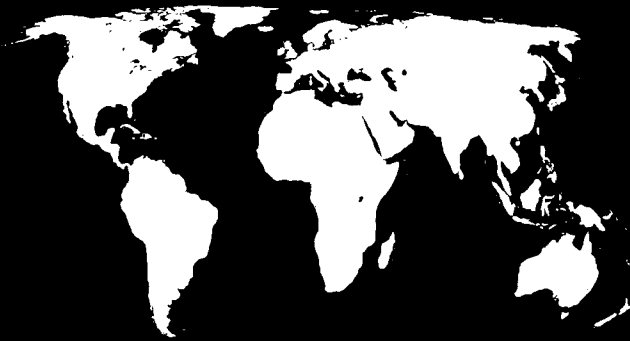


FONDATION PER JACOBSSON
CONFÉRENCE DE 1986



La mondialisation des opérations financières



Yusuke Kashiwagi

Théâtre Dorothy Betts Marvin
Université George Washington
Washington
Dimanche 28 septembre 1986

FONDATION PER JACOBSSON
CONFÉRENCE DE 1986

La mondialisation des opérations financières

Yusuke Kashiwagi

Washington

ISSN 0252-3086

Avant-propos

La conférence Per Jacobsson 1986, intitulée "La mondialisation des opérations financières", a été prononcée par M. Yusuke Kashiwagi au Théâtre Dorothy Betts Marvin de l'université George Washington, à Washington, le dimanche 28 septembre 1986. M. Kashiwagi est président du Conseil d'administration de la Bank of Tokyo.

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.

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

	<i>Page</i>
AVANT-PROPOS.....	iii
OBSERVATIONS LIMINAIRES	
William McChesney Martin	1
LA MONDIALISATION DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES	
Yusuke Kashiwagi	2
QUESTIONS ET RÉPONSES	
Yusuke Kashiwagi	16
Frank A. Southard, Jr.	19
NOTICE BIOGRAPHIQUE.....	20
LA FONDATION PER JACOBSSON : FONDATEURS,	
CONSEIL D'ADMINISTRATION ET BUREAU.....	21
LES CONFÉRENCES PER JACOBSSON	22

Observations liminaires

William McChesney Martin

Pour moi, les conférences Per Jacobsson comptent au nombre des événements les plus agréables de l'année. Voici déjà un certain temps qu'avec le concours de Frank Southard, Président de notre Fondation, j'organise ces réunions et je présente le conférencier. Aujourd'hui encore, c'est avec beaucoup de joie que je le fais.

Ces conférences nous permettent de retrouver de vieilles connaissances et d'anciens collègues. Nous nous sommes toujours efforcés de perpétuer l'esprit de continuité de la Fondation et je crois pouvoir dire que nous avons réussi dans cette entreprise.

Nous pouvons vraiment nous féliciter d'avoir aujourd'hui pour orateur Yusuke Kashiwagi. Je le connais depuis longtemps et il compte parmi les membres les plus éminents de la communauté financière. Nous sommes donc très heureux que ce soit à lui qu'il revient de prononcer la conférence Per Jacobsson 1986.

En examinant à la lumière de l'évolution de l'économie le compte rendu des réunions précédentes, j'ai constaté que les thèmes des conférences ont toujours été le reflet de grandes questions économiques et monétaires : la conférence de ce jour n'y fera pas exception. Je me souviens qu'à la première conférence Per Jacobsson à laquelle j'ai participé il était à peine question des taux de change, mais nous avions tous parfaitement conscience qu'ils étaient appelés à revêtir une importance cruciale. Ce que nous vivons actuellement, comme les déclarations de James A. Baker III, Secrétaire au Trésor des Etats-Unis, nous montre à l'évidence que ce temps est arrivé. Suivant notre tradition, le thème de la conférence d'aujourd'hui est lié aux événements du moment. Le processus de mondialisation des opérations financières est de nos jours un sujet de préoccupation primordial et nous sommes heureux que Yusuke Kashiwagi soit ici pour nous en parler. J'ai maintenant le plaisir de lui donner la parole.

La mondialisation des opérations financières

Yusuke Kashiwagi

Monsieur le Président, chers invités, Mesdames et Messieurs, c'est pour moi un grand honneur mais aussi une lourde responsabilité que d'être chargé de prononcer la conférence Per Jacobsson 1986.

Permettez-moi tout d'abord de rendre respectueusement hommage à Per Jacobsson. J'ai eu, à plusieurs reprises, le privilège de rencontrer cette grande figure de la scène financière internationale. Je me souviens, en particulier, des premières réunions du Groupe des Dix organisées dans le cadre des Accords généraux d'emprunt qu'il avait conçus pour renforcer le Fonds monétaire international et le système monétaire international. Vous comprendrez dès lors que c'est pour moi une profonde satisfaction que d'avoir l'honneur de vous faire part de quelques réflexions personnelles sur cette importante évolution des relations financières internationales.

Introduction

Voici un an environ que l'économie mondiale connaît des ajustements considérables provoqués par l'affaiblissement du dollar E.U., la décrue des taux d'intérêt et la baisse des prix pétroliers. Jusqu'ici, ces ajustements n'ont pas encore eu d'effets favorables sur la croissance de l'économie mondiale. Ils ont, au contraire, suscité une sorte de jeu monétaire n'ayant guère de rapport avec l'économie réelle et dans lequel les liquidités employées parcourent le monde en quête des placements offrant les taux de rendement les plus élevés possibles.

Si ces liquidités excédentaires continuent d'alimenter principalement ces jeux monétaires au lieu de financer des investissements propres à créer des biens réels, on peut craindre que les activités productives ne marquent le pas à l'échelle mondiale, qu'un vent de dissensions commerciales ne souffle sur le monde et que les pays en développement débiteurs ne soient écrasés sous le poids de plus en plus lourd de leur dette. De plus, il se pourrait que la confiance dans le dollar E.U. finisse par être ébranlée et que le système commercial et financier mondial soit sérieusement menacé.

Si une telle quantité de capitaux excédentaires erre de par le monde, c'est, à mon sens, pour deux raisons. Il y a tout d'abord le décalage temporel entre le moment où la baisse des coûts permet de dégager des fonds disponibles et le moment où ceux-ci s'investissent en biens réels. S'il en est ainsi, c'est parce qu'il n'existe pas de projets d'investissement établis à l'avance pour mettre à profit des situations favorables résultant de façon inattendue de facteurs extérieurs. En l'occurrence, la nature de ces disponibilités est différente de celle des excédents accumulés à la suite des efforts que les chefs d'entreprise ont faits pour comprimer leurs coûts de production, ou de leur décision de relever les prix. Il y a en second lieu l'apparition du phénomène qu'on peut qualifier de mondialisation financière. J'utilise le terme de *mondialisation financière* pour désigner le phénomène qui révolutionne actuellement les structures financières mondiales et qui est en train de créer toute une gamme d'emplois possibles pour les liquidités excédentaires.

