
LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Les vingt-cinq prochaines années

Symposium organisé à l'université de Bâle
en l'honneur du vingt-cinquième anniversaire
des conférences Per Jacobsson
12 juin 1988

C. Fred Bergsten
Sir Kit McMahon
Tommaso Padoa-Schioppa

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX
FONDATION PER JACOBSSON

LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Les vingt-cinq prochaines années

Symposium organisé à l'université de Bâle
en l'honneur du vingt-cinquième anniversaire
des conférences Per Jacobsson
12 juin 1988

C. Fred Bergsten
Sir Kit McMahon
Tommaso Padoa-Schioppa

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX
FONDATION PER JACOBSSON

ISSN 0252-3086

Préface

Un symposium ayant pour thème «Le système monétaire international — Les vingt-cinq prochaines années», et organisé conjointement par la Banque des règlements internationaux et par la Fondation Per Jacobsson, s'est tenu à Bâle le 12 juin 1988 en commémoration du vingt-cinquième anniversaire des conférences Per Jacobsson. La présente brochure donne le compte rendu de ce symposium au cours duquel ont été présentées trois communications, la première par Sir Kit McMahon, Président et Administrateur principal du Groupe de la Midland Bank, la deuxième par Tommaso Padoa-Schioppa, Directeur général adjoint de la Banque d'Italie, et la troisième par C. Fred Bergsten, Directeur de l'Institute for International Economics. Le symposium était présidé par Sir Jeremy Morse, Président de la Fondation; le professeur Werner Arber, Recteur de l'université de Bâle, a souhaité la bienvenue à Bâle aux trois orateurs et aux participants.

Les conférences Per Jacobsson ont lieu tous les ans, en reconnaissance de l'attachement qu'a montré Per Jacobsson sa vie durant à la cause de la coopération monétaire internationale. Per Jacobsson est entré en 1920 au service de la Société des Nations pour aider aux préparatifs de la Conférence financière de Bruxelles. Au début des années 30, il est passé à la Banque des règlements internationaux où il est devenu Conseiller économique et Chef du Département monétaire et économique. Après sa carrière à la BRI, Per Jacobsson fut invité à venir prendre au Fonds monétaire international les fonctions de Directeur général et de Président du Conseil d'administration, qu'il assumait de 1956 à 1963.

Après son décès, plusieurs de ses amis et admirateurs s'accordèrent pour penser qu'il fallait trouver un moyen d'honorer dignement sa mémoire. Grâce aux contributions de personnalités du monde entier, il a été possible de créer en 1964 la Fondation Per Jacobsson qui a pour but d'offrir une tribune indépendante pour des débats éclairés sur les affaires monétaires internationales. Le Directeur général du Fonds et celui de la BRI sont membres *ex officio* du Conseil d'administration de la Fondation pour bien marquer l'intérêt des deux institutions auxquelles Per Jacobsson a été le plus intimement associé. La première conférence a été prononcée à l'université de Bâle, autre institution avec laquelle Per Jacobsson avait de solides attaches.

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. On peut obtenir des renseignements complémentaires en s'adressant au Secrétaire de la Fondation.

Table des matières

Page

PRÉFACE	iii
REMARQUES LIMINAIRES	
Sir Jeremy Morse	1
M. le professeur Werner Arber	1
Sir Jeremy Morse	2
LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL	
LES VINGT-CINQ PROCHAINES ANNÉES	
Sir Kit McMahon	5
VERS UN NOUVEAU SYSTÈME DE PARITÉS AJUSTABLES?	
Tommaso Padoa-Schioppa	18
DU BIEN-FONDÉ DES ZONES CIBLES	
C. Fred Bergsten	35
QUESTIONS ET RÉPONSES	42
BIOGRAPHIES	55
LES CONFÉRENCES PER JACOBSSON	58
LA FONDATION PER JACOBSSON : FONDATEURS, CONSEIL	
D'ADMINISTRATION ET BUREAU	60

Remarques liminaires

Sir Jeremy Morse

Mesdames et Messieurs, bonjour. Permettez-moi d'ouvrir la séance de cette vingt-cinquième réunion de la Fondation Per Jacobsson en invitant M. le professeur Werner Arber, Recteur de l'université de Bâle, à venir nous dire quelques mots.

M. le professeur Werner Arber

Monsieur le Président, Mesdames et Messieurs, c'est pour moi un grand plaisir de vous souhaiter la bienvenue ici, en ce dimanche après-midi, pour la vingt-cinquième conférence Per Jacobsson. Voici en effet exactement un quart de siècle qu'après le décès de Per Jacobsson la première conférence à sa mémoire a été prononcée ici même à l'université de Bâle. Celle d'aujourd'hui est la sixième à se dérouler à Bâle. Les autres se sont tenues dans diverses autres villes importantes. Villes importantes, dis-je, parce que je considère que Bâle en est une; sinon je ne verrais pas rassemblé devant moi, dans cette pièce, un dimanche après-midi un parterre aussi distingué. Je tiens à vous dire à tous mon admiration pour vos travaux. Je tiens aussi à remercier la Fondation d'avoir à nouveau choisi Bâle aujourd'hui, comme il y avait vingt-cinq ans, pour site de ce symposium.

Par vocation, je suis biologiste, et comme j'ai déjà eu l'occasion de le dire à certains des intervenants et des organisateurs de ce symposium, je m'intéresse plus particulièrement dans mes travaux à l'évolution biologique. Or, je perçois dans la civilisation des peuples une évolution similaire — l'évolution culturelle. L'un des aspects de cette évolution culturelle est précisément le thème dont traitera ce symposium, et d'autres aspects ont déjà été abordés lors de précédentes conférences Per Jacobsson. Je sais combien il est difficile de donner une réponse précise aux questions qui se posent aux hommes de science, qu'il s'agisse de l'évolution biologique ou de celle des systèmes monétaires. Aussi suis-je impatient d'entendre ce qui se dira aujourd'hui sur ce que nous réservent les vingt-cinq prochaines années dans votre domaine. Dans le champ de la biologie, nous nous préparons vingt-cinq années assez difficiles, à la fois pour faire mieux comprendre notre science aux chercheurs eux-mêmes, et pour mieux expliquer les résultats de nos recherches au grand public. Vous avez des tâches comparables, et je

pense que les conférences Per Jacobsson servent admirablement ces desseins.

Avant de conclure, j'aimerais simplement ajouter que nous autres, à l'université de Bâle, nous sommes très heureux d'avoir la Banque des règlements internationaux dans notre ville. Nous entretenons d'excellents rapports avec la BRI et nous nous félicitons de la part qu'elle prend à beaucoup de nos activités. À n'en pas douter, certains échos des délibérations qui se tiennent à la BRI dans le cours de ses travaux se retrouvent dans l'enseignement que nous dispensons à l'université. Notre faculté d'économie n'est pas très développée; elle n'est qu'une partie de la faculté de philosophie et d'histoire. Plutôt que de dissocier ces matières et de les assigner à différentes facultés, mieux vaudrait peut-être regrouper les matières qui sont liées, car cela favorise une intercommunication plus intense entre disciplines.

Notre faculté d'économie s'est récemment installée dans un nouveau bâtiment qui jouxte celui où nous sommes maintenant, et la BRI nous a aidé financièrement à nous doter de ce nouveau complexe de bureaux et d'installations d'enseignement. C'est donc avec grand plaisir que j'exprime à nouveau notre vive gratitude à la Banque des règlements internationaux.

Je ne veux pas prendre davantage de votre temps; aussi me reste-t-il à vous souhaiter un après-midi très fructueux. Je vous remercie beaucoup.

Sir Jeremy Morse

Merci beaucoup, Monsieur le Recteur, de ces paroles de bienvenue fort aimables et pertinentes. Je n'ai pas souvenir que nous ayons jamais eu un distingué lauréat du prix Nobel pour ouvrir une de nos conférences et c'est un grand honneur que vous nous faites d'y assister. Je vous en remercie vivement.

Le professeur Arber vous a rappelé l'historique des conférences Per Jacobsson qui se sont tenues à Bâle. C'est la sixième fois que nous venons ici pour une conférence, et ce n'est que bonne justice que nous y revenions pour la vingt-cinquième puisque c'est à Bâle que Per Jacobsson a passé les années centrales de sa carrière. Nous sommes absolument charmés que deux de ses trois filles, Birgit et Moyra, aient pu se joindre à nous aujourd'hui.

Nous aimerions également remercier vivement Alexandre Lamfalussy et la BRI de tous les arrangements qu'ils ont eu la gentillesse de faire pour l'occasion.

Afin de marquer ce vingt-cinquième anniversaire, nous avons une formule un peu différente à vous proposer cet après-midi. Au lieu d'une conférence magistrale suivie ou non d'interventions de commentateurs, nous avons un véritable panel, composé de trois experts, dont les exposés seront suivis, je l'espère, d'une discussion générale et d'une session de

questions et de réponses, parce que nous avons toujours affaire à un aréopage particulièrement bien informé lorsque nous nous réunissons ici à Bâle. Comme l'indique la petite brochure qui vous a été remise, l'ordre des interventions sera le suivant : Sir Kit McMahon, suivi de Tommaso Padoa-Schioppa, puis de Fred Bergsten. Je ne vous présenterai pas leur curriculum vitae. Tous trois sont bien connus de la plupart d'entre vous, et, si ce n'est pas le cas, vous les trouverez bien décrits dans la brochure qui vous a été remise. Il faudrait vraiment que nous respections notre horaire. Les orateurs ont accepté de parler pendant 15 à 20 minutes chacun, et si nous nous en tenons à ce programme, nous arriverons au bout de cette première partie en une heure à peu près, ce qui nous laissera largement assez de temps, comme je viens de le dire, pour une discussion générale et des questions.

