservant vis-à-vis des emprunteurs qu'un rôle de communication. Plus récemment, un marché s'est développé où s'échangent, pour des montants modestes, des engagements sur pays; enfin, d'autres formes de prêts bancaires, par exemple les crédits à l'exportation, s'échangent sur le marché du papier commercial. Cette "sécuritisation" affaiblit encore la notion de relation continue. Alors que le banquier traditionnel, s'intéressant à la solvabilité de son client sur une certaine période, devait déterminer si son prêt se justifiait à terme, l'organisateur d'une émission veille essentiellement à fixer des conditions qui lui permettront de "la faire passer" sur le marché du jour.

Pendant les années 70, l'inflation et les perturbations qui s'en sont suivies pour les taux d'intérêt nominaux et réels a limité l'activité des marchés obligataires et amené les banques à accorder davantage de prêts (ce qui explique en partie leurs problèmes actuels). Par conséquent, il n'était pas difficile de prévoir que, une fois l'inflation ramenée à 5 % ou moins dans les principaux pays, on assisterait à une reprise de l'activité sur les marchés obligataires au détriment des prêts bancaires. Ce qu'il était moins aisé de prévoir, c'est que cela coïnciderait avec une prodigieuse explosion de nouveaux instruments et arrangements financiers et que tout ce processus serait accéléré par la suppression, grâce à la déréglementation, de nombreuses barrières qui avaient jusque-là protégé les marchés nationaux de capitaux. C'est à Londres que ce phénomène se manifeste de la façon la plus frappante : les firmes de courtage commencent à y passer aux mains d'opérateurs extérieurs à la City (y compris des étrangers) alors que, dans le même temps, les commissions minimums et la distinction historique entre "jobbers" et "brokers" sont en train de disparaître. D'autres mesures de déréglementation analogues ont été prises ailleurs, notamment l'abolition ou la réduction des prélèvements à la source sur les effets publics ou les autres titres détenus par des étrangers. Aux Etats-Unis, cette mesure a plutôt eu pour but de financer l'énorme déficit extérieur courant mais, dans d'autres pays développés, elle a eu pour objet de permettre à ces pays de ne pas être laissés pour compte au moment où

le marché international des capitaux est en passe de ne faire plus qu'un à l'échelle de la planète. Par conséquent, ce à quoi nous assistons, ce n'est pas seulement à la "sécuritisation", mais aussi à la "globalisation" et, dans une certaine mesure, à l'américanisation, du marché des valeurs.

Pour le trésorier d'entreprise publique ou privée, tout cela facilite, pour peu qu'il sache s'y prendre, les opérations de financement. Il peut organiser des facilités sous de nombreuses formes allant des prêts bancaires traditionnels aux titres classiques, en passant par des formes intermédiaires comme les R.U.F. (Revolving Underwriting Facilities — facilités d'émission renouvelable) et les N.I.F. (Note Issuance Facilities — facilités d'émission d'effets). Il peut également modifier les conditions, la monnaie et le taux d'intérêt avant l'échéance. Pour les entreprises, l'emprunt ne suppose plus une série de lourdes décisions prises ponctuellement au sein du Conseil d'administration mais un processus d'ajustement continu de la part de l'équipe financière. Les possibilités de couverture à terme et d'arbitrage ont été considérablement étendues et les marchés à terme continuent à se développer.

Mais la plus féconde de toutes les inventions récentes est peut-être le "swap" moderne, qui a grandement contribué à l'unification actuelle des marchés financiers. Les opérateurs des marchés monétaires à court terme utilisent depuis longtemps une certaine forme de swap comme moyen d'obtenir des fonds à moindre coût dans une monnaie donnée en empruntant dans une autre monnaie et en effectuant ensuite des transactions de change au comptant ou à terme pour convertir ces fonds et couvrir le risque de change. Les swaps de devises pratiqués aujourd'hui constituent une extension de cette technique à des transactions à plus long terme et à taux fixe. L'innovation fondamentale réside dans ce que les swaps de taux d'intérêt permettent de transformer une dette à taux flottant en dette à taux fixe et vice versa. Ainsi, un emprunteur ayant une large surface financière emprunte dans la monnaie ou au taux d'intérêt qu'il est en mesure d'obtenir; cet emprunt est ensuite transformé en passant par un ou plusieurs intermédiaires, qui sont souvent des banques, de telle sorte qu'au bout de la chaîne un autre emprunteur, souvent moins fort que le premier, peut se procurer des fonds sous la forme qu'il désire et à un moindre coût qu'il ne l'aurait pu s'il se les était procurés directement. Tous les participants prennent leur part de la différence entre le coût de l'emprunt pour la première société et son coût pour la deuxième.

Apparemment, il s'agit là d'une de ces rares innovations qui ne représentent pas seulement un progrès technique, mais qui aboutissent aussi à la création d'instruments si puissants qu'ils modifient la nature même du marché. A titre de comparaison, voyons ce qui s'est passé à Londres dans les années 50 lorsqu'est apparu le marché de l'eurodollar à l'instigation de George Bolton et de quelques autres. Au départ, son idée de traiter avec des dépôts en dollars en dehors des Etats-Unis ne semblait

être guère plus qu'une astuce bien utile permettant de répondre à quelques situations particulières, notamment à la nécessité pour les détenteurs résidant en Europe de l'Est de détenir et de négocier leurs avoirs en dollars en dehors des Etats-Unis. A mesure que ce marché se développait, on sentait son importance croître mais il était difficile de l'analyser ou de l'évaluer précisément. Les banquiers conservateurs s'en méfiaient et, pour les politiciens inquiets, il était responsable de l'inflation. Mais avec le temps, il s'est imposé comme un véhicule efficace pour les flux de capitaux et comme un mécanisme essentiel du nouvel internationalisme. D'une manière très semblable, le prototype du swap de devises, le crédit adossé, a été inventé il y a au moins dix ans pour répondre à la situation particulière de quelques entreprises qui soit ne pouvaient pas emprunter du tout sous la forme qu'elles souhaitaient, soit ne pouvaient le faire qu'à un coût très élevé. Mais cette pratique s'est répandue et perfectionnée, et il s'avère qu'elle est utilisable dans un large éventail de cas. C'est ainsi que nous commençons aujourd'hui à la considérer à sa juste valeur, c'est-à-dire non pas comme une astuce, non pas seulement comme un nouveau moyen de se couvrir à terme contre les risques de change et de taux d'intérêt et de procéder à un arbitrage entre différents marchés, mais bien comme une manière générale de partager (et par conséquent d'économiser) la capacité d'emprunt. Tout comme les entreprises ont appris à partager et, par conséquent, à économiser sur leur capacité contributive, en répartissant entre elles les gains que ce partage procure, elles font de même aujourd'hui avec leur capacité d'emprunt.

Le moment est venu de nous demander si nous savons où cette évolution des marchés financiers va nous mener. Il est clair que nous nous aventurons vers un monde nouveau et qu'il n'est pas question de faire marche arrière. Une fois que les marchés ont appris une nouvelle astuce efficace, ils ne l'oublient jamais. Avec l'imbrication des opérations bancaires et des opérations sur titres, il est probable que les activités d'assurance (qui sont déjà liées aux opérations sur titres) seront amenées à jouer un rôle de plus en plus important. Mais il va de soi qu'à ce rythme, le changement comporte des risques, et probablement plus que n'en comportait le développement des euromarchés. Pendant les années 60, l'économie mondiale reposait sur des bases plus solides qu'aujourd'hui; de plus, les changements actuels concernent non seulement les banques et les autres institutions financières, mais aussi les grosses sociétés et les organismes publics faisant office de banques, dont un petit nombre seulement peuvent compter sur les services de personnes ayant les compétences nécessaires pour évaluer les risques bancaires. Les opérateurs inventent de nouveaux instruments et dispositifs pendant que les organes de direction essaient tant bien que mal de suivre leurs activités et que les organismes de réglementation se laissent encore davantage dépasser par les événements. Là encore, le swap fournit un bon exemple.