La révolution déclenchée par la baisse actuelle des coûts devrait finalement ranimer la croissance de l'économie mondiale. Mais, avant qu'il n'en soit ainsi, nous devons attendre patiemment que les entreprises élaborent des projets d'investissement rationnels. Pendant cette période, il appartiendra aux gouvernements de mettre en oeuvre des mesures aussi expansionnistes que le permettront les contraintes monétaires et budgétaires du moment. Contrairement à ce que pensent certains, la mondialisation financière n'est pas un phénomène malsain dont il convient de limiter l'expansion. Il faut encourager son développement et lui imprimer une orientation propre à stimuler la croissance des investissements à l'échelle de la planète.

Je tenterai aujourd'hui de rendre compte des changements qui se produisent sur le marché de Tokyo du fait de la mondialisation des opérations financières. J'essaierai aussi de déterminer le type de système monétaire international qui conviendrait le mieux à ce nouveau phénomène.

Permettez-moi d'abord de vous donner mon opinion personnelle sur le processus de mondialisation financière en soi.

La mondialisation des opérations financières

La mondialisation financière ou, si l'on préfère, la *mondialisation des marchés financiers*, est le terme adéquat pour rendre compte de la direction prise par les mutations révolutionnaires qui se produisent actuellement sur les marchés financiers mondiaux. La nature de ces changements n'a pas encore été déterminée avec précision à tous les points de vue. Dans son acception la plus étroite, la mondialisation financière correspond à l'*internationalisation*, à l'échelle du monde, des opérations financières. Dans une autre acception, ce terme recouvre à la

fois la "titrisation" (*securitization*), c'est-à-dire le processus de suppression des cloisons entre les banques commerciales et les firmes de courtage, et l'*innovation*, c'est-à-dire la création d'instruments nouveaux qui s'ajoutent à la gamme des services qu'offrent traditionnellement les marchés financiers.

Il me semble donc que le concept de mondialisation financière comporte trois éléments : l'internationalisation, la titrisation et l'innovation, dans lesquels on retrouve une tendance commune à l'*intégration*. Lentement, mais sûrement, le processus d'internationalisation a pour effet d'intégrer les différents marchés financiers mondiaux en un marché global qui fonctionne 24 heures sur 24. Je reviendrai tout à l'heure sur ce point.

La titrisation présente un certain nombre d'aspects. Pour l'essentiel, il s'agit d'un processus de désintermédiation par lequel les entreprises choisissent d'émettre des titres négociables pour lever des fonds au lieu de solliciter des crédits auprès des banques. Ces dernières ne peuvent se permettre d'ignorer ce phénomène, car il empiète sur leur domaine d'activités traditionnel. Pour s'adapter à la nouvelle situation, beaucoup de banques créent leur propre service de courtage ou s'associent avec des firmes dont c'est l'activité principale. Il en résulte une intégration de plus en plus poussée des marchés monétaires et financiers à l'échelle du monde. Je dois toutefois ajouter que le processus de titrisation se heurte à des difficultés particulières aux Etats-Unis et au Japon, du fait que dans ces deux pays des dispositions légales maintiennent le cloisonnement des opérations bancaires et des opérations sur titres.

En ce qui concerne l'innovation, troisième élément de la mondialisation financière, on retiendra, parmi les nouveaux instruments apparus récemment, les facilités d'émission d'effets, les options et swaps de taux d'intérêt et de monnaies et les contrats à terme sur produits financiers. Ces nouvelles techniques de financement établissent des liens entre les produits financiers traditionnels qui se traitaient jusqu'à présent sur des marchés distincts. Aujourd'hui, ces marchés s'intègrent par le moyen d'éléments financiers tels que monnaies, taux d'intérêt et échéances. Prenons, par exemple, le développement de l'usage des swaps de taux d'intérêt. Cette évolution tend à faire converger les taux d'intérêt pratiqués sur des marchés jusqu'ici isolés les uns des autres par des barrières telles que les différences entre taux de retenues à la source et entre systèmes de réglementation financière.

L'intégration est donc une caractéristique essentielle de la tendance à la mondialisation financière. A mesure qu'elle se poursuit, elle a pour effet de supprimer progressivement les cloisons entre les divers marchés qui tiennent à la nationalité, au type d'instrument ou à des distinctions d'ordre sectoriel ou institutionnel. Les participants à tous les marchés sont ainsi exposés en permanence aux turbulences de la concurrence internationale.

Il est à prévoir que l'économie réelle bénéficiera de l'élargissement et de l'approfondissement des marchés financiers mondiaux ainsi que de la baisse de coût des services financiers. Mais elle pourrait aussi subir certains effets défavorables. Il n'est pas impossible que l'intensification de la concurrence cause dans le mécanisme de fixation des prix par le marché des distorsions qui pourraient se répercuter sur le niveau des taux d'intérêt et des taux de change; un usage abusif des innovations risque de provoquer une concurrence déloyale et, enfin, on peut craindre que les faillites d'institutions financières prennent des proportions dangereuses.

C'est au début des années 80 que le processus de mondialisation financière a vraiment pris de l'importance. La première impulsion lui avait été donnée par l'instabilité croissante des taux d'intérêt des avoirs en dollars et du taux de change du dollar. A compter de 1979 environ, en raison des amples fluctuations de ces taux, nombre de ceux qui détenaient des dollars parce qu'ils participaient aux échanges commerciaux ou à des opérations financières internationales ont été obligés de se couvrir à terme. L'internationalisation, la "titrisation" et l'innovation se sont révélées précieuses à cet égard, chacune permettant d'élargir la gamme des possibilités de couverture à terme des positions en dollars.

Un second élément a été la rapidité avec laquelle les pays se sont adaptés à la nouvelle situation en assouplissant le contrôle des changes, les réglementations des taux d'intérêt, les restrictions visant l'admission d'institutions financières étrangères ainsi que les obstacles d'ordre fiscal. La déréglementation ne s'est, toutefois, pas opérée à sens unique, car l'approche adoptée par les gouvernements — "on démolit et on reconstruit" — comportait la mise en place de règles nouvelles pour faire face à la situation nouvelle. Il n'empêche que, globalement, la réglementation a perdu de sa sévérité. La mondialisation financière et la déréglementation sont deux processus qui se renforcent mutuellement. La déréglementation favorise la mondialisation financière tandis que l'environnement créé par la mondialisation financière contraint les gouvernements à assouplir les règles. Les pays qui continuent de soumettre les transactions financières à des restrictions inutiles risquent de compromettre leur compétitivité extérieure.