C'est la coutume de présenter les questions par écrit et, à cet effet, vous trouverez au dos de la brochure un feuillet que vous voudrez bien passer au Président, Jacques Polak, qui est assis au bout de la table. Cela dit, je préférerais de loin que vous vous leviez pour dire ce que vous avez à dire car ainsi il y a vraiment discussion. Nos trois orateurs ont préparé des communications plus étoffées que ce qu'ils auront le temps de dire ici; le texte intégral en sera publié en son temps. Encore une chose. Lorsque nous nous sommes vus ce matin, j'ai bien insisté auprès des orateurs pour qu'ils prêtent attention au thème de ce symposium, «Les vingt-cinq prochaines années», en leur disant : «fixez votre regard sur l'an 2013». Et je vous prie tous d'en faire autant, que vous pensiez être encore de ce monde ou non! L'être humain a bien du mal à projeter son regard très loin en avant, si bien que la perspective a tendance à se raccourcir. C'est pourquoi je ne vous recommanderai qu'une chose, à vous comme aux orateurs : n'oubliez pas le thème de la séance d'aujourd'hui. Sur ces paroles, je prierai Sir Kit McMahon d'amorcer le débat.

Le système monétaire international

Les vingt-cinq prochaines années

Sir Kit McMahon

Il est toujours agréable d'imaginer ce que sera l'avenir, mais il est rare que ce plaisir dure très longtemps. Les faits ne tardent pas à vous retourner vos prédictions généralement sous forme de démentis. C'est pourquoi être invité à dire de quoi seront faites les vingt-cinq années à venir est un luxe inespéré : il y a peu de chances que je vive assez longtemps pour voir les événements me donner tort, et, si je suis encore là, j'aurai sans doute atteint cet âge de la vie où il m'importera peu d'avoir eu tort ou raison.

C'est pour moi à la fois un honneur et un plaisir, cela va sans dire, de scruter cet avenir lointain à la demande de la Fondation Per Jacobsson qui, maintes fois déjà, a invité d'éminentes personnalités à prendre la parole à ses conférences annuelles. Je suis particulièrement heureux qu'il me soit donné de rendre ainsi humblement hommage à Per Jacobsson. Il tenait une place prépondérante dans les affaires internationales à l'époque où j'y faisais moi-même mes débuts; et je me rappelle le temps où je venais régulièrement, ici même à Bâle, participer à des réunions avec d'autres gouverneurs de banque centrale et où il inspirait nombre d'anecdotes toujours racontées avec affection.

Venons-en maintenant au thème de cette conférence. Comment se faire une idée de l'évolution du système monétaire international au cours des vingt-cinq prochaines années? À mon avis, il faudrait commencer par voir si la question est bien formulée. Il me semble, en effet, que le titre de la conférence d'aujourd'hui repose sur une pétition de principe.

János Fekete a dit ici-même, il y a quelques années, que si votre voiture perd une roue, la rebaptiser tricycle ne vous sera d'aucune aide. C'est bien mon avis. Depuis la conclusion des accords de Bretton Woods jusqu'à 1971, ou peut-être 1973, nous avons eu un système monétaire international. Ce n'est plus vrai depuis. À mon sens, il nous incombe surtout aujourd'hui de déterminer si oui ou non nous reconstruirons, au cours des vingt-cinq années à venir, un système monétaire international.

D'aucuns penseront peut-être que présenter les choses de cette manière, c'est faire peu de cas de la logique, mais ce n'est pas mon avis. Il ne s'agit pas de savoir si ce que nous avons depuis 1971 représente un progrès ou un recul (encore que j'aie mon avis sur ce sujet). De toute façon, il n'y avait peut-être pas d'autre solution. Cependant, si les mots ont un sens, qui dit système

monétaire international, dit ensemble quelconque de règles régissant les relations monétaires entre nations : en particulier, la détermination des taux de change et la nature, la convertibilité et l'acceptabilité des avoirs internationaux. Ces règles peuvent être diverses, strictes ou souples, simples ou complexes, mais elles doivent exister sous une forme claire et être acceptées par toutes les nations parties au système. Pour les gouvernements, l'acceptation de ces règles ne doit pas être une simple affaire de signature : elle doit constituer un engagement qui met en cause le comportement; autrement dit, le respect d'un ensemble de règles monétaires internationales aura parfois pour effet d'imposer une contrainte, et une contrainte explicite, à la politique économique nationale.

Quelle doit être la part de la règle et celle de la liberté d'action dans les affaires économiques et monétaires? Cette question générale a fait couler beaucoup d'encre. Quant à savoir s'il est souhaitable de disposer d'un système monétaire international, voilà un point qui s'inscrit manifestement dans un débat bien plus vaste. En cherchant toutefois à déterminer s'il est souhaitable d'avoir des règles pour régir les relations *entre* nations, on est amené à se demander, avec une acuité bien plus grande que dans le contexte de décisions politiques purement internes, ce qui est possible. Étant donné que dans les affaires internationales il n'existe pas de gouvernement ou de banque centrale doté par la loi de pouvoirs coercitifs, nous devons, avant de nous demander si tel ou tel système est souhaitable, chercher à savoir s'il pourra fonctionner, si les circonstances sont telles ou peuvent évoluer de telle façon que toutes les nations participantes soient véritablement prêtes à accepter les règles du jeu, même si cela comporte des conséquences jugées peu souhaitables sur le plan de la politique du pays.

Vingt-cinq ans, c'est bien long; aussi n'est-il pas aisé de se faire une idée de ce qui deviendra possible, praticable ou souhaitable au cours de cette période. Pour commencer, peut-être serait-il bon de jeter un coup d'oeil en arrière et de nous remémorer où nous en étions en 1963, de voir le chemin parcouru et combien il aurait été aisé ou malaisé de se faire alors une idée du monde de 1988.

Avec le recul, on peut considérer 1963 comme l'âge d'or, ou peut-être les derniers beaux jours, du système de Bretton Woods. Cela faisait cinq ans que les grands pays occidentaux étaient passés à la convertibilité en dollars de leurs monnaies, permettant ainsi au système de fonctionner à plein. La reconstruction consécutive à la guerre était terminée, la libéralisation du commerce international avait atteint une ampleur presque inimaginable, et de nouveaux progrès s'annonçaient dans ce domaine. La stabilité des taux de change avait coïncidé avec la quasi-stabilité des prix — encore que ceux-ci commençaient à monter — et une croissance économique record dans ce qui était en train de devenir le monde de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques); il est intéressant de noter à cet égard que le Japon n'a adhéré officiellement à l'OCDE que l'année suivante.

La libéralisation des échanges commerciaux et la convertibilité des monnaies pour les besoins des transactions courantes se sont accompagnées d'un certain degré de restriction pour les transactions en capital, dont nous n'avons qu'un vague souvenir à présent. Non seulement le contrôle des changes était-il généralisé et strict dans la plupart des pays d'Europe et au Japon, mais c'est en 1963 que les États-Unis eux-mêmes ont imposé la première de ce qui allait être une série de mesures visant à limiter les sorties de capitaux, sous forme d'une taxe de péréquation de l'intérêt, suivie quelques années plus tard du programme de limitation volontaire du crédit. Ces mesures étaient bien sûr tout à fait conformes aux principes sur lesquels reposait le système de Bretton Woods, dont les fondateurs, soucieux d'empêcher les mouvements de capitaux et les taux de change de fluctuer aussi brutalement que pendant l'entre-deux-guerres, avaient spécifiquement prévu l'application de restrictions aux mouvements de capitaux s'il pouvait être démontré que ces restrictions contribueraient au maintien de la stabilité des taux de change et à la poursuite de politiques économiques intérieures appropriées.

Mais ce ne sont pas là les seules différences entre 1963 et aujourd'hui. Le produit national brut (PNB) des États-Unis représentait alors dix fois celui du Japon et six fois celui de la République fédérale d'Allemagne. Aujourd'hui, il équivaut à peine au double de celui du Japon et à quatre fois seulement celui de la République fédérale d'Allemagne, et, en fait, il dépasse tout juste celui de l'ensemble de la Communauté européenne. En 1963, les importations des États-Unis s'élevaient à 4 % du PNB; aujourd'hui, elles en représentent plus de 11 %. En 1963, les marchés des eurodevises n'existaient pour ainsi dire pas. Les relations bancaires internationales étaient limitées grosso modo aux relations entre correspondants bancaires et au financement des échanges commerciaux; quant à l'expression «société multinationale», elle commençait seulement à se répandre. L'once d'or coûtait 35 dollars et le baril de pétrole 1 dollar. De Gaulle opposait son veto à l'entrée du Royaume-Uni dans la Communauté européenne. Friedman et Schwartz publiaient leur *Monetary History of the United States, 1867-1960*. Enfin, pour terminer cette liste aussi courte qu'arbitraire, un ordinateur aussi puissant que le cerveau humain aurait occupé tout le Royal Albert Hall; aujourd'hui, il tiendrait dans un taxi londonien.