Une opération de swap complexe peut comporter quatre transformations ou plus, chacune pouvant nécessiter l'intervention d'un nouvel intermédiaire; or, on n'a encore trouvé aucune technique simple qui permette de mesurer et de répartir entre toutes les parties les différents risques liés à la qualité de l'emprunteur, risques de change et risques d'asymétrie des taux d'intérêt associés à ce type d'opération.

Jamais un gouverneur de la Banque d'Angleterre n'a prononcé des paroles aussi lourdes de sens que ne l'a fait Robin Leigh-Pemberton à Londres en février dernier, au dîner organisé par l'Overseas Bankers Club. Il a, en effet, déclaré : "Il faut s'attendre à ce que le processus de changement entraîne certains accidents, mais on aurait tort d'attendre des autorités qu'elles assurent la sécurité de tout le monde pendant la traversée de ces terres inexplorées." La deuxième partie de la phrase s'adressait à l'assemblée des banquiers et avait pour objet de nous rappeler notre responsabilité première qui consiste à éviter les accidents, qu'ils soient dus à de mauvaises opérations de prêt, à des risques hors bilan trop importants, à des problèmes d'illiquidité, à des asymétries sur les marchés des changes ou les marchés monétaires, à un engagement excessif sur les marchés des valeurs, à une panne des systèmes informatiques, à des fraudes, ou à n'importe lequel des innombrables risques que comportent les opérations bancaires modernes. De nombreux observateurs ont du mal à digérer le sauvetage et "le convoyage à bon port" de la Continental Illinois ou de Johnson Matthey Bankers et les cas analogues qui se sont produits récemment en Irlande et à Hong Kong. Pourquoi, demandent-ils, les banques qui rencontrent des difficultés devraient-elles bénéficier d'un régime de faveur? Ne s'expose-t-on pas ainsi au "danger moral" de voir les banques prendre des risques excessifs parce qu'elles s'attendent à ce que l'on vienne à leur secours? Mais ce privilège – dans la mesure où l'on peut vraiment parler de privilège puisqu'il peut aussi bien entraîner une perte d'efficacité qu'encourager les excès – vient de ce que les banques et les systèmes bancaires ont pour caractéristique d'être tributaires de la confiance. Presque par définition, aucune banque ne peut rembourser tous ses déposants à vue; et l'on a vu maintes fois comment une perte de confiance pouvait se propager comme par contagion; on en a eu des exemples tout récemment, au niveau de pays, en Europe de l'Est et en Amérique latine, et au niveau d'organismes bancaires dans le secteur des institutions d'épargne, dans plusieurs Etats des Etats-Unis. Par conséquent, ce privilège est nécessaire mais il ne limite aucunement la responsabilité qu'ont les banques de faire en sorte que leurs opérations s'effectuent de façon sûre et rentable dans l'intérêt des déposants et des actionnaires, et de se tenir prêtes à soutenir leurs filiales, notamment celles qui sont engagées dans des opérations sur titres ou des activités d'assurance.

La première partie de la phrase, "Il faut s'attendre à ce que le processus

de changement entraîne certains accidents", s'adressait davantage au public, aux politiciens et à la presse. Dans tout système de marché, quel que soit le sens des responsabilités de ses participants et son degré de soumission aux lois ou à une réglementation interne, les accidents sont inévitables. En vertu d'une faiblesse humaine répandue courante et bien compréhensible, ce sont souvent ceux qui ont réclamé avec le plus d'acharnement le retour à la liberté des marchés qui sont le plus indignés lorsque ces accidents se produisent. Disons-le donc clairement : un bon marché n'est pas un marché exempt de tout échec mais un marché où les échecs sont peu nombreux en regard des gains économiques, tout comme une bonne banque n'est pas une banque exempte de dettes irrécouvrables mais une banque qui en a peu en comparaison de son volume d'activité global. Et j'irais même jusqu'à dire qu'à une époque comme la nôtre, caractérisée par des innovations tous azimuts, pas toujours bien comprises, les accidents et les échecs occasionnels sont un élément nécessaire du processus d'apprentissage du marché. Comme le dit un vieil adage, c'est en forgeant qu'on devient forgeron. Le petit déposant, investisseur ou assuré a droit à une certaine protection contre les erreurs des financiers et des sociétés financières, mais c'est tout.

* * * * *

J'en viens maintenant aux autorités – gouvernements, ministères des finances et banques centrales — qui, quel que soit le degré de liberté des marchés, exercent une influence considérable sur l'économie mondiale. Savent-ils, eux, où ils vont? Nous sommes actuellement en présence de deux fortes tendances, la désinflation et la déréglementation, que j'ai déjà mentionnées et qui sont toutes deux l'expression d'une réaction massive aux tendances précédentes. En effet, pendant toute la période où a fonctionné le système de Bretton Woods, on a pu constater, même si elle était peu marquée, une certaine tendance inflationniste (bien contenue jusqu'aux années 60), et une certaine propension à accroître l'emprise du secteur public sur l'économie. De telles tendances se développent sur une longue période et le moment où le changement survient dépend autant d'une modification fondamentale de l'opinion des électeurs que de l'entrée en scène de certains hommes politiques. Il se peut que le grand public ne s'intéresse pas outre mesure à la déréglementation en tant que telle, mais il n'aime pas les impôts élevés et ne croit plus aux vertus du monopole d'Etat. Il est tout aussi clair que les économies arrivées à maturité, caractérisées par une importante classe moyenne, résistent fortement à l'inflation, ce qui explique principalement pourquoi les grands pays n'ont pas dérapé, contrairement à l'Amérique latine, vers l'hyperinflation.

Le credo de l'économie du marché s'est propagé dans le monde de

façon spectaculaire. Il a toujours eu beaucoup de succès dans une grande partie de l'Extrême-Orient et suscité un intérêt constant en Allemagne. En 1979–80, il s'est enrichi de deux nouveaux prophètes puissants en la personne de Mme Thatcher et en celle du Président Reagan; et lorsque le Président Mitterrand a essayé de faire cavalier seul, il a été rapidement contraint de rejoindre le peloton. C'est alors qu'en Europe et en Australasie, on a assisté à l'arrivée au pouvoir d'un certain nombre d'administrateurs socialistes qui, d'emblée, quelle que fût l'orientation du reste de leur programme, ont délibérément opté pour l'orthodoxie en matière de politique économique et financière. Et aujourd'hui, les trois géants, la Chine, l'Inde et l'URSS, essaient tous, chacun à sa manière, de donner une plus large place à l'entreprise privée dans leur pesante économie.

Si mon analyse est correcte, la tendance actuelle en faveur de l'économie de marché devrait encore s'affirmer, dans la mesure où elle ne dépend pas de la couleur politique des différents gouvernements mais reflète plutôt un abandon général de la croyance keynésienne en l'efficacité de l'intervention des pouvoirs publics. En Europe, où le chômage sévit, le sentiment général est qu'un retour aux politiques économiques du passé ne résoudrait pas le problème. Au Brésil, qui revient à un gouvernement civil dans de difficiles conditions économiques, on considère néanmoins que le secteur public est inefficace et a besoin d'être réformé. S'il est un domaine pour lequel je verrais la possibilité d'un retour relativement rapide à la réglementation, c'est le domaine financier. En effet, un développement excessif pourrait entraîner un certain nombre d'accidents spectaculaires, ou encore, des conditions défavorables pourraient relancer la crise de l'endettement international et nécessiter une intervention officielle de grande portée en faveur des banques. Dans l'un ou l'autre cas, il serait peut-être bon ou souhaitable sur le plan politique de réinstituer des contrôles. Du reste, il n'est pas difficile, même dans le cadre d'une philosophie générale favorable au libre jeu des forces du marché, de trouver des arguments justifiant l'imposition de contrôles sur les marchés financiers, comme le fait que ces derniers ont davantage tendance à pousser leur liberté trop loin, ou qu'un système financier stable est indispensable au bon fonctionnement des forces du marché dans le reste de l'économie.