Un troisième facteur qui a contribué à la mondialisation financière est le développement prodigieux des télécommunications à l'échelle mondiale et la propagation de la technologie informatique. Les ordinateurs et les systèmes de télécommunications permettent de traiter le volume énorme des transactions complexes et diverses qui découlent de la mondialisation financière à un coût par ailleurs nettement moins élevé. Le phénomène de "l'institutionnalisation", c'est-à-dire la concentration croissante des liquidités mondiales en quête de placement entre les mains des investisseurs institutionnels, a aussi accéléré la mondialisation financière. Parmi les

autres facteurs à mentionner, on peut citer la crise de l'endettement qui a éclaté en 1982 dans les pays en développement ainsi que le changement d'orientation des courants financiers internationaux sous l'effet de la baisse des prix pétroliers en 1984-86.

Tels sont les facteurs immédiats qui ont favorisé la mondialisation des opérations financières. Peut-être me faut-il ajouter un facteur général plus fondamental. Je pense à l'interdépendance économique croissante des pays du monde entier, processus qui n'a cessé de s'affirmer depuis la deuxième guerre mondiale. Le rapport entre le commerce mondial et le produit national brut mondial (PNB) donne une indication du degré de cette interdépendance. Le professeur Lester Thurow estime que ce rapport est passé de 12 % en 1962 à 22 % en 1984. A mesure que les économies des divers pays du monde devenaient de plus en plus tributaires des échanges, l'intégration suscitée par les liens commerciaux s'est renforcée. Bien évidemment, cette tendance à l'interdépendance à l'échelle mondiale ne se limite aucunement aux relations commerciales. Dans d'autres domaines aussi, on a pu observer ce processus : c'est notamment le cas pour les investissements directs, ainsi qu'en témoignent les activités des sociétés multinationales, et pour les transactions financières internationales.

L'interdépendance économique croissante au niveau mondial semble être une tendance non seulement irréversible, mais qui, en outre, s'entretient d'elle-même. La même remarque s'applique à la mondialisation des opérations financières qui est en fait un élément particulier du phénomène général.

Internationalisation

L'internationalisation est l'élément essentiel des diverses composantes du processus de mondialisation financière. En matière financière, le processus d'internationalisation est celui par lequel les grands marchés nationaux s'intègrent en un marché mondial unique qui transcende à la fois les notions de distance et de temps pour fonctionner 24 heures sur 24. L'internationalisation des marchés financiers a vraiment pris de l'importance lorsque, au milieu des années 70, les pays exportateurs de pétrole ont investi sur le marché de l'eurodollar une grande partie de leurs énormes excédents en monnaies étrangères. De leur côté, les pays importateurs de pétrole qui accusaient d'importants déficits au titre de leurs transactions courantes les finançaient en empruntant sur ce même marché. Cette double évolution en a renforcé les bases, accru les dimensions et élargi la gamme de ses participants.

Toutefois, à compter des années 80, des flux financiers considérables ont commencé à s'établir entre les grands marchés nationaux sans passer par le marché de l'eurodollar. C'était là le résultat des modifications intervenues dans la position de la balance des paiements des principaux

pays industrialisés, comme en témoignent l'aggravation spectaculaire du déficit des transactions courantes des Etats-Unis et les énormes excédents courants du Japon et de la République fédérale d'Allemagne. Cette augmentation soudaine de l'interdépendance financière des principaux pays développés a encore accéléré l'internationalisation des marchés financiers.

Ce processus d'internationalisation a ainsi pris deux formes bien distinctes. La première réside dans l'expansion du marché de l'eurodollar, tant du point de vue du volume des fonds qui s'y traitent qu'en ce qui concerne son extension géographique. Ce marché, dont le centre était à Londres, a établi dans les années 70 des antennes dans des pays aussi lointains que Singapour, Hong Kong, les Caraïbes et Bahreïn. En 1981, il a pris pied aux Etats-Unis avec les agences bancaires internationales, et l'on prévoit que dès décembre 1986 un marché extraterritorial sera installé au Japon.

La deuxième forme que prend l'internationalisation financière réside dans la libéralisation qui ouvre vers l'extérieur les grands marchés nationaux, en particulier ceux du Japon, du Royaume-Uni et de la République fédérale d'Allemagne; ce phénomène a donné lieu à un accroissement du volume des transactions directes entre ces marchés et les marchés d'autres pays. Cette tendance a, par ailleurs, encouragé les institutions financières qui gèrent ces fonds à s'implanter dans les pays avec lesquels elles effectuent des opérations.

Vu sous l'angle historique, le processus d'internationalisation du marché financier s'est déroulé de façon très différente à Londres et à New York. Depuis les années 50, la croissance du marché de Londres a été centrée sur le marché de l'eurodollar de cette place. L'utilisation, non pas de la livre sterling, mais de monnaies étrangères, et en particulier du dollar E.U. est une caractéristique unique de ce marché. S'il en fut ainsi, c'est grâce à l'étonnante faculté d'adaptation de la cité de Londres aux opérations complexes qu'elle permet de réaliser ainsi qu'à la souplesse des mesures adoptées par les autorités britanniques. La grande réorganisation de la bourse des valeurs de Londres, le "Big Bang", est maintenant en cours dans la cité. Cette révolution financière a pour objectif de supprimer toutes les cloisons séparant les opérations bancaires des opérations sur titres. Dans ces conditions, le marché de Londres bénéficiera de plus de liberté que celui de New York, qui reste soumis aux contraintes de la loi Glass-Steagall.

Sur le marché de New York, au contraire, la quasi-totalité des transactions s'effectuent en dollars E.U. New York est devenu à la fois le plus grand marché national et le plus grand marché international du monde. Au cours des années 80, deux grands changements ont eu une incidence sur le processus d'internationalisation du marché de New York. Le premier a été la mise en place d'agences bancaires internationales à la

fin de 1981. Ces agences, conçues dans le dessein de mieux concurrencer le marché de Londres, marquent un progrès révolutionnaire en ce sens qu'elles ont donné lieu à la création d'un marché de l'eurodollar sur le territoire même des Etats-Unis. Le second changement tient au rôle que le marché de New York joue depuis 1983 dans le financement de l'énorme déficit des transactions courantes américaines. Lorsqu'ils mettent au point des mesures de politique monétaire, les centres de décisions américains ne peuvent plus se permettre de n'envisager que l'évolution de la situation économique intérieure. Dans la conduite de la politique monétaire, il faut maintenant tenir compte de la situation financière que connaissent les autres pays, et cet élément a rendu plus étroits les liens entre le marché de New York et les marchés étrangers.