En 1963, le système de Bretton Woods commençait à donner des signes de faiblesse. L'on se demandait avec inquiétude si les taux de change ne se révélaient pas trop rigides, s'il y avait assez de liquidité internationale — terme qui désignait en fait à l'époque (il ne faut pas l'oublier) les réserves officielles composées d'avoirs en or, en dollars et en livres sterling — ou si l'on pouvait compter sur un taux de croissance suffisant de la liquidité. Le FMI effectua deux études sur ce sujet en 1963. Quant au rôle des monnaies de réserve au sein du système, il suscitait un peu partout des préoccupations,

du reste contradictoires : constituaient-elles un « privilège exorbitant », selon le mot célèbre de De Gaulle, ou bien un énorme fardeau ? Pendant les années 60, on s'est évertué — en particulier ici à Bâle — à consolider la position de la livre sterling, trop mise à contribution, surtout parce qu'elle était perçue comme le premier rempart pour défendre le dollar, dont la convertibilité finale en or commençait à être mise en doute. L'or lui-même était considéré tant par ses partisans que par ses détracteurs comme doté d'un pouvoir presque magique. Pouvait-on escompter que, dans n'importe quelles circonstances, les États-Unis s'acquitteraient de la responsabilité que leur assignait le système de Bretton Woods, c'est-à-dire qu'ils ajusteraient leur propre taux de change en relevant le prix de l'or ? Cette question fondamentale reçut enfin une réponse, négative d'ailleurs, en août 1971. Dans l'intervalle, cette action fut prônée par ceux qui estimaient qu'elle donnerait une leçon d'humilité aux États-Unis et rétablirait la discipline; elle fut dénoncée par ceux qui y voyaient une capitulation de la raison, l'acceptation d'un fétichisme dangereusement déflationniste et une aide à la Russie et à l'Afrique du Sud. À mon sens, cette action s'imposait pour permettre au système de Bretton Woods de continuer à fonctionner; elle était tout à fait appropriée et aurait prolongé l'hégémonie bénéfique des États-Unis pendant de nombreuses années encore. Mais là n'est pas la question.

En quoi ces brefs rappels de l'état des relations monétaires internationales il y a vingt-cinq ans et des débats d'alors sur l'action à mener peuvent-ils nous éclairer quant au quart de siècle à venir ?

Tout d'abord, les débats d'alors sentent un peu le mois. La rigidité excessive des taux de change et la convertibilité du dollar en or ne nous préoccupent plus guère aujourd'hui. On est donc en droit de se demander si nos préoccupations actuelles, qui nous semblent si fondamentales, résisteront, elles, à l'épreuve du temps ?

Ensuite, il faut prendre en compte le net repli de la prédominance économique et financière absolument écrasante des États-Unis. Si l'on considère que la CEE est une entité unique — ce qui est vrai à certains égards, hélas ! encore trop peu nombreux — le passage des États-Unis d'une position de prédominance à celle de simple *primus inter pares* est encore plus frappant. Dans ces conditions, on peut se demander, d'une manière plus générale, ce qui en sera dans un avenir encore plus lointain.

Si l'on se remémore la situation d'avant la première guerre mondiale, lorsque le Royaume-Uni était dans une position de domination absolue et jouait, grâce à la livre sterling, le rôle de banquier du monde; si on la compare ensuite à la position qu'occupaient les États-Unis et le dollar pendant la période qui a suivi la seconde guerre mondiale, on peut être tenté de croire qu'une situation de ce type recèle tous les ingrédients pour produire quelque chose d'assimilable à un âge d'or. La nature du système officiel en vigueur à un moment donné n'est peut-être pas aussi importante qu'il peut paraître. En revanche, lorsque la prédominance générale d'un

pays est remise en question par le regain de pouvoir d'autres pays, l'organisation ordonnée des relations internationales est mise à dure épreuve. Les tensions extrêmes, l'instabilité et les politiques d'autarcie qui ont caractérisé l'entre-deux-guerres s'expliquent certainement, entre autres, par le fait que le Royaume-Uni n'était plus assez fort pour garder son rôle central, alors que les États-Unis n'avaient pas encore la capacité ou la volonté de prendre la relève sur la scène internationale. De même, l'effondrement du système de Bretton Woods a été la conséquence, entre autres facteurs, du passage d'un système fondé en quelque sorte sur un monopole à un système d'oligopole. Cet éclatement du pouvoir a bien sûr été amplifié par le développement remarquable des institutions non gouvernementales — sociétés multinationales, banques internationales géantes — dont le pouvoir traverse les frontières nationales et empiète sur l'autorité souveraine des différents pays.

Le troisième enseignement, le plus froidement réaliste, de ces vingt-cinq dernières années est l'influence considérable qu'ont eue sur la nature des affaires monétaires internationales les progrès technologiques qui, en 1963, étaient quasiment imprévisibles; je pense notamment à l'explosion informatique avec sa constellation d'écrans vidéo sur toute la planète. Cette révolution a débouché sur rien de moins que la démocratisation des marchés financiers, en facilitant une expansion gigantesque des mouvements instantanés de capitaux de toutes sortes et en annonçant la disparition à terme des contrôles de change rigoureux dans tous les principaux pays.

Forts de ces réflexions, nous pouvons maintenant jeter un coup d'oeil sur la période de flottement des taux de change que nous connaissons depuis plus de quinze ans. Je vois dans ce phénomène trois phases.

À la première, qui va jusqu'en 1979, on pourrait donner le nom de période «d'optimisme déçu». Bien des gens pensaient qu'une fois éliminées les contraintes de taux de change, les pays pourraient, pour reprendre une expression fort en vogue à l'époque, «commettre leurs erreurs tout seuls» sans en faire supporter les conséquences aux autres; quant au «spéculateur bienveillant» (autre expression des années 70), il se rendrait compte qu'une fois éliminés les déséquilibres initiaux, les taux de change étaient en fait assez stables. D'autres (notamment un certain nombre de gouvernements) allaient plus loin : ils croyaient apparemment que la suppression des contraintes de taux de change entraînait la quasi-suspension des lois de l'économie, leur laissant toute latitude en matière de politique économique. Comme l'a observé l'éminent Henry Wallich à l'époque, «d'aucuns pensaient que les taux de change flottants pouvaient guérir le cancer». En réalité, comme on sait, l'instabilité des taux de change s'est accentuée, et non atténuée, au fil des ans; en outre, l'inflation s'est accélérée dans le monde entier pour atteindre un rythme record très dangereux.

C'est ainsi qu'on arrive à la deuxième période, 1979–1985, que l'on pourrait appeler période de la «vertu insuffisante». Les grands pays décidèrent tous de faire de la baisse de l'inflation leur objectif prioritaire et, pour

l'atteindre, d'avoir recours essentiellement à une nouvelle (ou nouvellement redécouverte) contrainte intérieure : l'observation de règles strictes en matière d'expansion monétaire. En même temps, un groupe de pays membres de la CEE ont assigné au taux de change un nouveau rôle, sur lequel nous reviendrons. Mais aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon et ailleurs, nombreux sont ceux qui, loin de changer d'avis, croyaient encore plus fermement que le taux de change ne doit pas intervenir dans la prise de décision des pouvoirs publics. On estimait — et c'était l'opinion prédominante — que si tous les pays poursuivaient les mêmes buts vertueux, les choses s'arrangeraient d'elles-mêmes à l'échelle mondiale. Il en est allé tout autrement.

La plupart des pays ont réussi dans une large mesure à ramener l'inflation à des niveaux tolérables ou presque. Mais cette percée a eu des effets secondaires très désagréables. Le dosage des mesures économiques variait d'un pays à l'autre et, avec lui, variait forcément le degré d'austérité de la politique monétaire. Le respect de l'orthodoxie monétaire a donné une place prépondérante aux taux d'intérêt, dont l'influence s'est fait le plus sentir sur les mouvements internationaux de capitaux et, partant, sur les taux de change. Les pays n'ont pas ce qu'on pourrait appeler les taux de change qu'ils méritent. En particulier, l'application aux États-Unis d'une vigoureuse politique monétaire anti-inflationniste (qui a en grande partie réussi), alors que par ailleurs était menée une politique budgétaire expansionniste, s'est traduite par une surévaluation ridicule du dollar et un déficit extérieur en regard duquel tous les déséquilibres monétaires internationaux antérieurs paraissent insignifiants et qui expose les échanges commerciaux et la croissance de l'économie mondiale à de graves dangers.

Cette évolution a débouché sur la troisième phase, celle où nous sommes actuellement : la période de flottement des taux de change; on pourrait l'intituler «série de tâtonnements pour rétablir l'ordre». Comme l'a montré pour la première fois l'accord du Plaza, la plupart — mais pas encore l'ensemble — des dirigeants politiques estiment aujourd'hui qu'on ne peut pas laisser les taux de change flotter de manière totalement incontrôlée. Les autorités des pays qui composent le Groupe des Sept ont convenu, dans un premier temps, que le dollar devait baisser de façon très sensible; dans un second temps, elles ont fait observer que le dollar avait à peu près atteint le niveau voulu pour permettre l'élimination des déséquilibres internationaux et qu'il devait être stabilisé à ce taux. Et, en effet, le dollar est descendu de ses sommets vertigineux et est demeuré relativement stable, grâce notamment à l'intervention des banques centrales dans des proportions qui eussent été impensables avant le début des années 70.

Cependant, il est un groupe de pays qui, pendant toute la seconde et la troisième phases de la période de flottement des taux, a réussi à faire fonctionner un régime de parités fixes mais ajustables, au demeurant bien dans l'esprit de Bretton Woods. On ne saurait nier le succès du mécanisme

de change du Système monétaire européen (SME). Dans les pays qui en font partie, l'inflation a été jugulée tout aussi efficacement que dans ceux qui n'y appartiennent pas et, dans certains cas, elle l'a été en dépit de circonstances économiques et politiques qui auguraient mal de ce succès ou le faisaient paraître extrêmement difficile à obtenir. Les taux de change sont restés stables pendant de longues périodes dans la zone où les pays en question réalisent l'essentiel de leurs échanges commerciaux; enfin, les réalignements qui se sont imposés de temps à autre ne semblent pas avoir été différés outre mesure.