Pour ce qui est des perspectives de désinflation, elles sont beaucoup moins bien définies. Le choc de 1982 a non seulement aidé à réduire de moitié le taux d'inflation moyen des pays de l'OCDE, qui pourrait bien cette année être inférieur à 5 % pour la première fois depuis 1972; il a aussi fortement ébranlé les anticipations inflationnistes dans le monde développé, à tel point qu'ensuite, même dans les pays où persistait une inflation à deux chiffres, comme en Italie, en Espagne et en Nouvelle-Zélande, les revendications salariales ont perdu de leur intensité. On peut

considérer sous deux angles la façon dont la lutte a été menée depuis lors. Pour les optimistes, nous avons bien fait de favoriser une reprise économique modérée et, au demeurant, bien nécessaire, sans relancer l'inflation; ce résultat confirme que les anticipations inflationnistes sont en recul; les trois principales économies, à savoir les Etats-Unis (où les revendications salariales sont faibles), le Japon et l'Allemagne fédérale, montrent la voie à suivre; enfin, avec le temps et à force de persévérance, le monde développé parviendra à rétablir une stabilité suffisante des prix pour ouvrir la voie à une nouvelle période de croissance plus forte. A cela, les pessimistes rétorquent qu'aux Etats-Unis, l'inflation a été masquée par la surévaluation du dollar; qu'elle recommence à refaire surface dans certains pays européens, notamment en Grande-Bretagne, qu'elle est galopante dans les principaux pays d'Amérique latine; enfin, que les gouvernements n'ont aucune stratégie précise pour la faire baisser encore jusqu'au niveau souhaité où elle serait tout à fait maîtrisée.

Ce dernier point est, de tous les arguments des pessimistes, celui qui a le plus de poids. Si l'on pense, comme moi, qu'une nouvelle réduction de l'inflation est l'un des principaux objectifs à poursuivre pour assurer la santé future de l'économie mondiale, la question se pose alors de savoir quelle stratégie les gouvernements devraient adopter, étant donné que, dans de nombreuses régions du monde, la croissance est déjà faible et le chômage élevé. Chacun devrait-il élaborer sa propre stratégie ou bien existe-t-il quelque prescription applicable à tous? Jacques de Larosière souligne constamment la nécessité de réduire les déficits budgétaires aux Etats-Unis et dans d'autres pays. Doit-on pour cela réduire les dépenses ou augmenter les impôts, ou encore combiner judicieusement ces deux types de mesures? Dans le domaine monétaire, la fixation d'un taux d'intérêt réel élevé s'est révélée un puissant instrument de désinflation. S'agit-il là de l'outil fondamental que nous devons continuer à utiliser, ou bien le moment est-il venu – et est-il envisageable – de ne plus y avoir recours? Pourrait-on se tourner vers la politique des revenus, l'autre instrument de désinflation, qui a été utilisé avec succès par l'actuel gouvernement australien mais qui semble appartenir au passé?

Je pose toutes ces questions parce que je n'en connais pas les réponses, et j'ai le sentiment que les principaux gouvernements non plus. Et pourtant, elles finiront bien par trouver une réponse – sinon dans des politiques délibérées, du moins dans le libre cours des événements. Il y aura effectivement un chiffre reflétant le taux d'inflation moyen des pays de l'OCDE en 1990 ou en l'an 2000, et son niveau influencera fortement les autres conditions économiques, tant dans les pays développés que dans les pays en développement. Et cela ne concerne pas uniquement les gouvernements et les banques centrales. Si nous voulons retrouver, comme nous le désirons tous, une situation caractérisée par un dosage raisonnable de stabilité des prix, de croissance et d'emploi, il faudra que

le secteur privé et le secteur public unissent leurs efforts pour y parvenir. Deux domaines évidents où peut s'exercer ce type de coopération sont, du côté négatif, celui de la modération des salaires et, du côté positif, celui de la création d'emplois nouveaux dans les régions les plus touchées, en particulier dans les centres urbains. Certes, divers pays ont déjà remporté certains succès dans ces domaines mais, dans l'ensemble, la situation est telle que, en toute honnêteté, nous ne pouvons pas dire que nous savons où nous allons. Nous avons un objectif, mais nous n'avons aucune idée précise de la façon de l'atteindre.

Dans ces conditions, qu'est-ce qu'un observateur impartial pourrait dire de l'évolution probable de la situation? Tout d'abord, un retour à l'inflation à deux chiffres dans les principaux pays serait tout à fait contraire à la tendance actuelle, et il est difficile de l'envisager après l'expérience des années 70. La stabilité des prix est une possibilité plus réelle, mais elle ne sera pas facile à gérer, même avec le renforcement de la coopération dont je viens de parler. Nous pourrions aussi arriver à la stabilité des prix après être tombés par mégarde dans une autre récession aussi grave que celle de 1982. Il y a quelque temps déjà que l'on prévoit ce danger et il n'est pas difficile d'en composer la recette avec les ingrédients de la situation actuelle, généreusement assaisonnée de protectionnisme et de défauts de paiement. C'est là le possible contrecoup auquel j'ai fait allusion il y a quelques instants, et il va de soi que nous ne ménagerons aucun effort pour l'éviter. Ainsi, étant donné que personne ne souhaite se payer à nouveau le luxe d'une inflation élevée, et qu'il n'existe d'autre part aucune voie d'accès directe à la terre promise de la stabilité des prix, sans doute l'hypothèse la plus réaliste est que, pendant quelques années, nous devrons nous frayer un chemin à travers les terres inexplorées que nous traversons actuellement, où l'inflation peut être maintenue à environ 5 %, mais seulement au prix d'une constante vigilance et à un coût économique considérable.

Dans ce cas, la vie en cette terre inconnue sera plus ou moins tolérable selon la manière dont seront traités les problèmes les plus pressants. Le premier d'entre eux concerne le ralentissement de la croissance économique des Etats-Unis et le renversement du cours du dollar, deux phénomènes qui étaient attendus depuis longtemps. Jusqu'à présent, ce processus s'est assez bien déroulé, dans la mesure où les deux principales questions qu'il soulève — à savoir, la croissance économique peut-elle être soutenue dans le reste du monde développé et les taux d'intérêt américains peuvent-ils être maintenus à un niveau peu élevé — ont reçu des réponses plutôt affirmatives que négatives. Cela est particulièrement important pour les pays endettés; à cet égard, il est encourageant de noter que, même si certains pays d'Extrême-Orient ont enregistré un recul de leurs exportations de produits spécialisés à destination des Etats-Unis, en revanche, le solde des comptes extérieurs courants d'un pays comme le

Brésil, dont l'économie repose sur une large base, a dégagé des résultats plus satisfaisants que prévu. Mais, comme nous l'ont rappelé sans équivoque les faits récents, il existe un problème potentiel plus grand encore que nous n'avons même pas encore commencé à traiter : la résorption nécessaire de l'énorme déficit extérieur courant des Etats-Unis. Ce processus devrait, idéalement, s'étaler dans le temps et se refléter principalement par une réduction correspondante des excédents du Japon et des autres pays non endettés. Mais ce rééquilibrage ne se fera pas de lui-même et les interventions qu'il nécessitera exigeront peut-être un effort considérable de coopération internationale dans un proche avenir.

* * * * *

J'en viens maintenant à mon troisième point, qui concerne la communauté internationale et les perspectives qui s'offrent à elle; là encore, je ne crois pas que nous ayons une idée suffisamment claire de la direction que nous prenons. C'est désormais un lieu commun que de dire que la coopération économique internationale s'est désagrégée depuis l'époque de son apogée, au lendemain de la seconde guerre mondiale. Où en est-elle aujourd'hui?

La coopération internationale peut se manifester principalement de deux manières : dans la gestion du système en place, ou dans l'amélioration de ce système, comme ce fut le cas en 1944. On a beaucoup parlé dernièrement d'un "nouveau Bretton Woods", mais cette tendance semble refléter davantage l'insatisfaction à l'égard de la situation actuelle qu'une réelle volonté de réformer le système. L'an dernier, il a été demandé aux suppléants du Groupe des dix d'examiner les possibilités de réforme, mais leur rapport, présenté à la réunion ministérielle de Tokyo en juin 1985, n'a pas été concluant. A mon sens, tant que les principaux pays n'auront pas maîtrisé complètement l'inflation, ils n'auront ni le temps ni la confiance nécessaires pour se lancer dans la mise en place d'un système plus structuré. Et, parmi ces pays, la manière dont les Etats-Unis verront leurs propres intérêts et ceux du reste du monde sera fondamentale, car le dollar demeure l'instrument le plus important à la fois dans le système de taux de change et dans le système de réserves.