L'internationalisation du marché a donc connu une orientation fondamentalement différente à New York et à Londres. Le processus d'internationalisation du marché est sur le point de démarrer vraiment à Tokyo, et je prévois qu'il suivra l'exemple donné par New York. Tokyo deviendra donc un marché financier international dont les transactions s'effectueront surtout en monnaie nationale. Etant donné la rapidité avec laquelle la position des Etats-Unis est devenue débitrice, il est probable que le marché de Tokyo remplira des fonctions complétant celles du marché de New York, et le yen assumera sans aucun doute une partie du rôle actuellement joué par le dollar.

Le marché de Tokyo

L'internationalisation totale du marché de Tokyo remonte à l'adoption, vers la fin de 1980, de modifications profondes apportées à la loi sur le contrôle des changes en vue d'appliquer le principe de la liberté à toutes les transactions en capital. Le rythme de la libéralisation et de l'internationalisation des mécanismes financiers japonais s'est accéléré après la publication en mai 1984 d'un calendrier établi par les autorités japonaises en consultation avec les Etats-Unis. Depuis lors, le processus s'est poursuivi conformément à ce calendrier, certaines dispositions étant parfois mises en oeuvre plus tôt que prévu.

Au Japon, la libéralisation des entrées et des sorties de capitaux s'est amorcée dans les années 70. A cause de la lenteur du processus, on a eu tendance dans le monde à considérer dans un premier temps le marché de Tokyo comme un marché national quelconque qui maintenait le particularisme des mécanismes financiers. A cette époque, trois caractéristiques symbolisaient le retard dont souffrait le marché de Tokyo. Il y a certes été remédié dans une large mesure depuis mais elles valent la peine d'être signalées, car certains secteurs du marché en portent encore la trace. En premier lieu, le marché de Tokyo était isolé de la concurrence internationale par l'application de mesures de contrôle rigoureuses visant les entrées et les sorties de capitaux; deuxièmement, une réglementation

stricte visait à maintenir les taux d'intérêt à un niveau relativement bas; troisièmement, enfin, un cloisonnement rigide séparait les banques commerciales, les banques consentant des crédits à long terme, les banques de fiducie et les maisons de titres.

Pendant les toutes premières décennies qui ont suivi la guerre, l'économie japonaise a affiché un taux de croissance spectaculaire, aidée en cela par un système financier exceptionnel, extrêmement efficace compte tenu des circonstances de l'époque. Toutefois, dans les années 80, du fait des grands changements qui se sont produits dans l'environnement économique intérieur et extérieur, il est devenu indispensable de procéder à une refonte du système financier traditionnel.

Il fallait que le marché de Tokyo sorte de son isolement, car il était inacceptable, étant donné l'évolution rapide vers une situation d'interdépendance mondiale, qu'une puissance économique de cette dimension et de cette importance continue de verrouiller ses marchés financiers. Par ailleurs, à cause de l'émission par l'Etat d'un volume énorme d'obligations au lendemain des chocs pétroliers, il était devenu impossible de conserver la maîtrise des taux d'intérêt. Relativement au PNB, l'encours des obligations prenait des proportions considérables en même temps que le coût du service de la dette pesait d'un poids de plus en plus lourd dans le budget national. Devant cette grave détérioration de la situation budgétaire, le gouvernement a dû assortir les obligations publiques de taux correspondant à ceux du marché pour pouvoir placer la totalité des émissions nouvelles. Dans ces conditions, la levée progressive des mesures de contrôle des taux d'intérêt applicables aux autres instruments financiers était inévitable.

Quant à la troisième caractéristique du mécanisme traditionnel – le morcellement des activités financières en fonction du type d'opération –, les cloisons entre institutions ont été considérablement réduites. C'est ainsi que la distribution de crédits à long terme n'est plus le privilège d'un petit nombre de banques spécialisées dans ce genre d'opérations. Les banques commerciales et les maisons de titres sont autorisées jusqu'à un certain point à opérer dans le domaine les unes des autres. Mais cette possibilité de décroisonnement ne dépasse pas certaines bornes propres au système, car la notion d'opérations bancaires universelles reste limitée par la loi japonaise.

Comment Tokyo est-il devenu un centre financier international? Si l'on compare la dimension de ce marché à celle des autres grands marchés monétaires et financiers, sans toutefois prendre en compte les opérations en euromonnaies, on constate que le marché américain avec 7.100 milliards de dollars est le plus grand marché du monde, suivi du marché japonais (2.200 milliards) et du marché britannique (1.600 milliards). On obtient un classement différent si l'on prend comme critère le taux de croissance annuel moyen des marchés monétaires et financiers entre 1970

et 1985. Le Japon arrive alors en tête avec un taux de croissance de 18,3 %, suivi de la Grande-Bretagne (14,5 %) et des Etats-Unis (8,8 %). Ces chiffres montrent non seulement que le marché japonais a atteint d'ores et déjà une taille imposante, mais qu'en outre il progresse très vite. Il distance rapidement la Grande-Bretagne qui arrive maintenant en troisième position et il réduit l'écart qui le sépare des Etats-Unis. (A titre indicatif, l'euromarché sur la place de Londres représente quelque 500 milliards de dollars.)

Quelles sont les caractéristiques principales du marché de Tokyo? Pour les non-résidents, il s'agit davantage d'un marché où l'on peut lever des fonds que d'un marché où l'on place des capitaux. Cette tendance ressort clairement des statistiques de la balance des paiements du Japon. Au cours de la période de cinq ans commençant en 1981, c'est-à-dire immédiatement après la révision de la loi sur le contrôle des changes, les sorties nettes de capitaux japonais à long terme se sont élevées à 221 milliards de dollars E.U. En revanche, durant cette période, les entrées nettes de capitaux étrangers à long terme n'ont atteint au total que 65 milliards de dollars. Même si l'on ajoute à ce montant les 40 milliards de dollars représentant les entrées nettes de capitaux à court terme, les sorties de fonds restent supérieures aux entrées dans un rapport de deux à un. L'excédent des transactions courantes du Japon a permis de financer le déficit de 116 milliards de dollars ainsi accumulé au cours de cette période de cinq ans.

En d'autres termes, les exportations japonaises de biens et de services ont financé un peu plus de la moitié des fonds levés par des étrangers sur le marché de Tokyo, le solde étant couvert grâce au rôle de plaque tournante que joue le marché de Tokyo pour les liquidités internationales. Le marché de Tokyo se caractérise surtout par son aptitude à prêter à long terme les fonds qu'il emprunte à court terme. Comme il s'agit à un centre bancaire international, le marché de Tokyo a pu, en procédant de la sorte, financer largement 20 % des besoins de fonds des non-résidents.