Il est toutefois intéressant de noter quelques caractéristiques du SME, aussi bien pour établir une comparaison avec le régime de taux de change fixes mais ajustables précédemment en vigueur à l'échelle mondiale que pour se faire une idée des vingt-cinq prochaines années. En premier lieu, plusieurs pays membres ont conservé une certaine forme de contrôle des changes — encore que, dans l'ensemble, les contrôles aient été moins rigoureux et moins généralisés que dans le cadre du système de Bretton Woods. En deuxième lieu, à l'instar des régimes précédents qui ont présidé à la stabilité des taux de change, mais là encore d'une façon moins marquée, le SME a fonctionné autour d'un pays et d'un taux de change dominants : la République fédérale d'Allemagne et le taux du deutsche mark. Or, en matière de stabilité des prix, l'Allemagne figure parmi les pays du monde qui ont obtenu les meilleurs résultats. En troisième et dernier lieu, il faut noter toutefois — et c'est ce qui distingue très nettement le SME du système de Bretton Woods — que le système monétaire européen n'est pas basé sur un avoir externe. L'Écu joue un certain nombre de rôles importants, mais il ne peut être échangé, à un taux unique, auprès du banquier du système, comme c'était (théoriquement) le cas de l'or dans le cadre du système de Bretton Woods. Cela veut dire, naturellement, que dans ce système les relations de change sont déterminées en fonction d'un nombre excessif de facteurs. En effet, aucun pays ou groupe de pays ne peut fixer unilatéralement son taux de change par rapport aux autres monnaies du groupe. Tous doivent intervenir simultanément. Grâce à l'ordinateur, les calculs par itération sont devenus certes un jeu d'enfant, mais, sur le plan politique, les difficultés peuvent être considérables et plus les pays membres sont nombreux, plus les problèmes se compliquent.

En somme, le fonctionnement et les contraintes du SME font essentiellement appel à l'esprit de collaboration des pays membres. Ce système fournit force matière à réflexion quant aux arrangements monétaires qui pourront être convenus à l'échelle mondiale, mais il ne faut pas oublier qu'il n'a pas encore été mis à l'épreuve dans un milieu où les mouvements de capitaux sont absolument libres et qui compte plus d'un pays dominant.

J'en viens maintenant — il est temps, me direz-vous — aux vingt-cinq prochaines années. Voyons tout d'abord l'évolution probable des facteurs

extérieurs, ceux qui échappent au contrôle des dirigeants politiques nationaux. J'imagine que, dans ce domaine, mes prévisions rejoignent celles d'un grand nombre d'observateurs et que, par conséquent, elles ne soulèveront pas trop d'objections. Malheureusement, même si tel est le cas, cela ne veut pas dire pour autant que mes prédictions ont plus de chances de se réaliser.

Commençons par examiner le développement ainsi que la répartition de la richesse et du pouvoir économiques. Même sur une période aussi longue, il est difficile d'imaginer que les changements seront assez profonds au cours du quart de siècle à venir pour qu'en sorte, une fois encore, une seule économie dominante. C'est là un phénomène qui a disparu à jamais. En revanche, ce qui semble probable, c'est que les États-Unis et le Japon continueront de se partager la première place, ce qui reviendra probablement pour les États-Unis à perdre encore un peu de terrain. Il se peut que ces deux puissances deviennent, d'une façon un peu plus formelle qu'aujourd'hui, le centre de blocs économiques et financiers plus ou moins solidement constitués. L'on voit très bien le Japon resserrer ses liens avec les pays d'Asie avancés, et, sur le continent nord-américain, le Canada, sans l'ombre d'un doute, et le Mexique, probablement, se rapprocher de leur grand voisin.

En Amérique du Sud, je pense que les choses évolueront de telle sorte que, par bonheur, nos préoccupations actuelles finiront par ne plus être d'actualité. En effet, j'imagine qu'au cours des vingt-cinq prochaines années, les grands pays d'Amérique latine se sortiront, d'une manière ou d'une autre, de leurs problèmes d'endettement et deviendront — surtout s'ils réussissent à tisser entre eux des liens à l'échelle du continent — d'importants acteurs dans les relations intercontinentales, sans doute reliés assez étroitement aux États-Unis et au dollar.

Quant à l'Europe, il est clair que l'intégration économique y aura fait des progrès. Reste à savoir dans quelle mesure! On pourrait peut-être aller jusqu'à dire que, à un certain moment au cours des vingt-cinq prochaines années, le Royaume-Uni décidera que l'heure est venue d'entrer dans le SME; et si «1992» n'arrive pas en 1992 — ce qui est fort probable —, le pas aura sûrement été franchi en l'an 2013. Mais pour en revenir au sujet qui nous intéresse aujourd'hui, la question fondamentale est de savoir si une véritable banque centrale et une véritable monnaie commune auront vu le jour. Sur ce point, je me range parmi les sceptiques. Une chose est sûre, c'est que dans le passé, il aurait été impensable de prédire que des nations, en Europe ou ailleurs, abandonneraient un jour une part de leur souveraineté; aujourd'hui encore, je suis porté à croire que l'émergence d'une véritable banque centrale pour la communauté européenne, émettant une véritable monnaie commune, représenterait un tournant politique vraiment très fondamental.

Certes, il est probable que les nations qui composent la CEE vont nettement intensifier leur collaboration en matière de politique économique et financière vis-à-vis de l'extérieur, et harmoniser de plus en plus leurs politiques internes. Si l'on observe toutefois ce qui s'est déjà passé dans ce domaine depuis 1963, les changements sont manifestement d'ordre quantitatif et non qualitatif : ils ont été nettement plus lents à se concrétiser que ne l'avaient imaginé les visionnaires de l'époque. Alors même que les communications se développent, qu'un plus grand nombre de gens voyagent, que l'anglais s'affirme comme *lingua franca*, il n'est pas rare de constater, ô paradoxe, que les revendications en faveur d'une identité nationale s'intensifient au niveau local, en particulier pour des raisons linguistiques. On pense au cas de la Belgique et du Pays de Galles. Mais si j'ai des doutes quant à une véritable union monétaire, c'est pour une raison plus profonde, à savoir la difficulté de convaincre *complètement* les marchés qu'un lien monétaire est permanent et irréversible. Rappelez-vous la livre britannique et la livre irlandaise qui, pendant des décennies, ont été utilisées pratiquement comme une seule et même monnaie; eh bien ce lien n'a pas résisté à l'évolution des circonstances. À mon sens, pour rattacher deux monnaies entre elles, il n'est pas de cadenas dont chaque ministre des finances ne possède une clé qu'il ne soit prêt, le moment venu, à utiliser comme bon lui semble.

Il est vraisemblable, comme je l'indiquerai plus loin, qu'au cours du quart de siècle à venir, la part de souveraineté effective des différents gouvernements, même des plus grands pays, sera fortement réduite. Mais cela ne veut pas dire que le transfert volontaire de souveraineté à un groupe de pays sera plus facile ou plus probable. Bien au contraire.

Il me semble très probable que les pays d'Europe occidentale qui ne font pas partie de la Communauté européenne établiront des liens encore plus étroits avec celle-ci par le jeu des échanges commerciaux et des mouvements généraux des taux de change. De cette manière, l'Europe deviendra un bloc très étendu avec un rôle relativement plus important qu'aujourd'hui, sans pour autant devenir, à mon avis, une entité monétaire distincte et indissoluble.

On s'est peut-être trop empressé de prédire en 1963 que les pays communistes occuperaient une place de plus en plus importante sur le marché libre des biens, des services et des capitaux. Cependant, bien que leurs progrès passés aient été décevants, je pense que la Chine à coup sûr, les pays d'Europe de l'Est très probablement et peut-être même la Russie, acquerront au cours des vingt-cinq prochaines années une force économique et un aplomb politique suffisants pour se rattacher sinon complètement, du moins assez étroitement, au monde des monnaies convertibles.

Sans en dire davantage sur l'évolution possible de la situation en Inde et dans le reste de l'Asie ou le reste du monde, le tableau se dessine assez clairement : il y aura un nombre assez élevé de grands blocs économiques.

De surcroît — et ce sera là un événement majeur s'il se produit (sous certaines réserves que nous préciserons) — je pense que le rapport importations/PNB s'accroîtra sensiblement dans tous les pays comme il l'a fait ces vingt-cinq dernières années dans la plupart d'entre eux (hormis, il est vrai, le Japon).

Voyons maintenant quelles perspectives s'ouvrent dans le domaine de l'informatique. Apparemment, il n'y a là aucune raison pour que l'expansion presque exponentielle de ces vingt-cinq dernières années ralentisse sensiblement. Mais cela suppose une évolution qu'il est presque impossible, littéralement, d'imaginer. Un ordinateur aussi puissant que le cerveau humain sera devenu plus petit que ledit cerveau humain bien avant l'an 2013.

Le coût relatif du matériel et des logiciels ainsi que toutes leurs combinaisons possibles continuera à baisser et, à la fin de la période qui nous intéresse, ce que j'ai appelé la démocratisation des marchés financiers sera achevée. Dans presque toutes les régions du monde, n'importe quel agent pourra, avant de prendre une décision, se brancher sur un réseau mondial d'informations, à la fois pour se tenir au courant de l'évolution du marché et pour effectuer ses propres opérations. Les flux financiers de toutes sortes en deviendront encore plus importants et omniprésents. Il est certain que cela éliminerait à jamais la possibilité d'un contrôle des changes efficace (déjà fort réduite, comme nous l'avons vu). Ce qui est moins sûr, c'est que cette évolution entraîne une augmentation, exponentielle elle aussi, de l'instabilité des taux de change et des taux d'intérêt. Le développement récent et très rapide des techniques financières de couverture sous forme de swaps, contrats à terme sur produits financiers, options, etc., loin de ralentir, va probablement s'accélérer, ce qui aura peut-être quelque effet neutralisant.