Qu'en est-il donc de la coopération dans la gestion du système en place? Lorsqu'il est confronté à une crise, comme celle de l'endettement international, l'esprit de coopération demeure vigoureux. Les principaux pays endettés ont su se placer, avec courage et réalisme, dans une perspective à long terme; les gouvernements créanciers ont mis une sourdine à leurs divergences de vues et collaboré par le truchement du FMI; enfin, des centaines de banques ont agi de concert pour rééchelonner les dettes et fournir de l'argent frais. On a vu là une stratégie bien définie et, avec elle, de la part de ses participants, une marque de créativité et une

volonté bien arrêtée d'oeuvrer jusqu'au rétablissement du crédit extérieur des pays endettés, à l'instar de ce qui s'est passé en Europe de l'Est. J'ajouterai par ailleurs que les mesures prises pour favoriser la reprise économique de 1983, pour inégale que celle-ci ait été, ont répondu tout autant à des impératifs internationaux qu'à des impératifs nationaux et ont témoigné d'un instinct collectif de coopération face à une dépression mondiale imminente. Par contre, en dehors de toute atmosphère de crise, l'attitude des différentes parties intéressées a été beaucoup moins encourageante. Prenons, par exemple, la nécessité évidente de créer une nouvelle structure pour les flux de capitaux à destination des pays en développement. Ni les gouvernements, ni les marchés n'ont vraiment cherché à y répondre. L'aide est accordée à contrecoeur; on parle beaucoup d'encourager un accroissement des investissements directs mais on constate peu d'actions dans ce sens; enfin, les nouveaux instruments créés par le marché servent les intérêts du monde développé. C'est ainsi que le problème de la dette extérieure, quoique fortement atténué, n'a pas pu être résolu avant que le cycle économique n'entre dans la phase descendante actuelle, pas plus que ne l'a été le problème du chômage.

Un éminent Asiatique, M. I.G. Patel, actuellement Directeur de la London School of Economics, a traité de cette question de la coopération dans la conférence qu'il a donnée en mai dernier à la L.S.E. Society. Il a évoqué "le paradoxe que constitue l'indifférence croissante à l'égard de la coopération économique internationale à un moment où l'économie internationale est soumise à de fortes tensions". Tout en reconnaissant que la situation n'est pas aussi mauvaise que pendant les années 30 et que l'élan de coopération constaté face à la crise de l'endettement "mérite au moins d'être salué", M. Patel se demande néanmoins pourquoi, à un moment aussi critique, la Banque mondiale et les autres organismes d'aide et de développement ont dû se heurter à une insuffisance de ressources; pourquoi le FMI, alors qu'il est acclamé par le monde industrialisé comme "une sorte de gendarme économique international chargé de remettre les pays pauvres dans le droit chemin", a dû se voir affaiblir dans l'exercice de ses fonctions essentielles que sont la création de réserves et la surveillance des taux de change et des politiques économiques; et pourquoi l'esprit du GATT doit continuer d'être bafoué, comme il l'a été tout récemment par l'invention des restrictions volontaires aux exportations.

De l'avis de M. Patel, la raison la plus importante expliquant ce paradoxe est "la foi renouvelée dans le jeu des forces du marché", dont je parlais il y a quelques instants. Selon lui,

> Si l'on se met à croire davantage à ce que le Président Reagan a appelé un jour "la magie du marché", il y aura inévitablement une opposition plus ferme à tout appel en faveur d'une coopération délibérée, laquelle implique un certain degré d'intervention. Et l'on ne saurait d'ailleurs rejeter cette

attitude sous prétexte qu'elle est purement dogmatique. L'expérience des années 60 et 70 suffit à démontrer que, souvent, l'intervention ou la coopération n'ont pas permis d'obtenir les résultats souhaités. Il n'est pas nécessaire de croire que les marchés fonctionnent merveilleusement bien d'eux-mêmes pour estimer que, dans l'ensemble, il est bon de les laisser évoluer librement. Le fait même d'une intervention inefficace ou perverse pourrait suffire à établir que le remède de la coopération ne doit être pris qu'à petites doses.

M. Patel nous rappelle ensuite les difficultés que pose inévitablement la coopération entre partenaires inégaux, d'autant plus qu'il n'existe pas de droit international, de code de conduite, ni même de déclaration de droits pour la régir. De fait, il existe peu de groupes bien définis dont les membres sont plus inégaux que ceux de la communauté des nations. L'Ouganda et les Etats-Unis, le Bangladesh et la Suisse, le Chili et la Chine diffèrent bien plus que les pommes et les oranges. En outre, les différences fondamentales auxquelles je pense sont intensifiées par d'autres distinctions abstraites, dont beaucoup comportent des connotations politiques. Un excellent exemple concerne la distinction abrupte établie entre pays développés et pays en développement, laquelle commençait pourtant à s'estomper un peu grâce aux succès remportés par les nouveaux pays industrialisés comme la Corée et grâce à l'accession à la richesse des pays producteurs de pétrole. Malheureusement, cette distinction a à nouveau été renforcée par la réaction du marché face à la crise de l'endettement international, au cours de laquelle aucun pays de l'OCDE, quel que soit son niveau d'endettement, n'a perdu son crédit extérieur, alors que nombre de pays en développement dont l'économie reposait pourtant sur des bases relativement saines ont été victimes de la contagieuse perte de confiance. Enfin, au sein du monde en développement lui-même, il existe une autre distinction importante entre les pays qui participent au marché et ceux qui n'y ont pas accès et qui dépendent dans une large mesure de l'aide extérieure.

Devant une telle situation, et tout en étant conscient des difficultés, sans se laisser intimider par elles, on peut cependant encore établir une liste, plus ou moins ambitieuse, des actions qu'il serait bon d'entreprendre pour gérer ou réformer le système. Une autre solution consiste à prendre le problème à rebours et à poser la question suivante : si les conditions d'un retour à un système plus structuré ne sont pas encore réunies, en raison principalement des incertitudes qui subsistent en ce qui concerne l'inflation dans les principaux pays, s'il est vrai que la foi en l'internationalisme et le multilatéralisme qui prévalait au lendemain de la seconde guerre mondiale a marqué un certain recul; enfin, si, en pratique, nous parvenons à joindre nos efforts pour étouffer une crise mais non pour l'empêcher, qu'est-ce qui pourrait alors nous donner une chance raisonnable de continuer à nous en tirer tant bien que mal (étant entendu que "s'en tirer tant bien que mal" implique encore de grandes difficultés pour

certains pays et pour un grand nombre de gens)? La réponse à cette question doit partir de la constatation que des signaux d'alarme clignotent dans deux domaines connexes; je veux parler de l'instabilité des taux de change et du protectionnisme, qui, si on ne s'y attaque pas, pourraient entraîner une détérioration de la situation sur une plus grande échelle, et nombreux seraient ceux qui verraient la nécessité de définir une nouvelle phase de la stratégie en matière d'endettement international.