La deuxième caractéristique du marché de Tokyo est le contraste entre, d'une part, le rythme régulier de l'internationalisation des transactions à long terme et, d'autre part, le retard notable avec lequel s'opère l'internationalisation des transactions à court terme. Ce déséquilibre ne s'explique pas par l'attitude des non-résidents vis-à-vis du marché de Tokyo. Malheureusement, le problème trouve son origine dans le marché lui-même. Comme je l'ai dit, au Japon, le volume des transactions sur le marché monétaire et sur le marché financier atteint actuellement 2.200 milliards de dollars. En fait, le marché financier représente à lui seul plus de 2.000 milliards de dollars, les transactions sur le marché monétaire atteignant à peine 150 milliards de dollars. La principale cause de ce déséquilibre est que si les marchés financiers ont rapidement progressé sous l'effet des émissions massives d'obligations publiques aux taux du

marché, le retard pris par le processus de déréglementation des taux d'intérêt a freiné la croissance du marché monétaire. Force est de reconnaître que du point de vue des instruments et des fonctions le marché monétaire de Tokyo laisse encore beaucoup à désirer. Il ne faut pas chercher ailleurs la raison de la faible participation des non-résidents aux transactions à court terme.

La troisième caractéristique du marché de Tokyo est que, comparative-ment aux Etats-Unis ou à la Grande-Bretagne, on n'y trouve qu'un petit nombre d'institutions financières étrangères dont la part de marché est en outre relativement faible. Toutefois, le marché de Tokyo a récemment marqué de nets progrès à cet égard et le rythme d'implantation des institutions financières étrangères s'accélère.

Comment le marché de Tokyo va-t-il évoluer? D'aucuns estiment qu'avec New York et Londres Tokyo constituera à terme la triple base de la mondialisation financière. Géographiquement, Tokyo se situe dans un fuseau horaire qui lui permet de faire la jonction entre l'Amérique du Nord et l'Europe, ce qui est indispensable pour que des opérations financières puissent s'effectuer 24 heures sur 24. Ce marché se situe, par ailleurs, au coeur de la région Asie-Pacifique, dont le taux de croissance économique est le plus élevé du monde. Politiquement, le Japon est un des pays les plus stables et Tokyo dispose d'un réseau de transport et d'un système de télécommunications parmi les meilleurs qui soient.

A mon avis, pourtant, la très bonne tenue des données économiques fondamentales du Japon contribue peut-être encore plus que ces facteurs à la croissance du marché de Tokyo. Si, par exemple, on considère le taux d'épargne, on constate qu'au cours de l'exercice budgétaire 1984 il a représenté 31 % du PNB au Japon, alors qu'aux Etats-Unis et en République fédérale d'Allemagne il n'atteignait respectivement que 15 et 22 % pendant l'année civile 1984. L'excédent de l'épargne sur l'investissement intérieur, autre indicateur à prendre en considération, a représenté au Japon 3 % du PNB pendant l'exercice budgétaire 1984. Assurément, un excédent d'épargne suppose l'existence d'un excédent commercial d'importance comparable, situation qui a été à l'origine de graves dissensions commerciales. Toutefois, il est à prévoir que les excédents d'épargne du Japon diminueront désormais progressivement. A court terme, ce fléchissement résultera des mesures prises par le gouvernement pour stimuler la demande intérieure et, à long terme, leur diminution sera provoquée par la part croissante des personnes âgées dans la population japonaise. Il n'empêche que ces excédents persisteront pendant quelque temps encore. Tant que son épargne restera excédentaire, le Japon continuera d'accumuler des avoirs extérieurs nets.

A ce stade, il convient toutefois de prendre un certain recul. Il est arrivé dans le passé que le Royaume-Uni comme les Etats-Unis enregistrent des excédents d'épargne pendant de longues périodes. Il semble qu'actuelle-

ment le Japon en soit arrivé à ce stade. Jadis, la livre sterling était la principale monnaie du monde, mais, sous l'effet de l'affaiblissement de la capacité de la Grande-Bretagne à exporter des capitaux, elle a dû céder le pas au dollar soutenu par la puissance économique croissante des Etats-Unis. Si l'histoire devait se répéter, l'accumulation rapide d'engagements extérieurs par les Etats-Unis aurait aujourd'hui pour effet de réduire le rôle qui leur revient en tant qu'émetteur d'une monnaie clé, tandis que le Japon — ainsi certainement que la République fédérale d'Allemagne — prendrait place sur le devant de la scène. Mais les péripéties de l'histoire ne sont pas si simples. Le Japon n'a ni les moyens ni l'envie d'assumer le rôle émetteur d'une monnaie clé. Je présume qu'il en va de même de l'Allemagne.

Je crois que si la tendance actuelle à la mondialisation financière se poursuit, nous assisterons en fin de compte à la naissance d'un système fondé sur plusieurs monnaies clés. Au dollar s'ajouteront le yen, le deutsche mark et peut-être d'autres monnaies européennes — ainsi que l'Ecu regroupant les monnaies des pays membres de la Communauté européenne. Lié aux marchés de Tokyo et de Londres ainsi qu'aux principaux marchés d'Europe continentale, le marché de New York bénéficiera aussi de leur soutien. De toute évidence, un système de ce genre, fondé sur plusieurs monnaies clés, ne doit pas résulter de l'intervention des gouvernements mais être le fruit de la libre initiative de ceux qui opèrent sur les divers marchés des capitaux. Les pouvoirs publics ne devraient avoir d'autre rôle que de faire disparaître les obstacles qui s'opposent à la création et au développement d'un mécanisme de ce genre.

Système monétaire international

Permettez-moi maintenant de vous exposer ce qui, à mon avis, constituerait le système monétaire international le plus souhaitable en un temps de mondialisation financière.

La mondialisation financière, étant comme je l'ai déjà signalé le fruit de la déréglementation et de l'internationalisation des opérations financières à l'échelle du monde, facilite forcément les mouvements internationaux de capitaux. Toutefois, si ce processus ne s'accompagne pas du maintien de taux de change appropriés, non seulement la mondialisation financière exercera un effet défavorable sur les économies réelles, mais son développement propre aura à en souffrir.

Le maintien de taux de change appropriés ne peut être assuré que si, premièrement, le niveau en reflète les données économiques fondamentales et si, deuxièmement, il est possible de maîtriser toute instabilité excessive de ces taux.