À mon avis, un changement aura lieu parallèlement dans le domaine des biens et des services non financiers : une grande partie de ce qui est aujourd'hui transporté physiquement au-delà des frontières comme objet des échanges commerciaux n'aura plus besoin de l'être. Déjà, grâce au développement de la transmission par fac-similé et à l'utilisation des satellites, les journaux n'ont plus besoin d'être envoyés par avion d'un pays à l'autre ni de passer la douane; ils peuvent être imprimés entièrement dans des pays autres que ceux où ils sont rédigés. Nul doute que cet exemple simple et désormais courant sera mille fois répété. À mesure que la somme d'informations et d'instructions deviendra une partie de plus en plus grande de la valeur ajoutée de nombreux produits, il est probable que le volume des échanges physiques tels que nous les connaissons actuellement diminuera proportionnellement.

Tout cela donne le vertige et nous ferions bien de nous arrêter un instant pour y réfléchir. Le passé regorge de prédictions de révolutions technologiques qui n'ont jamais vu le jour — ou qui se sont produites beaucoup plus lentement que le prévoyaient les enthousiastes. (Pendant les années 30, par

exemple, bien des gens s'attendaient à ce que nous ayons tous sous peu des hélicoptères privés et une aire d'atterrissage sur le toit.) Peut-on vraiment extrapoler les tendances de ces dernières années dans ce domaine? Dans l'ensemble, je le crois.

Les années à venir ne seront peut-être pas de tout repos : elles nous réservent peut-être une grave récession. Quant au climat politique, il pourrait fort bien changer : la libéralisation des dernières années pourrait faire place à la restriction et à la protection. Mais tout porte à croire que ce mouvement de restriction aura de plus en plus de mal à être efficace. Il est probable qu'un concours de circonstances suscitera l'apparition, dans différents domaines, d'un petit nombre d'organisations privées véritablement mondiales — groupes multinationaux opérant dans l'industrie, le commerce et les services financiers — dont on pourra difficilement ignorer la puissance.

Dans le monde que nous venons de dépeindre, quelles sont les chances d'un système monétaire international? Tout d'abord, je ne vois aucune puissance s'affirmer de façon prédominante et, par conséquent, aucune entité jouer, à elle seule, le rôle de banquier du système. Ensuite, il ne semble guère probable qu'un avoir de réserve externe voie le jour, ou ne réapparaisse. L'or conservera, j'en suis sûr, son rôle important de réserve de valeur. Le DTS et l'Écu seront d'importantes unités de compte et seront utilisés de plus en plus dans les transactions internationales. Peut-être que, comme il est apparemment bien vu de le préconiser, des paniers de produits primaires, dont l'or, serviront d'indicateurs de référence pour la conduite de la politique économique.

Mais ce ne sont là que des rôles mineurs comparés à la place que tenait clairement l'or avant la première guerre mondiale et à celle qu'il était censé tenir dans le système de Bretton Woods. Pour qu'un avoir de réserve puisse véritablement servir de base à un système, il faut que les pays soient prêts à s'y lier de manière formelle et contraignante. À mon sens, une fois que les pays ont découvert qu'ils peuvent rompre ces liens formels sans subir de conséquences vraiment désastreuses, tout se passe comme s'ils avaient goûté au fruit défendu. Dans toute l'histoire monétaire internationale, l'une des remarques les plus saisissantes qui ait été faite est celle d'un membre du gouvernement travailliste de 1929–31 au Royaume-Uni, qui déclara, lorsque le gouvernement suivant abandonna l'étalon-or : «On ne nous a jamais dit que c'était possible!» Presque quarante ans plus tard exactement, les États-Unis ont fait la même chose pour échapper aux contraintes qui leur étaient imposées; et je vois mal comment, à l'avenir, les peuples et les gouvernements pourront doter un avoir externe — certainement pas l'or, et encore moins un papier-monnaie — d'un pouvoir de contrainte suffisant pour faire partie d'un système international.

Il faut donc nous attendre à vivre un jour dans un monde de type oligopolistique : le pouvoir sera morcelé d'une façon à la fois compliquée et

sans doute informelle entre un petit nombre de grandes nations ou de blocs dont la puissance sera en réalité moins grande qu'elle n'en aura l'air à bien des égards en raison du pouvoir omniprésent des grandes sociétés et des techniques d'information. Dans ces conditions, comment les pays se comporteront-ils? Verra-t-on se développer lentement mais sûrement le système de zones cibles dont on parle tant actuellement? C'est possible. Mais des zones cibles n'auraient guère de sens sans une définition précise du cadre d'action dans lequel elles seraient censées opérer. On l'a vu, la concentration sur les politiques monétaires intérieures, au détriment de la politique budgétaire, entre autres, a en fait déstabilisé les taux de change, même si les principaux pays partagent le même objectif final : juguler l'inflation.

Il a été suggéré que dans un certain sens les principaux pays mettent en oeuvre une politique monétaire commune, fondée sur un concept de masse monétaire mondiale, et non plus d'une série de masses monétaires nationales. Cela pose des tas de problèmes qui, selon toute probabilité, ne sont pas près de disparaître : notamment la difficulté, devenue si ardue ces dernières années, d'identifier un groupe particulier d'avoirs financiers (désigné par le vocable de «monnaie») qui ait une relation discontinue avec le reste des avoirs financiers, risque fort de s'accroître au lieu de s'atténuer.

En pratique, il me semble que nous devons nous contenter d'un débat permanent et désordonné sur tous les aspects de la politique économique des principaux pays, en particulier les États-Unis et le Japon. Par ailleurs, les divers acteurs devront, pour des considérations d'ordre international, s'éloigner bien plus qu'ils ne le font aujourd'hui de la politique économique que, dans l'idéal, ils souhaiteraient suivre.

La route pour en arriver là sera semée d'embûches. De nombreux systèmes de zones cibles seront adoptés mais succomberont sous le poids des circonstances. Les périodes de concorde alternent avec les périodes de discorde. Mais il est peut-être permis d'espérer qu'il finira par en sortir quelque chose de viable; peut-être les pouvoirs souverains intéressés comprendront-ils, à force de leçons répétées, les inconvénients auxquels ils s'exposent en ne tenant pas compte, dans toute leur ampleur, des conséquences de leurs politiques nationales. Peut-être l'ouverture relative des grandes économies elles-mêmes et le pouvoir relatif des grandes sociétés multinationales combineront-ils leurs effets pour pousser inexorablement les grandes puissances vers une forme de collaboration maladroite mais de plus en plus étroite. Les autres nations, moins grandes et au pouvoir plus restreint, lieront leur destin à l'une ou à l'autre puissance.

À mon sens, on ne pourra pas parler de système. En outre, à maints égards, la situation aura cela de peu engageant qu'elle n'assurera pas l'égalité de traitement des divers pays, quelle que soit leur taille, comme semblait l'assurer le système de Bretton Woods, encore que même là, cette égalité était plus apparente que réelle. À l'avenir, nous serons sans doute amenés à reconnaître l'inégalité comme une réalité incontournable. Cer-

tains d'entre vous se rappelleront peut-être que vers la fin de la dernière guerre mondiale, il y avait, en face du système de Bretton Woods proposé, un contre-projet pour le régime monétaire international de l'après-guerre : c'était le système fondé sur une monnaie clé qu'avait préconisé John L. Williams, de la Federal Reserve Bank de New York. À l'époque, son idée n'a pas eu de succès, et c'était probablement mieux ainsi. Le Royaume-Uni n'aurait pas été capable d'assumer la charge que ce système impliquait pour la livre sterling. Mais peut-être que cinquante ans plus tard, les idées de M. Williams pourraient porter leurs fruits, sous une forme qu'il n'aurait sans doute jamais imaginée, avec le dollar et le yen comme monnaies clés.

* * *

SIR JEREMY MORSE : Merci beaucoup, Kit, de ce brillant coup d'envoi. Et maintenant, la parole est à Tommaso Padoa-Schioppa.

Vers un nouveau système de parités ajustables?

Tommaso Padoa-Schioppa

Monsieur le Président, Mesdames et Messieurs, parler devant cet auditoire sur un thème aussi délicat que l'évolution du système monétaire international au cours des vingt-cinq prochaines années, est à la fois un grand honneur et une tâche quasiment impossible, que rend plus ardue encore la haute qualité des conférences de tant de mes illustres prédécesseurs.

Vingt-cinq ans, ce serait une perspective bien plus lointaine qu'à l'accoutumée pour tout responsable des affaires publiques, a fortiori pour un directeur de banque centrale. Ma première question sera donc la suivante : quels changements peut-on envisager sur une telle période?

Certains changements d'une grande portée peuvent se produire très rapidement. La conférence de Bretton Woods a duré environ trois semaines; le régime des parités fixes a été aboli en un jour, le 15 août 1971; il a fallu environ six mois pour mettre en place le Système monétaire européen (SME). Qui plus est, le premier et le dernier de ces événements ont été précédés d'une période de gestation relativement courte. D'autres changements ont mis plus de temps à s'opérer, de quinze à vingt ans : le retour à la convertibilité des monnaies s'est fait attendre, de même que l'apparition de progrès sensibles dans la libéralisation du commerce international et, plus récemment, celle d'une nouvelle tentative des pays industrialisés pour assurer ensemble la régulation des taux de change. Il faut parfois élaborer et adopter en hâte des plans de réforme afin de tirer parti de circonstances favorables mais éphémères. Cependant, les idées sous-jacentes et les réalités économiques, elles, évoluent lentement.

Mon propos n'est pas ici d'élaborer des plans. Bien plutôt, convaincu que je suis que le futur est à l'état latent dans le présent, je m'attacherai à définir pour l'avenir un système viable qui pourrait surgir de germes discernables aujourd'hui. Pour se livrer à ce genre d'exercice intellectuel, il faut une certaine dose d'optimisme; afin d'en trouver un peu, je tâcherai d'envisager essentiellement la deuxième moitié du prochain quart de siècle. Quant à la mise en oeuvre, elle exige tout à la fois de la logique économique, une idée exacte de ce qui est réalisable, la ferme volonté d'atteindre des objectifs lointains et de la chance pour faire bonne mesure.