La montée du protectionnisme n'est pas un phénomène nouveau. Elle a pu être partiellement contenue pendant ces douze dernières années, car nous avons encore en mémoire la pénible leçon des années 30, selon laquelle, en matière de protectionnisme, tout le monde, au bout du compte, est perdant. En jargon moderne, on dit qu'il s'agit d'un jeu de somme négative – pire que l'égoïsme sacré. Mais aujourd'hui, sous l'effet de différents facteurs, dont l'évolution des taux de change n'est pas le moindre, cette montée menace de se transformer en véritable escalade. Que les gouvernements soient amenés à imposer des restrictions au commerce international en raison des distorsions de taux de change résultant de la liberté des mouvements de capitaux, c'est, pour reprendre l'expression d'Alexandre Lamfalussy, "Bretton Woods à l'envers". L'instabilité sans cesse croissante des taux de change est alimentée par l'énorme quantité de dollars déversée sur le marché du fait du déficit extérieur courant des Etats-Unis, et l'on frémit en pensant à la mesure dans laquelle elle pourrait s'intensifier encore si les Etats-Unis devaient perdre la confiance des détenteurs de dollars. Elle provient aussi, on l'a vu, de la nécessité pour les banques d'agir avec prudence et de renforcer leur bilan, de telle sorte que, d'une façon générale, les opérateurs des marchés des changes hésitent davantage que dans le passé à prendre des risques. De nos jours, lorsqu'un taux de change commence à varier, on n'assiste plus à cette réaction presque automatique qu'était la spéculation corrective et qui, en période de plus grande stabilité, assurait un fonctionnement sans à-coups du marché. A l'heure actuelle, les taux de change réagissent non pas en fonction des transactions commerciales, ni même des mouvements de capitaux, mais ils montent ou descendent tout simplement, comme le cours des valeurs mobilières, en fonction des nouvelles ou des rumeurs sur le marché, sans qu'il y ait, ou avec peu, de transactions effectives. Cela doit nécessairement avoir des répercussions sur le monde réel du commerce et des affaires. De fait, un homme d'affaires britannique de haut rang a déclaré récemment que les taux de change étaient devenus le problème numéro un de l'industrie, en raison des dommages causés à certains secteurs par la surévaluation prolongée de différentes monnaies (comme celle de la livre à la fin des années 70 et celle du dollar pendant les années 80) et parce que les incertitudes en matière de taux de change freinent l'investissement et, par conséquent, la croissance économique.

Nous avons besoin d'une coopération internationale efficace dans ces deux domaines si nous voulons empêcher que la situation ne s'aggrave encore et qu'une nouvelle crise n'éclate. En ce qui concerne les taux de change, puisque les conditions d'un retour général à un système plus structuré ne sont pas encore réunies, la solution qui s'impose consiste, pour les principaux pays, à prendre un certain nombre de mesures limitées mais vigoureuses qui, globalement, pourraient avoir un effet sensible sur l'instabilité actuelle et future des taux de change. Nous devons espérer que les décisions prises il y a deux semaines à New York par le Groupe des cinq marquent l'amorce de ce processus. Les marchés ne sont pas impressionnés outre mesure par les déclarations d'intention générales publiées dans des communiqués officiels, mais ils ne sont pas longs à flairer un réel changement d'attitude des gouvernements à l'égard des taux de change, surtout lorsqu'il est confirmé par des actions dans le domaine budgétaire et monétaire, comme cela s'est produit cette année dans le cas de la livre sterling. Pour ce qui est de la lutte contre le protectionnisme, il conviendrait de l'intensifier et de lui donner davantage de publicité — par le lancement d'une nouvelle série de négociations auxquelles participeraient autant de pays que possible, y compris les pays en développement, et qui porteraient sur autant de questions que possible, y compris la protection des produits agricoles, avec, en parallèle, une réaffirmation des principes d'ouverture et de multilatéralisme qui sous-tendent le GATT, un renforcement des mécanismes institutionnels du GATT et, surtout, une reconnaissance de l'interdépendance des questions commerciales et monétaires. L'absence d'un sens bien défini de la direction à suivre a été on ne peut mieux illustrée ces derniers temps par le double spectacle de distorsions de taux de change attribuables au fait que le libre mouvement des capitaux se voit contrarier par des restrictions au commerce, et de ministres du commerce de pays développés qui érigent des barrières à l'encontre des produits des pays en développement endettés au moment même où leurs collègues du Ministère des finances s'efforcent d'aider ces pays.

Enfin, même si l'on peut éviter un autre contrecoup déflationniste en maintenant le rythme de croissance, en réduisant le protectionnisme, en stabilisant les taux de change et en résorbant progressivement les grands déséquilibres, les problèmes d'endettement en Amérique latine et ailleurs continueront à se poser pendant un certain temps encore. L'objectif demeure le même, il s'agit du rétablissement du crédit extérieur des pays endettés; et chacun de ceux-ci doit d'abord passer par une phase d'aide et de mesures d'urgence, puis par une phase d'étalement de sa dette dans le cadre d'un accord pluriannuel de rééchelonnement. Mais la tâche à accomplir ne s'arrête pas forcément là : certains de ces pays devront peut-être traverser une autre période pendant laquelle la confiance ne sera entièrement rétablie ni à l'intérieur ni à l'extérieur et où ils seront à la

limite de la solvabilité. Quelles devraient être les caractéristiques de cette troisième phase? Tout d'abord, plutôt que de réduire leurs importations, ces pays devraient davantage s'employer à encourager l'épargne intérieure, à réduire l'inflation, à favoriser le retour des capitaux évadés (facteur important dans la plupart de ces pays), à encourager l'entrée des investissements et à réduire leur propre protectionnisme. En deuxième lieu, les programmes du FMI visant à une correction immédiate de la situation économique devraient aller de pair avec une stratégie à moyen terme axée sur une reprise du développement et mise au point avec les conseils de la BIRD, stratégie qui aurait en outre l'entier soutien moral et financier des pays créanciers. Ces derniers devraient, dans le cadre de cette stratégie, s'abstenir d'avoir recours à des mesures protectionnistes à l'encontre des pays débiteurs. Une telle approche permettrait d'elle-même d'assurer la plus grande partie des flux de financements neufs nécessaires et constituerait la base indispensable à tout apport additionnel que pourraient fournir les banques et les gouvernements créanciers. Elle serait l'héritière, dans ce domaine important, pour le plus long terme et pour un avenir meilleur, de l'esprit de coopération et du sens de l'orientation qui se sont manifestés dans le traitement de la crise immédiate.

* * * * *

Notre sens de l'orientation, contrairement à celui des oiseaux, n'est pas tant lié à l'espace qu'au temps qui, lui, s'écoule à sens unique. Abstraction faite de la foi, lorsqu'on déclare, en considérant l'avenir, que l'on sait où l'on va, ces mots peuvent exprimer des degrés très différents de certitude. Il y a la certitude absolue de la mort et du lever de soleil. Il y a la quasi-certitude que nous rentrerons chez nous après ces réunions de Séoul. Il y a de bonnes raisons de croire que nous mènerons à bien les projets que nous avons établis pour nous-mêmes et en ce qui concerne nos différentes activités professionnelles. Mais, plus long est le terme du projet et plus le nombre de gens qu'il concerne est grand, moins le degré de certitude est élevé, de sorte que, lorsqu'il s'agit de l'économie mondiale, qui concerne non seulement les projets et les objectifs des autorités mais aussi les forces du marché, c'est-à-dire les buts d'innombrables individus et organismes qui agissent pour leur propre compte, il n'existe ni certitude ni assurance, et l'on doit s'en remettre aux tendances et aux cycles et à ce que l'on peut percevoir des changements séculaires. C'est en suivant ce raisonnement que je disais, il y a quelques instants, qu'à mon avis la déréglementation a encore de beaux jours devant elle (avec un petit point d'interrogation pour ce qui est de la déréglementation financière); et, si je peux hasarder un prognostic, les perspectives étant moins clairement définies que je ne le voudrais, il se pourrait qu'il n'y ait que peu de changement sur le plan de l'inflation et de l'internationalisme.

Pour les banquiers internationaux, il ne s'agit pas là de questions purement abstraites. Une fois remplie la condition fondamentale de la compétence professionnelle et technique, une banque obtiendra des résultats d'autant meilleurs qu'elle aura la bonne fortune ou la perspicacité de percevoir les implications de ces importants facteurs. Il en va certainement de même pour toutes les autres institutions représentées à cette assemblée annuelle : le FMI, la Banque mondiale, les gouvernements, les banques centrales et la presse financière.

Il y a quelques années, une célèbre publication financière m'a demandé quelle était, parmi les citations applicables de près ou de loin à mon travail de banquier, celle que je préférais. Je n'ai pas choisi le fameux vers de *Hamlet* —

> Ne prête ni n'emprunte*

— un bon conseil, certes, mais qu'un banquier doit se garder de propager. J'ai envoyé à cette publication deux des premiers vers d'un long poème philosophique de Robert Bridges, écrit à peu près à l'époque où Per Jacobsson commençait sa carrière :

> Notre stabilité n'est qu'équilibre, et la sagesse consiste
> à administrer judicieusement l'imprévu.