Durant la première moitié des années 80, le dollar E.U. s'est maintenu à des niveaux qui ne reflétaient pas les données économiques fondamentales des Etats-Unis, et cette situation a exercé à de nombreux égards une

incidence négative sur l'économie américaine. Toutefois, des interventions coordonnées sur les marchés et des réductions de taux d'intérêt opérées en vertu de l'accord de New York conclu en septembre 1985 par les pays industrialisés du Groupe des Cinq ont permis de corriger complètement, peut-être même trop, le désalignement du dollar E.U. par rapport aux monnaies des autres pays du groupe.

Depuis lors, l'accord de New York a été amélioré, les pays du Groupe des Sept en ayant fait un système de surveillance multilatérale lors du sommet économique de Tokyo en mai dernier. Dans ce système, les taux de change figurent au nombre des dix indicateurs macroéconomiques faisant l'objet de la surveillance, et leur compatibilité avec les autres indicateurs ainsi qu'avec les données économiques fondamentales d'autres pays doit être suivie et donner lieu à une analyse critique dans le cadre d'une instance internationale retenue d'un commun accord.

En cas de désalignement manifeste des indicateurs macroéconomiques de l'un quelconque des pays membres du Groupe des Sept, ce pays sera assujéti aux pressions de ses pairs. Si le système de surveillance multilatérale fonctionne comme prévu, les pays du Groupe des Sept n'auront plus à souffrir de fortes distorsions affectant la structure des taux de change entre pays du groupe.

Si, en vertu du système de surveillance multilatérale, il faut procéder à des interventions coordonnées sur le marché des changes de l'un des pays, les Etats-Unis seront appelés à participer à l'opération au même titre que les autres pays. C'est pourquoi ils doivent disposer dans leurs réserves de change de monnaies d'autres pays industrialisés. Cela signifie un certain abandon du système traditionnel de l'étalon-dollar au profit d'un système faisant intervenir plusieurs monnaies de réserve.

Ainsi, le Groupe des Sept a mis en place un mécanisme visant à empêcher un alignement inapproprié entre les monnaies des pays du groupe; en revanche, aucun système analogue n'a été mis au point pour prévenir les désalignements par rapport aux monnaies des pays autres que les Sept.

En fait, il n'a pas été remédié au désalignement du dollar E.U. par rapport à certaines de ces monnaies. Ainsi, le dollar des Etats-Unis demeure surévalué relativement à un certain nombre de monnaies qui lui sont rattachées ainsi que vis-à-vis d'autres monnaies qui fluctuent dans le cadre d'un système de flottement dirigé.

Si certains de ces pays ne réévaluent pas leur monnaie par rapport au dollar E.U., le désalignement de ce dernier à l'égard de ces monnaies ne sera pas corrigé du point de vue du taux de change effectif. On peut penser que ce phénomène est un des facteurs qui a retardé l'amélioration de la balance des paiements des Etats-Unis après l'accord de New York.

Quant aux désalignements des monnaies de pays ne faisant pas partie du Groupe des Sept, le Fonds monétaire international pourrait, dans ses

activités de surveillance, accorder à cette question une attention particulière et préconiser des mesures d'ajustement. Si le désalignement découle de la sous-évaluation de la monnaie d'un pays dont l'économie est saine, le Fonds éprouvera peut-être dans bien des cas quelques difficultés à inviter instamment le pays à corriger son taux de change. Il faudra alors trouver d'autres moyens pour corriger ce genre de désalignement.

En ce qui concerne l'instabilité des taux de change, l'accord de New York implique une importante réorientation du système monétaire international substituant à des taux de change flottant librement une forme de flottement plus dirigé. Mais l'instabilité des taux de change semble entre-temps s'être accrue. On peut en donner trois grandes raisons. Premièrement, les opérations sur les marchés des changes ainsi que les avoirs et les engagements internationaux se sont très fortement développés ces dernières années. Deuxièmement, aucun accord international ne prévoit de mécanisme permettant de maîtriser l'instabilité des taux de change. Troisièmement, enfin, on a souvent eu recours à des interventions unilatérales sur les marchés pour faire face à des surajustements de taux de change enregistrés après l'aboutissement des interventions concertées. Il en est résulté un accroissement des incertitudes qui planent sur les taux de change et une incitation à la spéculation.

Pour certains, les opérations sur les marchés des changes ne devraient avoir d'autre but que de maîtriser la volatilité des taux de change. En fait, ces derniers temps, la plupart des opérations correspondent à des transactions en capital, 5 à 10 % seulement d'entre elles étant liées au commerce extérieur. De surcroît, les capitaux internationaux ont souvent tendance à se déplacer massivement sous l'effet de modifications touchant la rentabilité et la sécurité, de sorte que l'instabilité des taux de change s'en trouve aggravée.

Cependant, toute mesure visant à maîtriser le volume des mouvements internationaux de capitaux est à la fois irréaliste et anachronique. L'expansion de ces mouvements est non seulement compatible avec le développement intégré de l'économie mondiale dans l'optique des produits, des équipements et des ressources humaines, mais elle est aussi nécessaire à sa réalisation. En fait, il faudrait au contraire que nous nous efforcions de trouver les moyens d'encourager les mouvements internationaux de capitaux d'une façon qui contribue au développement intégré de l'économie mondiale.

Il se peut qu'au bout du compte la fixité des taux de change ou l'adoption de zones-objectifs permettent de maîtriser l'instabilité des taux de change. Néanmoins, le Groupe des Sept — ou un groupe plus restreint comprenant les Etats-Unis, le Japon et la République fédérale d'Allemagne — ne pourra revenir à une certaine fixité des taux de change que si la balance courante des Etats-Unis retrouve un équilibre durable.

Les propositions en faveur de la mise en place de zones-objectifs sont très nombreuses et certaines d'entre elles paraissent même extrêmement séduisantes, mais les autorités monétaires des Etats-Unis, du Japon et de la République fédérale d'Allemagne semblent n'y porter aucun intérêt. En bref, un retour au système des taux de change fixes ou l'adoption d'un système du même genre est assez peu probable.

Aujourd'hui, pour tenter de maîtriser l'instabilité des taux de change, nous pouvons tout au moins nous abstenir de chercher à atteindre unilatéralement nos objectifs. Il faut mettre en garde les autorités monétaires des différents pays contre la tentation d'influencer les marchés en faisant connaître leurs prévisions propres sur l'évolution des taux de change. En agissant de la sorte, elles ne font qu'accroître l'instabilité des taux de change.

Ma conclusion sera que la tendance à la mondialisation financière revêt une importance capitale pour la mise en place d'un système monétaire international stable. Je pense que le Japon approuve pleinement cet objectif et qu'il est résolu à prendre une part active à sa réalisation. Comme je l'ai indiqué, le marché de Tokyo se développe plus rapidement que ceux des autres pays industrialisés. Cette tendance contribuera certainement à accroître l'importance de la place de Tokyo sur le marché mondial des capitaux.