Le système de Bretton Woods et le SME sont les seuls systèmes monétaires structurés que nous ayons connus depuis la deuxième guerre mondiale. Il est naturel, au vu de leur durée et de leur rôle historique, de s'y référer, plutôt que d'évoquer un système antérieur, lorsque l'on réfléchit à l'évolution future des relations monétaires internationales. Étant donné mon âge et ma carrière, ce que je sais du système de Bretton Woods (sans parler de celui de l'étalon-or) je l'ai appris dans des livres, tandis que le SME, j'y ai eu affaire de par mes fonctions mêmes. C'est pourquoi les enseignements, pratiques et théoriques, que l'on peut tirer du SME sont probablement ceux qui m'influencent le plus. Néanmoins, mes remarques ne se rapporteront souvent au SME que de façon implicite. Bien plus, lorsque j'y ferai nommément référence, ce sera pour expliquer qu'une transplantation directe de son mécanisme au système monétaire international serait une opération risquée.

Les limites des systèmes qui ne sont que des pis-aller

Depuis la parution de l'essai de Kant intitulé «Projet de paix perpétuelle», la solution radicale aux problèmes des relations internationales a toujours été la création d'un «gouvernement universel». Cela n'est pas moins vrai en matière d'économie que dans les sphères plus vastes de la politique, et ce pour deux raisons : premièrement, parce que l'activité économique ne peut se développer convenablement sans quelque forme de gouvernement; deuxièmement, parce que les frontières nationales des états ne coïncident plus avec celles des marchés. Pour résoudre la contradiction qu'impliquent ces deux propositions, il faut aller jusqu'à concevoir une utopie ou, en d'autres termes, une institution habilitée à gouverner les affaires économiques du monde entier.

Si nous détachons notre regard de ces hauteurs utopiennes pour le ramener au monde moderne, alors les difficultés que pose l'élaboration d'un ordre monétaire international viable sont telles qu'il nous faut un cadre logique pour ordonner nos pensées. Celui qui me paraît le plus simple et le plus révélateur peut se schématiser de la façon suivante : au sein d'un groupe de pays, il ne peut y avoir simultanément, liberté des échanges commerciaux, totale mobilité des capitaux, fixité des taux de change et indépendance des politiques macroéconomiques nationales. Lorsqu'ils se rencontrent tous les quatre à la fois, ces éléments forment un «quatuor discordant» et tout système dans lequel ils coexistent comporte forcément un ou plusieurs éléments de trop¹.

¹Dans la conférence Per Jacobsson qu'il a prononcée en 1972, Henry Wallich notait que cette incompatibilité est «un fait bien connu des économistes, mais qui n'avait jamais été explicitement reconnu dans nos institutions ou dans l'énoncé de nos principes de politique nationale». Voir Henry C. Wallich, *La crise monétaire de 1971 — Les enseignements que l'on peut en tirer*, p. 6-8.

Dans notre langue courante, non utopienne, nous avons coutume de dénommer «système» tel ensemble d'«arrangements» monétaires qui supprime ou limite un, voire plusieurs, des quatre éléments précités, sans fournir une solution véritablement «kantienne», sous la forme d'une union monétaire supranationale. Cependant, tant qu'il y a conflit entre les différents objectifs nationaux et que certains pays restent en mesure d'imposer leurs vues aux autres, il y a, inhérent dans ces arrangements, un facteur d'instabilité qui fait qu'ils ne peuvent être durables. Les procédés spéciaux utilisés pour réduire les discordances ne sont rien d'autre que des artifices. Leur efficacité va en diminuant et la discordance resurgit inévitablement quelque part dans le système. C'est ce qui fait que ces arrangements ne sont que des pis-aller.

On peut interpréter l'histoire monétaire internationale de l'après-guerre comme une série de manifestations périodiques du «quatuor discordant», suivies de réactions et de périodes d'adaptation.

L'ordre économique créé à Bretton Woods et à La Havane reposait sur la liberté des échanges commerciaux et la fixité des taux de change; on résolvait la contradiction dans ces termes en autorisant (et même en encourageant) la réglementation officielle des mouvements de capitaux. En principe, l'autonomie des politiques macroéconomiques nationales, quatrième élément de notre quatuor, était préservée; en pratique, les États-Unis exerçaient une influence puissante sur leur formulation.

Par la suite, on a pu à la fois constater que le système était capable de promouvoir une croissance économique ordonnée et soutenue, et assister à l'éclatement de ces contradictions internes. En bref, l'expansion rapide du commerce mondial a rendu nécessaire une libéralisation du système des paiements internationaux, qui a causé le retour à la convertibilité des monnaies, et entraîné par le fait même l'abandon progressif des restrictions à la mobilité des capitaux. Par ailleurs, en raison de la croissance économique rapide de l'Europe et du Japon, la prépondérance des États-Unis s'est émoussée et le dollar a commencé à faiblir. Au début des années 70, on en était revenu au point de départ. Les deux fonctions qui, par l'accord de Bretton Woods, avaient été réservées aux autorités, à savoir la régulation des taux de change et la gestion des flux de capitaux internationaux, avaient été livrées aux forces des marchés². La méthode toute simple mise au point dans les années 40 pour ramener l'harmonie dans le quatuor discordant a fait place à un système plus complexe dans lequel chacun des quatre éléments était restreint d'une certaine manière, de façon à laisser du jeu aux autres. Même la tentation de limiter les courants d'échanges est devenue plus forte après l'effondrement du régime de Bretton Woods, et divers pays y ont cédé en plus d'une occasion.

²Les deux événements qui ont marqué la transition, l'abandon des parités définies par l'accord de Washington et la décision de laisser les marchés recycler les excédents pétroliers, étaient liés et presque simultanés.

Les taux de change

Le passage au régime des taux de change flottants semblait inévitable et a été rendu irréversible par le premier choc pétrolier et la flambée des cours des autres produits primaires. Ce changement de régime a été accueilli avec satisfaction par la plupart des économistes universitaires et avec soulagement par nombre de gouvernants; ils étaient persuadés que si les taux de change étaient déterminés par le jeu des forces du marché, cela assurerait l'ajustement extérieur, résoudrait les conflits entre les politiques nationales et les libérerait de la contrainte extérieure³.

Les événements des années 70 et 80 ont démenti ces espoirs. Certes, il ne fait pas de doute que les variations des taux de change ont souvent permis de maintenir la liberté des échanges commerciaux face à des bouleversements réels d'une ampleur sans précédent. En définitive, toutefois, les marchés n'ont pu maintenir les taux de change à des niveaux en rapport avec leurs éléments constitutifs fondamentaux, ce qui a entraîné des mésalignements prononcés et prolongés⁴. Les cycles d'évolution des taux de change réels ont provoqué une tension des relations commerciales et attisé le protectionnisme, faussé les calculs de coûts et bénéfices, enfin causé une mauvaise affectation et un gaspillage de ressources. Face aux déséquilibres naissants, les mouvements des taux de change auraient dû avoir un effet stabilisateur; or, les redressements se sont opérés tardivement, souvent sur des marchés en pleine confusion. L'interdépendance économique et l'interaction des politiques nationales sont demeurées fortes, plus en raison des liens «réels» au niveau de la production et des échanges de biens et de services que sous l'effet d'un régime de change particulier.

En Europe, la constatation du coût et de l'inefficacité d'un système où les monnaies flottaient librement a mené en 1979 à la création du SME, qui rendait aux autorités officielles la garde des parités. Au plan mondial, l'Accord du Plaza (septembre 1985) et celui du Louvre (février 1987) marquent le retour à un système de régulation conjointe des changes par les autorités. Les dispositions dont le Groupe des Sept est convenu en décembre 1987 (Louvre II) constituent encore un progrès dans cette direction.

À mon sens, ces accords représentent une avance prudente et, si j'ose dire, en éclaircisseur sur le terrain longtemps désaffecté des parités ajustables.

³Ce point de vue était inspiré dans une large mesure par l'article qu'a publié Milton Friedman en 1951, alors que l'hégémonie économique et politique des États-Unis dans le monde occidental était incontestée, que les mouvements de capitaux étaient très réglementés et qu'il n'y avait encore qu'un faible degré d'intégration commerciale et financière entre les pays industrialisés. Il est à noter que Friedman recommandait l'adoption de taux de change flottants par les États-Unis, où le rapport importations/PNB était de 5 % à peine, de sorte qu'il n'y avait guère de chance que les répercussions intérieures des variations du taux de change paraissent importantes.

⁴Les mésalignements peuvent résulter aussi bien d'une variabilité excessive des parités, comme cela s'est produit sous le régime des taux de change flottants, que d'une variabilité insuffisante des parités, comme c'était le cas dans le système de Bretton Woods; cependant, les mésalignements étaient nettement plus prononcés dans les années 70 et 80.

Cette expression a souvent mauvaise presse car elle rappelle l'agonie du système de Bretton Woods, durant laquelle, précisément, les «ajustements» ne s'opéraient plus et les «parités» restaient obstinément fixes. Mais à quel système avons-nous affaire, sinon à un système du type «parités ajustables» lorsque les autorités gouvernementales prennent position sur le niveau des taux de change ou le sens dans lequel ils devraient évoluer, définissent à partir de cette position des «zones cibles» pour les variations des taux de change, défendent cette position par des interventions sur le marché des changes, coordonnées dans leurs moindres détails (moment, techniques et montants), et se réunissent périodiquement pour faire le bilan de la situation?