Voilà, exprimée avec concision poétique, l'essence même du problème. L'idée selon laquelle, dans les affaires humaines, la stabilité ne consiste pas à se tenir debout sur un rocher immobile mais à parvenir à un équilibre, à un centre de gravité, à une harmonie, s'applique autant au monde des affaires qu'à la gestion économique et politique. Et c'est bien d'équilibre qu'il s'agit dans le deuxième vers aussi. L'imprévu se produira — sous forme de chocs, de crises, de tournants cycliques, de changements des tendances — et lorsqu'il se produit, il n'est pas question de s'avouer vaincu ou de s'en accommoder, mais de le gérer, et de le gérer judicieusement. Cet adverbe suppose une compétence technique mais il suppose aussi un sens de l'orientation. De sorte que l'équilibre à trouver se situe entre le sens de l'orientation et la capacité d'adaptation, en évitant les extrêmes que sont l'excès de planification, d'une part, et l'opportunisme et la gestion de la crise, de l'autre. Une fois encore, cela s'applique aussi bien à la gestion d'une entreprise qu'à la gestion d'une économie mixte, que ce soit au niveau national ou au niveau international. Nous devons être prêts à toute éventualité, mais il est bon que nous sachions où nous allons.

* * * * *

M. MARTIN : Nous pouvons maintenant passer aux questions.

**Note de la rédaction* : Traduction d'André Gide.

Questions et réponses

Après son exposé formel, Sir Jeremy a répondu aux questions de l'auditoire.

Peut-on résoudre le problème du dollar tout en évitant une certaine compression de la demande aux Etats-Unis?

Je serais tout à fait d'accord avec la proposition inverse, à savoir qu'en l'absence d'une maîtrise raisonnable de la demande, il va de soi qu'il est impossible de résoudre ce problème. Il est clair qu'il est nécessaire avant tout de procéder à un certain réajustement du dosage des politiques budgétaires et monétaires, de réduire quelque peu le déficit budgétaire et de maintenir les taux d'intérêt à un niveau raisonnablement faible. Est-ce que, globalement, tout cela doit se solder par une déflation, je n'en sais rien. Je pense que, théoriquement, la conjugaison de ces facteurs devrait avoir un certain impact déflationniste, mais il est un peu difficile de le dire dans le cas d'une économie qui s'est développée à un rythme aussi rapide et qui, maintenant, est revenue temporairement à un niveau de croissance de l'ordre de 2 à 3 %. Un ralentissement considérable de la croissance a, en quelque sorte, déjà eu lieu.

Je répéterai donc ce que j'ai dit dans mon exposé, à savoir que la déclaration des pays du Groupe des cinq annonçant leur souhait de voir baisser le dollar a été très efficace puisqu'elle a eu un impact de 5, 10 ou 15 % sur diverses monnaies dans le monde. Maintenant, ce que nous attendons tous, et le marché en particulier, c'est la mise en oeuvre de politiques budgétaires et monétaires qui soient en cohérence avec cette déclaration. Dans le cas des Etats-Unis, il pourrait s'agir des mesures que je viens de mentionner, mais il va de soi que cela ne concerne pas seulement les Etats-Unis. Il est très important que les autres membres du groupe des Cinq mènent eux aussi des actions cohérentes.

On pense en particulier à la nécessité d'augmenter la croissance intérieure au Japon et en Allemagne, deux pays où je me suis précisément rendu au cours des deux semaines passées. J'ai été encouragé de constater qu'en Allemagne, on s'attendait à une augmentation de la consommation et de l'investissement intérieurs qui devrait permettre de compenser toute baisse des exportations se produisant avec le redressement de la position extérieure des Etats-Unis. Au Japon, par contre, bien que l'on reconnaisse

en général cette nécessité et qu'il existe une volonté certaine d'agir dans ce sens, on se demande aussi si cette action aurait une réelle portée.

Ces pays sont les principaux acteurs, mais mon propre pays et beaucoup d'autres ont aussi un rôle à jouer. Il s'agit d'un travail de coopération, mais c'est principalement aux Etats-Unis que doit se dérouler l'action.

Pouvez-vous préciser votre pensée au sujet du contrecoup éventuel dont vous avez parlé?

Le contrecoup que l'on pourrait craindre, comme je l'ai dit, pourrait fort bien être le produit des ingrédients de la situation actuelle généreusement assaisonnés de protectionnisme et de défauts de paiement. J'aurais peut-être dû ajouter un nouveau ralentissement de la reprise économique, de sorte que tous ces éléments se combineraient pour former une spirale récessionniste qui, comme je l'ai dit, pourrait être aussi profonde que celle de 1982. Selon un scénario envisagé par beaucoup et que les pessimistes prévoient depuis un certain temps déjà, nous aurions besoin de deux grands chocs déflationnistes pour extirper l'inflation du système. Pour ma part, je pense que c'est une possibilité que nous ne pouvons écarter à l'heure actuelle, et je suis vraiment encouragé de voir qu'au moment même où se tient cette assemblée, un certain nombre d'actions positives sont engagées, et une réflexion constructive a lieu, en vue d'éviter ce danger.

Le premier sujet de préoccupation qui motive ces actions positives est, bien sûr, la menace protectionniste aux Etats-Unis. Mais quelles que soient les raisons qui poussent à agir, elles reflètent un problème plus large, et il est très encourageant de constater que le nouveau secrétaire au Trésor des Etats-Unis adopte une attitude positive en ce qui concerne plusieurs de ces problèmes connexes.

Pour reprendre une métaphore courante, nous avons à choisir entre un atterrissage en douceur et un atterrissage en catastrophe dans un monde non inflationniste, tout au moins dans les principaux pays. L'atterrissage en douceur consisterait à continuer sur notre lancée et à réduire encore l'inflation — qui a déjà été ramenée à 5 % — en évitant un nouveau choc de cette nature. En revanche, un atterrissage en catastrophe impliquerait un tel choc, et les mesures nécessaires pour l'éviter sont celles que j'ai mentionnées vers la fin de mon exposé : le maintien de la croissance (ce qui implique la nécessité pour les pays autres que les Etats-Unis de soutenir leur taux de croissance), la réduction du protectionnisme, sous tous ces aspects, la stabilisation des taux de change, et la correction progressive des grands déséquilibres — même si elle aurait dû avoir lieu depuis longtemps déjà —, en particulier le déficit extérieur courant et le déficit budgétaire structurel des Etats-Unis.

Je crois que nous pouvons y parvenir, mais on ne peut écarter la possibilité d'un deuxième choc si nous manquons notre coup.

Vous semblez vouloir dire que les grandes puissances devraient coordonner les rythmes de croissance de leurs masses monétaires. Pensez-vous que cela soit vraiment plausible, en particulier de la part des Etats-Unis?

Je ne pense pas que nous puissions vraiment nous attendre à une coordination étroite. Mais si par coordination des rythmes de croissance des masses monétaires, on entend une coordination plus générale, propre à assurer une plus grande uniformité des taux d'inflation dans le monde, je pense que, d'une manière ou d'une autre, cette coordination s'est déjà concrétisée. Le fait que l'on ait réussi à ramener l'inflation des taux records à deux chiffres - qu'elle a atteints à deux reprises — en fait, de 12 % environ dans les deux cas — à son niveau actuel, montre qu'il existe une certaine capacité d'agir de concert, mais la coordination n'a pas été totale; elle a été très fragmentaire par endroit, certains ont pris l'initiative, d'autres ont suivi.

Le chômage n'est-il pas un problème majeur?

Certainement; et si je ne l'ai mentionné que brièvement à plusieurs reprises, je l'ai néanmoins inclus dans ma liste des principaux problèmes auxquels nous nous heurtons, en particulier en Europe, où les économies arrivées à maturité tendent vers une croissance faible.