Permettez-moi en terminant de réaffirmer que la détermination avec laquelle le Japon assume les responsabilités qui sont les siennes en tant que grande puissance économique s'applique aussi au rôle qui lui revient dans le domaine des opérations financières internationales.

* * * * *

M. SOUTHARD : Mesdames et Messieurs, je suis persuadé que lorsqu'elle sera publiée, et nous veillerons à ce qu'elle le soit dans les meilleurs délais, cette conférence constituera une remarquable source d'informations sur un des aspects de l'évolution financière internationale qu'on analyse seulement depuis peu avec autant de pénétration que M. Kashiwagi vient de le faire.

M. Kashiwagi a accepté de répondre à vos questions. Vous pouvez les noter au dos du programme et nous les rassemblerons pour qu'il puisse y apporter ses réponses.

Questions et réponses

Après son exposé formel, M. Kashiwagi a répondu aux questions de l'auditoire.

Le Japon peut-il, comme M. Miyazawa, Ministre des finances, l'a proposé vendredi, consacrer l'excédent de ses transactions courantes au développement du tiers monde?

Malheureusement, je n'ai pas encore rencontré M. Miyazawa. Je le connais très bien mais je ne suis pas vraiment au courant de la teneur exacte de sa proposition. Néanmoins, dans l'absolu, il me semblerait que l'excédent des transactions courantes du Japon est peut-être trop élevé et qu'il conviendrait, par ailleurs, d'aider les pays en développement en leur consacrant une part accrue de cet excédent considérable. Comme je l'ai dit dans mon exposé, le Japon a un taux d'épargne très élevé et j'estime que, pour aider les pays en développement à résoudre les difficultés qu'ils connaissent aujourd'hui, il faudrait leur réserver une part plus grande du volume important de l'épargne japonaise.

Le rôle de pilier du système financier mondial que Tokyo joue de plus en plus en Extrême-Orient se développe-t-il aux dépens de Hong Kong et des autres centres financiers de l'Asie et du Pacifique?

Cette question a déjà été posée maintes fois et j'y répondrai en disant qu'il n'entre pas du tout dans l'intention du Japon de développer son marché financier aux dépens des autres marchés. Ce qui serait souhaitable c'est que chaque marché puisse se développer selon ses possibilités. En devenant un grand centre bancaire, Tokyo permettrait aux autres centres, comme Hong Kong et Singapour, de s'affirmer et de devenir de très importants marchés adjacents de la région.

La mondialisation financière peut-elle accélérer le développement du tiers monde? Et, dans l'affirmative, de quelle manière?

Comme je l'ai expliqué dans mon exposé, la mondialisation financière devrait permettre d'accéder à la fois plus rapidement, plus facilement et à

un moindre coût, aux liquidités internationales en quête de placement. A l'avenir, cet élément pourrait avoir une incidence très bénéfique sur le développement du tiers monde. Toutefois, le rôle des opérations financières ne s'est pas encore affirmé à l'échelon international. A mon avis, nous sommes actuellement en train d'élaborer ce processus de mondialisation financière qui, une fois au point, sera extrêmement profitable à l'ensemble du monde et au tiers monde en particulier.

Le marché extraterritorial japonais des agences bancaires internationales sera-t-il exempté de certaines obligations en matière fiscale et en matière de réserves?

Le marché extraterritorial japonais ne connaîtra aucune obligation en matière de réserves. Les agences bancaires internationales installées au Japon seront donc dispensées des obligations liées aux réserves obligatoires. De plus, la rémunération des dépôts sur le marché extraterritorial ne sera pas soumise à l'impôt. Mais ce seront là les deux seuls avantages. Les agences bancaires internationales ne seront pas exonérées de l'impôt frappant les opérations sur titres, pas plus d'ailleurs que des impôts locaux. Aux Etats-Unis, elles ne sont pas exonérées de l'impôt fédéral sur le revenu mais elles sont dans certains cas dispensées des impôts locaux. Au Japon, ce point n'a pas encore été précisé. Elles ne seront pas exonérées de l'impôt national, mais il faudra voir si les administrations municipales sont disposées à les dispenser des impôts qu'elles prélèvent.

Le succès de l'intégration des marchés financiers en un marché global devrait-il inciter le Japon à lever les restrictions (analogues à celles de la loi Glass-Steagall) qui limitent la participation des banques japonaises à ce marché en expansion?

Je pense que c'était précisément là le thème central de mon exposé. A mon avis, les banques commerciales, notamment celles qui, comme la nôtre, effectuent des opérations avec l'étranger, verraient d'un très bon oeil qu'on lève dès que possible à l'intérieur du territoire japonais les limitations analogues à celles qu'impose la loi Glass-Steagall.

Hors du Japon, dans les pays européens en particulier, nous participons déjà presque autant que nos concurrents aux opérations sur titres. Quand on vit à Rome, il faut vivre comme les Romains. A mon sens, les banques japonaises voudraient pouvoir effectuer la totalité des opérations bancaires non seulement en Europe mais aussi au Japon. C'est pourquoi nous devons veiller à ce que soient levées le plus vite possible les restrictions auxquelles les opérations sur titres sont encore assujetties au Japon.

Pourquoi, alors que nous sommes tous d'accord pour penser que le dollar est surévalué et que les banques centrales en conviennent aussi, les

institutions qui ont essentiellement des avoirs en yen continuent-elles d'acheter massivement des bons du Trésor des Etats-Unis?

J'avoue que c'est une très bonne question! De fait, les institutions financières japonaises continuent de donner la préférence aux bons du Trésor des Etats-Unis ainsi qu'aux obligations américaines libellées en dollars, et elles ne placent par ailleurs que de très faibles montants en actions américaines, beaucoup moins en tout cas qu'en actions d'autres pays. Mais je crois que cette situation évolue quelque peu. La préférence va toujours aux bons du Trésor américain et aux obligations des Etats-Unis, en raison, comment dirais-je, des rendements très satisfaisants et de la sécurité que ces instruments offrent comparativement à d'autres placements qui comportent de nombreux risques et dont le rendement n'est pas supérieur. Pourtant, on a pu constater une augmentation considérable du volume des achats d'actions américaines (valeurs de banques et de sociétés, en particulier). Ces achats portent sur des sommes très importantes et il arrive que le montant d'une seule opération atteigne le demi-milliard de dollars.