Les grands pays industrialisés vont-ils bientôt battre en retraite, laissant derrière eux les accords du Plaza et du Louvre, vestiges isolés d'une phase de coopération «de circonstance» qui n'auront été que des interludes dans une longue période de négligence des taux de change? C'est possible. Cependant il me semble plus probable que ces accords marqueront le début d'une phase d'où pourrait sortir un nouveau système monétaire international, et il me paraît certainement bien plus souhaitable qu'il en soit ainsi.

Il y a de bonnes raisons de faire des taux de change l'élément pivot de la coopération économique : leur définition est sans ambiguïté; ils sont le principal lien qui unit un pays à l'autre, et la réalité par laquelle s'exprime avant tout leur interdépendance; bien des instruments dont disposent les pouvoirs publics, notamment les interventions sur les marchés, la gestion des taux d'intérêt et la régulation de la demande intérieure, influent sur eux et réciproquement; ils ont une incidence dans tous les domaines de l'économie nationale; enfin, leurs écarts de comportement constituent une menace sérieuse pour l'avenir du libre-échange.

Pour arriver à un système de parités ajustables plus structuré que l'approche pragmatique du Groupe des Sept, il faudrait se doter d'un ensemble de dispositions plus précises concernant la définition de la parité, la marge de variation autorisée, le degré de symétrie des marges et des règles d'intervention, l'annonce publique des engagements pris, etc. Ces questions cruciales sont certes délicates. Néanmoins, il y a lieu de croire que les innombrables études qui ont été faites sur les régimes de change et l'imagination fertile des spécialistes qui en sont chargés seront une source d'inspiration suffisante pour les dirigeants gouvernementaux. Aussi, permettez-moi de revenir à d'autres éléments qui, en plus du régime de change, doivent composer un système monétaire international.

La mobilité des capitaux et l'héritage de dettes

Plusieurs facteurs ont fait que les marchés privés se sont chargés d'assurer la mobilité des capitaux : la complémentarité des transactions réelles et financières; le souci d'échapper aux réglementations et aux impôts; l'apparition de nouveaux instruments financiers et les progrès des communications; la conviction que la mobilité des capitaux et la mondialisation des marchés

financiers permettraient une affectation plus rationnelle des ressources, et enfin l'élargissement du fossé international entre épargnants et emprunteurs finaux, bien illustré par les excédents et les déficits pétroliers.

Sur le marché financier mondial, deux aspects de la mobilité des capitaux en sont venus à revêtir une importance particulière : la diversification des monnaies et l'investissement direct.

Commençons par la diversification des monnaies. Nombreuses sont les transactions qui n'ont pas tant pour objet de transférer des capitaux de résidents d'un pays à ceux d'un autre mais plutôt de modifier la composition par monnaie des portefeuilles d'investissement. En outre, les émissions sont de plus en plus souvent libellées dans des monnaies autres que la monnaie nationale de l'émetteur. Il est peut-être inévitable et même — à certaines conditions et moyennant certaines précautions — souhaitable de laisser à tous les emprunteurs et prêteurs (souverains notamment) entière liberté pour choisir la monnaie qui servira à libeller leurs opérations. D'un autre côté, les mesures visant à compenser les effets qu'une «pure» diversification des monnaies a sur le taux de change ne devraient pas être censurées, au nom de l'affectation rationnelle des ressources, aussi sévèrement que les mesures qui ont trait aux autres mouvements de capitaux ou aux échanges commerciaux.

Venons en maintenant à l'investissement direct. En rachetant des entreprises ou en agrandissant leurs installations, les grandes sociétés internationales ont de plus en plus tendance à disperser leur production dans différentes zones monétaires, non seulement pour tirer parti de conditions plus favorables à la production, mais aussi pour échapper aux restrictions commerciales et éviter les risques de change. Ainsi, il y a de plus en plus de chances pour que, dans telle ou telle branche d'activité, les employeurs et les employés ne soient pas de la même nationalité, et c'est là une manière d'estomper les frontières économiques qui peut avoir un effet stabilisateur positif.

Il y a des rapports très étroits entre l'héritage de dettes et la mobilité des capitaux. Dans son évolution, le système monétaire international portera pendant de nombreuses années les stigmates des énormes dettes accumulées durant les années 70 et le début des années 80 par certains pays en développement et, plus récemment, par les États-Unis⁵. Une telle accumulation de

⁵L'escalade des dettes des années 80 suggère des rapprochements avec certains épisodes passés. Le problème des balances sterling, comparable à celui de la dette des États-Unis, a retardé la reprise économique du Royaume-Uni après la deuxième guerre mondiale et accéléré le déclin du rôle de monnaie de réserve de la livre. Les réparations exigées de l'Allemagne et son endettement extérieur considérable durant les années 20, que l'on peut rapprocher des problèmes d'endettement des pays en développement, ont précédé le début de la Grande Dépression en Allemagne, et en ont accentué la gravité. Par contre, l'endettement extérieur des États-Unis à la fin du XIX^e siècle n'est pas comparable à la dette que ce pays est en train d'accumuler durant les décennies qui précèdent l'an 2000. Au siècle dernier, les flux de capitaux provenaient de pays dont l'économie était plus avancée et ils venaient s'investir aux États-Unis pour en financer le développement, accroissant ainsi le capital national. Au contraire, l'essentiel des apports de capitaux des années 80 a été utilisé pour financer les déficits et la consommation du secteur public.

dettes, qui n'aurait pas été possible si les marchés financiers n'avaient pas été si ouverts, ne peut manquer d'influer sur le système monétaire international de diverses manières. Parce qu'ils ne peuvent pas se passer d'apports continus de capitaux étrangers, les pays débiteurs ne peuvent pas non plus faire la sourde oreille aux avis des créanciers internationaux. Les dettes ont pris des proportions telles qu'elles font peser en permanence sur l'économie mondiale la menace d'une crise de confiance et de l'instabilité financière. Par ailleurs, les emprunts extérieurs des États-Unis risquent de hâter la déchéance du dollar qui cessera d'être le premier instrument de réserve, et de causer des accès périodiques d'instabilité sur le marché des changes.

Que l'on juge positive ou négative la contribution des flux de capitaux à court terme au bien-être économique mondial (et, quant à moi, je suis assez sceptique sur ce point), le libre mouvement de capitaux assortis de toutes sortes d'échéance restera longtemps un trait distinctif des relations monétaires internationales, sur un fond d'instabilité financière latente, mais parfois manifeste. Il n'est pas possible, ni d'ailleurs souhaitable, d'espérer concilier les quatre éléments du quatuor discordant en restreignant la mobilité des capitaux. Ce que nous pouvons et devrions faire, c'est d'éviter que la mobilité des capitaux et l'héritage de dettes ne créent des perturbations dans le régime de change.

À cette fin, il faudra une formule bien plus complexe que celle de 1944. Ses ingrédients devront être un dispositif mondial de contrôle de la saine gestion des marchés et des institutions financières, davantage de liberté et de garanties pour l'investissement direct, la coopération des créanciers et des débiteurs pour protéger les avoirs, enfin des instruments qui permettent d'éviter les conséquences peu souhaitables des opérations dont l'objectif est purement et simplement la diversification des monnaies.

De la coordination ou une monnaie internationale?

L'évocation d'un système de régulation internationale des changes et d'un haut degré de mobilité des capitaux nous amène au quatrième élément de notre quatuor discordant : l'indépendance des politiques économiques nationales. À cet égard, les répercussions de la politique monétaire menée par les pays dont la monnaie sert d'instrument de réserve sur les taux de change et sur les liquidités internationales revêtent une importance cruciale.

Pour avoir un système monétaire national stable, il faut veiller à ce que la monnaie soit en quantité suffisante pour satisfaire les besoins du commerce, mais aussi suffisamment rare pour conserver une valeur stable. Dans une économie composée de plusieurs nations souveraines, un système n'offre les mêmes garanties que s'il satisfait à deux exigences que l'on peut dénommer «unicité» et «stabilité». Qui dit à la fois régulation conjointe des taux de change et mobilité des capitaux dit politique monétaire unique, commune à toute la zone; en outre, la stabilité des prix requiert l'existence

d'un système institutionnel chargé de veiller à ce que cet objectif demeure prioritaire, lorsqu'il entre en conflit avec d'autres fins⁶.

En théorie, il serait possible de prendre pour point d'ancrage de la politique monétaire soit une monnaie nationale, soit une monnaie internationale, soit un ensemble de monnaies nationales. Examinons brièvement chacune de ces trois possibilités.

Avec une seule monnaie nationale, on satisfait à l'exigence de l'unicité, mais il y a peu de chances d'obtenir une stabilité durable. Jamais aucun système dans lequel une monnaie nationale servait aussi de moyen de paiement international n'a pu s'affranchir complètement de toute contrainte exogène. Le système de Bretton Woods s'est le plus rapproché de cette formule extrême, mais l'histoire montre qu'elle comporte un risque : il se peut, en effet, que le pays dont la monnaie est utilisée comme instrument de réserve abuse de ses pouvoirs de seigneurage (mondial). D'un autre côté, chercher à limiter ce risque en décrétant que la monnaie est convertible en un avoir «extérieur» tel que l'or, c'est exposer le système au type d'instabilité à long terme qu'a analysé Triffin. À moins que, par l'effet du hasard, les stocks de l'actif extérieur retenu n'augmentent au même rythme que la demande de liquidités internationales, il y a de fortes chances pour que tout système d'étalon-marchandise, quel qu'il soit, entraîne des cycles arbitraires d'inflation et de déflation. Qui plus est, si pour satisfaire la demande de liquidités internationales, on laisse grossir la masse de monnaie fiduciaire par rapport aux réserves d'or, la convertibilité finira par voler en éclat.