Il faut d'abord considérer ce problème du point de vue politique, c'est-à-dire se demander s'il faut s'attendre à ce que le chômage entraîne un changement radical d'opinion, qui, en entraînant un retour à des politiques de nature tout à fait différente, nous ramènerait à des taux d'inflation à deux chiffres. Je pense que très peu d'entre nous sont de cet avis. Même en Europe, on ne considère pas, dans l'ensemble, que ce soit là une façon de réduire le chômage. Par ailleurs, on se rend compte en général qu'il se produit en même temps les changements technologiques que j'ai décrits et que ceux-ci ne sont pas étrangers à la question du chômage; il existe une sorte d'optimisme sous-jacent selon lequel, lorsque ces changements technologiques auront eu lieu, non seulement les structures de travail seront plus confortables, mais davantage d'emplois seront aussi créés, d'une manière ou d'une autre, sans que l'on puisse prévoir comment à l'heure actuelle. Entre-temps, le chômage sera une entrave à la croissance, de la même manière que les problèmes des pays endettés, tant qu'ils ne sont pas résolus, sont une entrave à la croissance. Et à mes yeux, tout cela nous ramène en quelque sorte au problème de l'élimination de l'inflation dans les principaux pays.

Mais il va de soi que si nous nous embourbons dans ce que j'ai appelé les terres inexplorées, au niveau de ce refuge à mi-chemin, où la crainte de l'inflation n'a pas complètement disparu, où nous réussissons à la faire diminuer dans la plupart des pays, mais où nous devons encore payer ce que j'ai appelé le coût économique de la lutte contre une réaccélération de la hausse des prix, alors le chômage fera inévitablement partie de ce coût.

Et il est certain qu'une partie de l'actuelle génération sera marquée par cette expérience, tout comme en Europe une partie d'une génération a été perdue dans la première guerre mondiale, et cela est désormais inéluctable; c'est l'un des désastres de notre époque qui ne peut plus être évité.

Pour ma part, si j'en juge par ce qui se passe en Grande-Bretagne, je pense qu'il faut s'attaquer au problème du chômage en commençant au niveau local, sur une petite échelle. J'ai évoqué tout à l'heure la coopération qui s'exerce entre l'Etat et le secteur privé en vue de relancer les activités des entreprises locales, coopération que j'admire et dont je me félicite en Grande-Bretagne. Quatre-vingt quinze pour cent des barrières politiques et des obstacles traditionnels sont balayés dans ce type d'effort et, là où il réussit, c'est en s'appuyant sur des initiatives locales. Une certaine aide est fournie par le "centre" — qu'il s'agisse d'une grande entreprise ou de l'Etat —, sous forme de personnel, de temps et d'argent, mais il importe que l'effort ait lieu au niveau local.

Et enfin, dans chacun de nos pays, il existe une économie grise, encore appelée économie noire, tout à fait florissante, et dont il est difficile de mesurer l'ampleur. Je ne suis pas économiste de formation et j'étais d'avis, autrefois, qu'il s'agissait en quelque sorte là d'un type de production inférieure et que, dans la mesure où elle suppose une fraude fiscale délibérée, elle était moralement inférieure. Mais je ne pense pas qu'à d'autres égards elle soit inférieure et, il y a quelque temps, quelqu'un a attiré mon attention sur une chose très évidente, à laquelle j'aurais dû penser, à savoir qu'au sein de l'économie, une quantité énorme de travail, qui s'effectue le plus souvent à domicile, n'est jamais comptabilisée comme travail productif. De ce fait, nos différents calculs sont plutôt artificiels et le travail qui s'effectue dans l'économie grise fait partie de la réponse au problème du chômage.

Comment pourra-t-on résorber l'énorme déficit extérieur courant des Etats-Unis sans provoquer une dépression?

Je suis d'accord avec vous, les chiffres sont énormes. Ils sont très, très élevés. Il est certain que nous nous dirigeons vers une nouvelle situation où, tant que le déficit ne sera pas résorbé, les Etats-Unis deviendront inévitablement, même en suivant le scénario le plus optimiste, un très gros débiteur net, de sorte qu'il ne s'agira plus d'un problème de dollars détenus à l'extérieur en contrepartie d'un important excédent d'investissements en capital des Etats-Unis. Etant donné que l'on ne s'en est pas occupé pendant si longtemps, la résorption du déficit représente déjà en elle-même une tâche très lourde, et à cela s'ajoute le problème de la répartition de sa contrepartie entre les autres pays, comme je l'ai indiqué dans mon exposé.

Personnellement, je ne vois pas vraiment comment tout cela se terminera, peut-être parce que nous n'avons pas connu d'expérience

analogue dans le passé — à moins que quelque historien de l'économie puisse trouver un parallèle en remontant davantage dans le temps. De par mes activités, j'ai été étroitement associé à la disparition de la zone sterling mais, à l'époque, il existait une autre monnaie de réserve plus importante vers laquelle pouvaient se tourner les gens qui se défaisaient de leurs avoirs en livres sterling; d'autre part, avec l'aide des accords sur les balances sterling et de divers autres dispositifs, nous nous en sommes tirés sans trop de heurts. Mais, à l'heure actuelle, il n'existe aucune issue de ce type en ce qui concerne la situation du dollar, et l'on n'a pas d'idée très précise de ce qui pourrait constituer un niveau d'endettement tolérable pour les Etats-Unis. Tout ce que l'on sait, c'est que, pour le moment, il augmente trop vite et qu'il faut inverser cette tendance.

Vous dites que cela engendrera inévitablement une dépression et, d'instinct, on reconnaît avec vous que toute perte de confiance dans le dollar, avec les incertitudes que créerait ce genre de perturbation sur une si grande échelle, porterait vraisemblablement atteinte à la croissance économique mondiale.

Donc, d'instinct, je suis de votre avis; mais je serais bien en peine de définir exactement la façon dont va s'opérer la résorption du déficit, ou la forme que prendra le désastre si des mesures correctives ne sont pas adoptées assez rapidement. Il s'agit, comme je l'ai dit, d'un très gros problème, que l'on commence seulement à traiter. Je suis donc de votre avis, sans pour autant être capable de décrire précisément l'holocauste, ou l'apocalypse, quel que soit le nom que vous voulez donner à cet événement.

Je crois que nous devrions penser à conclure, si nous voulons pouvoir prendre un rafraîchissement et nous reposer un peu. Je répondrai à une dernière question, si vous le voulez bien.

Oui, vous, Monsieur.

Merci, c'est une très bonne question. Je vais la répéter pour ceux d'entre vous qui ne l'auraient pas entendue. On me dit que j'ai établi une comparaison — ce qui est vrai — entre les nouveaux swaps et le marché de l'eurodollar, en les décrivant tous les deux comme des innovations qui semblent être une simple "astuce" mais qui, en réalité, modifient l'ensemble du marché; et on me pose la question suivante : *Les nouveaux swaps permettront-ils d'accroître l'accès des pays en développement au marché international des capitaux comme l'a fait le développement du marché de l'eurodollar et, de façon plus générale, entraîneront-ils une augmentation des flux de capitaux dans le monde comme l'a fait le marché de l'eurodollar?*

Pour ce qui est de la question d'ordre général, qui est de savoir si cela entraînera une augmentation des flux et des mouvements de capitaux sur le marché, absolument, c'est sans aucun doute déjà le cas. Ce que j'ai essayé de montrer dans mon exposé, c'est que, évidemment, cela suppose

certains risques, et j'ai évoqué le fait que les opérateurs inventent des techniques, le fait que les organes de direction essaient de suivre ces inventions, le fait que les organismes de réglementation se laissent un peu dépasser, et ainsi de suite. Et le swap est un exemple parfait à cet égard. En ce qui concerne, notamment, une opération complexe de swap, qui peut supposer quatre ou cinq transformations, je ne pense pas que quiconque ait réussi jusqu'à présent à trouver une formule arithmétique simple permettant de répartir entre toutes les parties intéressées les différents risques de crédit et d'asymétrie que ce genre d'opération comporte.