Je voudrais ensuite faire observer qu'actuellement les institutions financières japonaises investissent massivement dans le secteur immobilier américain. Ces achats représentent désormais un poste considérable dans les flux de capitaux. Pour ne vous donner qu'un exemple, un promoteur japonais vient d'acheter les Twin Towers de Los Angeles, les deux plus grands édifices de la ville, pour la somme de 100 milliards de yen, soit environ 670 millions de dollars. Les capitaux japonais s'investissent donc non seulement en bons du Trésor des Etats-Unis, mais aussi en actions, dans l'immobilier et dans d'autres secteurs.

Cependant, comme je l'ai déjà signalé, je ne pense pas qu'il soit tellement souhaitable que les capitaux japonais s'investissent essentiellement aux Etats-Unis ou en actifs libellés en dollars, car s'il est vrai que le Japon est le premier épargnant du monde, j'aimerais qu'une part plus grande de son épargne trouve à s'employer dans les pays qui en ont le plus grand besoin, c'est-à-dire dans les pays en développement. Mais comment se fait-il qu'un plus grand volume de capitaux japonais ne prenne pas la direction des pays en développement? Il y a probablement plusieurs raisons à cela, dont une est sans doute que le gouvernement japonais n'a pas créé un environnement susceptible d'encourager les capitaux japonais à se diriger vers les pays en développement. A cet égard, je pense à l'ampleur du risque — c'est-à-dire au risque accru — que comportent les prêts ou les investissements lorsqu'il s'agit de pays qui demandent le rééchelonnement de leur dette ou qui sont confrontés à des problèmes d'endettement. A défaut de mesures d'encouragement, et je pense en particulier à des incitations d'ordre fiscal, il sera très malaisé d'accroître les apports de capitaux japonais à ces pays alors que la question de

l'endettement international revêt une telle importance. C'est là un problème majeur qui a pris une dimension mondiale, et l'on est amené à se demander de quelle manière on pourrait accroître les apports de capitaux privés aux pays en développement. Mon opinion est que dans ce domaine le gouvernement japonais devrait s'attacher à créer un climat plus propice en prenant des mesures d'ordre fiscal notamment.

Quelle sera, selon vous, l'incidence de la mondialisation des marchés des capitaux sur la capacité des pays en développement à se procurer des fonds?

J'ignore si le processus de mondialisation financière augmentera la capacité des pays en développement à se procurer des fonds, mais il contribuera certainement à ouvrir le marché et à stimuler les mouvements internationaux de capitaux, dont les coûts diminueront et qui seront plus efficaces. C'est pourquoi j'estime qu'à long terme la mondialisation des marchés financiers aidera beaucoup les pays en développement à se procurer des fonds.

* * * * *

M. SOUTHARD : Avant d'adresser nos remerciements à M. Kashiwagi, permettez-moi de vous rappeler que cette réunion sera suivie d'une réception à laquelle vous êtes tous cordialement invités. Par la chaleur de vos applaudissements vous témoignez, j'en suis sûr, que vous avez beaucoup apprécié la conférence de M. Kashiwagi et que vous en avez tiré un grand profit. Lorsque vous en recevrez le texte, lisez-le attentivement, il le mérite. M. Kashiwagi, nous tenons à vous dire notre gratitude pour la qualité de votre exposé et pour votre présence ici aujourd'hui.

Notice biographique



M. Yusuke Kashiwagi a fait ses études à l'université impériale de Tokyo, qui est aujourd'hui l'université de Tokyo. Ayant obtenu son diplôme en 1941, il est entré au Ministère japonais des finances, au service duquel il a occupé, tant au Japon qu'à l'étranger, des fonctions comportant des responsabilités de plus en plus grandes, avant de le quitter finalement en qualité de Vice-ministre des finances pour les affaires internationales. Nommé en juin 1971 conseiller spécial auprès du Ministre

des finances, il occupa ce poste jusqu'à la fin de 1972. L'année suivante, il entre à la Bank of Tokyo, Ltd., dont il devient vice-président, puis président en 1977, avant d'en être, en 1982, président du Conseil d'administration.

Outre ses fonctions à la Bank of Tokyo, M. Kashiwagi est membre de plusieurs conseils d'administration et il fait partie du Comité exécutif de la Commission trilatérale, il est le président sortant de la Conférence monétaire internationale et conseiller auprès de la Société financière internationale.

La Fondation Per Jacobsson

Fondateurs

PRESIDENTS HONORAIRES : Eugene R. Black (*Etats-Unis*)
Marcus Wallenberg (*Suède*)

PRESIDENT-FONDATEUR : W. Randolph Burgess (*Etats-Unis*)

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

Conseil d'administration

William McChesney Martin — *Président*

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

Bureau

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

Les conférences Per Jacobsson

- 1964 *Croissance économique et stabilité monétaire* — Exposés de Maurice Frère et Rodrigo Gómez (Bâle); épuisé.
- 1965 *L'équilibre entre la politique monétaire et les autres instruments de la politique économique dans une société moderne* — Exposé de C.D. Deshmukh et Robert V. Roosa (Washington); épuisé.
- 1966 *Le rôle actuel de la banque centrale* — Exposé de Louis Rasminsky; commentaires de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg et Franz Aschinger (Rome); épuisé.
- 1967 *Le développement économique — Aspects bancaires* — Exposé de David Rockefeller; commentaires de Felipe Herrera et Shigeo Horie (Rio de Janeiro); épuisé.
- 1968 *Les banques centrales et l'intégration économique* — Exposé de M.W. Holtrop; commentaire de Lord Cromer (Stockholm); 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 Guindeg; commentaire de Charles A. Coombs (Bâle).
- 1981 *Banques centrales : les enseignements de l'expérience* — Exposé de Jelle Zijlstra; commentaire d'Albert Adomakoh (Washington).
- 1982 *Politique monétaire — A la recherche d'un point d'ancrage* — Exposé de Gerald K. Bouey (Toronto).
- 1983 *Elaboration d'un nouveau système monétaire international : perspective à long terme* — Exposé de H. Johannes Witteveen (Washington).
- 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).
- 1986 *La mondialisation des opérations financières* — Exposé de Yusuke Kashiwagi (Washington).

Les brochures, publiées en anglais, en français et en espagnol, peuvent être obtenues gratuitement auprès de la Fondation. Les demandes doivent être adressées à : The Secretary, the Per Jacobsson Foundation, International Monetary Fund, Washington, D.C. 20431. Des photos ou des microfilms des éditions épuisées peuvent être achetés directement à University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan, 48106, U.S.A. Les personnes qui résident en dehors des Etats-Unis, du Canada et de l'Amérique du Sud devront s'adresser à University Microfilms Limited, 30/32 Mortimer Street, Londres, W1N 7RA, Angleterre.