Par conséquent, tout comme le marché de l'eurodollar, les nouveaux swaps entraîneront une augmentation du volume des flux de capitaux, mais je crois que ceux qui utilisent le marché doivent s'efforcer au maximum de savoir ce qu'ils font et le faire de façon raisonnable.

La deuxième partie de la question est plus complexe. Ces nouveaux instruments seront-ils utiles pour les pays en développement? J'ai dit, dans mon exposé, que, jusqu'à présent, cela n'a pas été le cas. Ce que je veux dire, c'est que, pour le moment, ces dispositifs sont en grande partie utilisés dans le monde développé. Il se pourrait que cela n'ait rien à voir avec la nature des instruments en cause, mais que cela s'explique simplement par l'aversion dont témoignent actuellement les pays développés à l'égard des risques dans les pays en développement. Je pencherais plutôt pour cette deuxième explication. A priori, je ne vois absolument aucune raison pour que les pays en développement n'aient pas accès à un nouvel instrument de qualité, qui permet d'unifier le marché de façon remarquable.

Je vous remercie beaucoup de votre attention. Nous sommes ainsi arrivés à la fin des questions et réponses, et Monsieur Kim, Président de la Fédération des banques de Corée, va conclure notre réunion.

Remarques de clôture

Joon Sung Kim

Sir Jeremy, chers invités, Mesdames et Messieurs, cela a été un très grand honneur pour la Fédération des banques de Corée de vous accueillir aujourd'hui pour la conférence Per Jacobsson, et un très grand honneur pour la Corée de recevoir les participants aux réunions de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international, auxquelles est associée cette conférence.

Depuis 1964, les conférences Per Jacobsson, en donnant la parole aux experts, prêtent une dimension tout à fait particulière à cette assemblée annuelle des responsables monétaires et financiers du monde et illustrent ainsi la philosophie coréenne *sirhak* selon laquelle "pour trouver la vérité, recherche des faits".

Aujourd'hui, on nous a présenté des faits convaincants qui mettent en lumière la direction prise par l'économie mondiale, les perspectives du système monétaire international et celles des marchés financiers et de la banque dans le monde. Nous ne pouvons qu'être reconnaissants à notre orateur d'avoir bien voulu nous faire partager ces idées essentielles, qui témoignent d'un travail considérable de recherche et d'analyse.

De fait, si je peux me permettre d'adopter pour quelques instants une perspective particulièrement chauvine, du point de vue de la Corée, l'avenir recèle non seulement des occasions que nous n'aurions pu concevoir il y a très peu de temps encore, mais aussi des risques de catastrophe pour peu que les responsables chargés d'assurer la prospérité dans le monde mettent en oeuvre des politiques imprudentes. Les avantages que peuvent procurer le libre-échange et l'industrialisation ne se concrétiseront que dans un environnement favorable de stabilité financière. Les banques de Corée joueront leur rôle, aussi modeste soit-il, pour contribuer à l'établissement d'un système monétaire international sain.

Bienvenue, donc, en Corée et bienvenue au Centre culturel Sejong. Merci du temps que vous avez consacré à nous faire part de vos enrichissantes réflexions.

A l'issue de cette réunion, notre Fédération offrira une réception dans le Sejong Hall, à côté de cette salle. J'espère que chacun d'entre vous nous fera l'honneur de sa présence.

Je vous remercie.

William McChesney Martin

Nous remercions tous Sir Jeremy de son stimulant exposé; nous avons également entendu Monsieur Choi, Gouverneur de la Banque de Corée, et nous avons reçu un accueil très chaleureux de M. Kim qui, comme vous le savez, a aussi été Vice-Premier ministre et Ministre de la planification économique.

Je pense que nous n'avons rien oublié mais, avant de conclure, je tiens à dire à nos hôtes coréens combien nous leur sommes reconnaissants d'avoir mis à notre disposition ces installations remarquables et d'avoir participé si pleinement et si activement à notre discussion. Un grand merci à vous, Monsieur le Gouverneur, et à vous, Monsieur Kim.

Je vous remercie tous d'être venus. Le moins que l'on puisse dire, c'est que nous avons maintenant matière à réflexion.

Notice biographique

Sir Jeremy Morse est né à Londres en 1928 et a fait ses études à Winchester et au New College d'Oxford. Après avoir quitté Oxford en 1953, il est entré chez Glyn, Mills & Co., société où il a reçu une formation bancaire et dont il est devenu membre du Conseil d'administration en 1964.

En octobre 1964, il est entré à la Banque d'Angleterre, où il a été Administrateur pour les affaires intérieures de janvier 1965 à juin 1966. De juillet 1966 à septembre 1972, il a été Administrateur chargé des affaires extérieures et Gouverneur suppléant du Fonds monétaire international pour le Royaume-Uni.

En septembre 1972, il a été désigné Président des Suppléants du Comité pour la réforme du système monétaire international et les questions connexes (Comité des Vingt) du Fonds monétaire international, poste qu'il a occupé pendant deux ans jusqu'à la dissolution du Comité en septembre 1974.

Il est entré au service de la Lloyds Bank en mai 1975 en tant que Vice-Président et en est devenu Président à la fin de mars 1977. En juin 1984, il est devenu Président de la British Bankers Association. Sir Jeremy est aussi Administrateur de la Legal and General Assurance Society, Ltd., de Imperial Chemical Industries, et du City Arts Trust.

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); éditions 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), éditions 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); édition 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); édition espagnole épuisée

1976 *Pourquoi les banques sont impopulaires* — Exposé de Guido Carli; commentaire de Milton Gilbert (Bâle); éditions 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 M. H. Johannes Witteveen (Washington)

1984 *Nationalisme économique et interdépendance internationale : les choix nationaux et leurs coûts pour l'économie mondiale* — Exposé de Peter G. Peterson (Washington)

1985 *Savons-nous où nous allons?* — Exposé de Sir Jeremy Morse (Séoul)

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.

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 *(République fédérale d'Allemagne)*
Roger Auboin *(France)*
Wilfrid Baumgartner *(France)*
S. Clark Beise *(Etats-Unis)*
B.M. Birla *(Inde)*
Rudolf Brinckmann *(République fédérale d'Allemagne)*
Lord Cobbold, P.C. *(Royaume-Uni)*
Miguel Cuaderno *(Philippines)*
R.v. Fieandt *(Finlande)*
Maurice Frère *(Belgique)*
E.C. Fussell *(Nouvelle-Zélande)*
Aly Gritly *(Egypte)*
Eugenio Gudin *(Brésil)*
Gottfried Haberler *(Etats-Unis)*
Viscount Harcourt, K.C.M.G., O.B.E. *(Royaume-Uni)*
Gabriel Hauge *(Etats-Unis)*
Carl Otto Henriques *(Danemark)*
M.W. Holtrop *(Pays-Bas)*
Shigeo Horie *(Japon)*
Clarence E. Hunter *(Etats-Unis)*
H.V.R. Iengar *(Inde)*
Kaoru Inouye *(Japon)*
Albert E. Janssen *(Belgique)*
Raffaele Mattioli *(Italie)*
J.J. McElligott *(Irlande)*
Johan Melander *(Norvège)*
Donato Menichella *(Italie)*
Emmanuel Monick *(France)*
Jean Monnet *(France)*
Walter Muller *(Chili)*
Juan Pardo Heeren *(Pérou)*
Federico Pinedo *(Argentine)*
Abdul Qadir *(Pakistan)*
Sven Raab *(Suède)*
David Rockefeller *(Etats-Unis)*
Lord Salter, P.C., G.B.E., K.C.B. *(Royaume-Uni)*
Pierre-Paul Schweitzer *(France)*
Samuel Schweizer *(Suisse)*
Allan Sproul *(Etats-Unis)*
Wilhelm Teufenstein *(Autriche)*
Graham Towers *(Canada)*
Joseph H. Willits *(Etats-Unis)*

Conseil d'administration

William McChesney Martin — *Président*

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

Bureau

Frank A. Southard, Jr. — *Président*
Albert S. Gerstein — *Vice-Président*
Gordon Williams — *Vice-Président*
Joseph W. Lang, Jr. — *Secrétaire*
G. Michael Fitzpatrick — *Trésorier*