La communauté internationale s'est périodiquement retrouvée en passe d'adopter la deuxième solution, à savoir une monnaie créée par accord international, solution qui est sans doute plus séduisante intellectuellement et qui se rapproche le plus de l'utopie. Keynes a proposé le Bancor. Le DTS, le mécanisme de règlement en actifs, et le projet de compte de substitution représentent autant d'initiatives qui vont toutes dans ce sens. Il se pourrait que le SME parvienne à une solution de ce genre au niveau régional, et cela pourrait être un facteur décisif qui accrédirait l'idée d'en faire autant au niveau mondial. Les difficultés à surmonter sont toutefois manifestes. Premièrement, il faudrait se départir catégoriquement de la souveraineté nationale au profit d'une institution qui serait dotée de pouvoirs équivalents à ceux d'une banque centrale nationale. La régulation monétaire ne peut en effet se faire par voie de négociation multilatérale. Deuxièmement, les

⁶Il ne suffit pas de fixer les parités puisque le niveau mondial des prix reste indéterminé : en principe, les taux de change peuvent être stables, quel que soit le taux d'inflation dans les pays dont la monnaie sert d'instrument de réserve. Pour résoudre ce problème connu couramment sous le nom de problème du nième pays, diverses solutions ont été proposées, qui vont de la régulation de la masse monétaire mondiale, préconisée par McKinnon, à la stabilisation des cours mondiaux des biens échangés ou d'un indice des cours des produits primaires, voire au retour à une forme d'étalon-or. En dernière analyse, toutes ces propositions impliquent que les objectifs de politique nationale soient subordonnés à quelque norme ou objectif établi de l'extérieur.

marchés financiers internationaux sont une source de liquidités si abondante qu'il pourrait paraître illusoire de songer même à maîtriser le processus d'ajustement international par l'offre d'une monnaie internationale.

Cela revient à dire que, selon toute vraisemblance, le système à multiples monnaies de réserve continuera d'exister et d'évoluer pendant plusieurs années. L'endettement extérieur des États-Unis et les excédents de la République fédérale d'Allemagne et du Japon réduiront la disparité des rôles des trois monnaies clés et continueront à promouvoir l'internationalisation des marchés des capitaux en deutsche mark et en yen. Si le SME poursuit son évolution dans le sens de l'union monétaire, l'Écu, redéfini, pourrait devenir une unité monétaire de réserve utilisée aussi bien en Europe que hors d'Europe. La propension de l'économie mondiale à user de plusieurs monnaies pourrait se propager des marchés des capitaux à ceux des produits primaires.

Que ce soit sous l'angle de la «stabilité» ou de «l'unicité», les caractéristiques fondamentales d'un système à plusieurs monnaies de réserve échappent encore à une définition complète. Pour ce qui est de la stabilité, on peut faire valoir qu'un système comportant plusieurs monnaies de réserve offrirait des avantages certains par rapport à un système basé sur une seule monnaie nationale, du fait même que la concurrence entre les monnaies empêcherait les autorités intéressées de s'écarter du droit chemin⁷. Il est toutefois contestable que ce mécanisme disciplinaire soit suffisant pour mener à une stabilité satisfaisante des prix. Sous l'angle de l'unicité de la politique monétaire, tout système comportant plusieurs monnaies de réserve est manifestement déficient, comme l'attestent les événements de ces dernières années. D'énormes déséquilibres extérieurs sont apparus parmi les pays dont les monnaies servent d'instruments de réserve, et les stocks d'avoirs et d'engagements extérieurs s'accumulent à un rythme intenable. Il est indispensable que les pays à monnaie-clé mènent des politiques stables et s'engagent tous ensemble à coordonner leur action, si le niveau des prix mondiaux doit être déterminé par rapport à un point de référence nominal commun. Comme je m'efforcerai de le montrer, il faut pour cela un cadre institutionnel bien défini.

Peut-on étendre le SME au monde entier?

Tout système de parités ajustables doit satisfaire à la fois à deux exigences quelque peu contradictoires. Il doit favoriser le commerce international et l'affectation rationnelle des ressources en limitant autant que faire se peut les frictions et les pressions en faveur du protectionnisme; il doit aussi établir des rapports aussi harmonieux que possible entre les taux de change et les

⁷C'est dans ce sens que Otmar Emminger avait coutume de prédire une période «de réévaluation concurrentielle» des monnaies de réserve.

politiques macroéconomiques de manière à favoriser, dans des proportions satisfaisantes, aussi bien la stabilité des prix que l'emploi. La première exigence suppose le cadre rigide d'une règle, la seconde fait appel au souple exercice de la liberté d'action.

À ce double titre, le SME a donné des résultats remarquables à une époque où la désinflation était l'objectif prioritaire des gouvernants. En temps normal, les parités sont quasiment fixes; lorsque les conditions économiques fondamentales appellent un réaligement des taux centraux, il appartient aux autorités d'exercer leur pouvoir d'appréciation et de s'entendre sur des modifications des taux de change qui soient acceptables pour tous. Ainsi, la règle s'impose pendant la semaine, et la liberté d'action prévaut durant le week-end.

La leçon essentielle à tirer du SME est qu'un système de parités ajustables peut fonctionner; que par une saine gestion, il est possible d'arriver à un équilibre satisfaisant entre «fixité» et «ajustabilité» en évitant les rigidités qui ont entraîné l'effondrement du système de Bretton Woods. «Une saine gestion», cela signifie plusieurs choses : que les réaligements soient le résultat de décisions véritablement collectives, que la modification des taux centraux s'accompagne de la correction des politiques nationales, que le bien commun l'emporte sur les avantages individuels et que la coopération devienne pratique courante.

Au vu de ces résultats positifs, est-il recommandé de passer d'emblée à un «SME à l'échelle mondiale»? À mon sens, la prudence s'impose, pour deux raisons.

Premièrement, le succès du SME est dû pour une large part à des facteurs qui sont propres à l'Europe. Les pays qui y participent ont des économies plus ouvertes, plus étroitement intégrées et plus homogènes que le trio États-Unis-Europe-Japon. En outre, l'édifice institutionnel qui abrite et soutient le système est bien plus riche, et couvre un champ d'intérêts bien plus étendu : il comprend un vaste corpus de règles directement applicables dans les pays membres, un parlement élu où les partis politiques oeuvrent à la «cause européenne» et toute une kyrielle de comités et de conseils dont les membres sont constamment à se réunir et se concerter. En conséquence, l'échec d'un «projet» aussi crucial que le SME coûterait si cher sur le plan économique et politique qu'en diverses occasions critiques les pays membres ont préféré infléchir leur politique nationale plutôt que de sortir du système. Sans cet édifice, le système ne serait pas à même d'assurer une coordination aussi efficace. Enfin, les dispositifs de suivi sont très au point et permettent non seulement des échanges réguliers d'informations mais aussi le passage sans heurt de la gestion courante à la gestion de crise (réalignement des parités).

Deuxièmement, le SME lui-même évolue pour faire face tant à l'instabilité intrinsèque de notre «quatuor discordant» qu'aux mutations des réalités économiques dans les pays participants. En gros, la phase désinflationniste

du SME a été menée à bonne fin vers 1986, grâce en partie à la hausse du dollar et aux contrôles des changes (qui restaient) en vigueur en France et en Italie. Durant cette phase, il était naturel que les pays à forte inflation acceptent une certaine appréciation du taux de change réel de leur monnaie, et donc une détérioration de leur balance commerciale, comme juste rançon de la désinflation.

Le système se trouve maintenant aux prises avec deux nouveaux problèmes : d'une part, les énormes déséquilibres des paiements qui ne sont pas dus à des différentiels d'inflation⁸ et, d'autre part, la libéralisation désormais imminente (elle pourrait littéralement se produire du jour au lendemain) des mouvements de capitaux à court terme. Les difficultés inhérentes à ces problèmes sont aggravées par le dilemme qui se pose aux pouvoirs publics du fait que les deux se présentent en même temps. En effet, pour décourager les mouvements de capitaux à caractère spéculatif, il faudrait que les autorités annihilent toute anticipation de réaligement des parités, mais en laissant se creuser les déséquilibres de paiements entre les pays participants, elles risquent d'avoir à opérer, tôt ou tard, un réajustement des changes.

Avant de pouvoir être généralisé, le SME doit donc résoudre ces problèmes, qui s'apparentent davantage à ceux auxquels serait confronté un SME «mondial» qu'aux épreuves qu'il a dû surmonter dans le passé.

Réglementation, institutions et autorités de contrôle

Voyons maintenant comment concilier coordination et liberté d'action au niveau mondial.

En matière de taux de change, seules les deux solutions extrêmes de la fixité et du libre flottement supposent l'application d'une règle simple et claire; tout régime intermédiaire demande un mélange de réglementation et de liberté d'action, qu'il est toutefois difficile de doser. Il faut parvenir à un juste équilibre entre la discipline monétaire (stabilisation) et l'intégration des marchés commerciaux (affectation rationnelle des ressources).

Pour ce qui est de la régulation de la demande globale, il n'est pas de réglementation qui permette le degré de coordination nécessaire pour obtenir la cohérence requise. Définir les objectifs prioritaires, peser l'importance relative des différentes variables, opérer des choix, et décider qui doit agir, voilà qui est purement affaire d'appréciation et de compromis — au niveau international non moins qu'au niveau national. Une évaluation concertée du fonctionnement de l'économie mondiale et de l'influence réciproque des économies nationales, qui pourrait par exemple être présentée

⁸De 1985 à 1987, les pays participant au SME ont accumulé un excédent extérieur courant de 109 milliards d'Écus, grâce pour une large part à l'excédent de 100 milliards d'Écus enregistré par la République fédérale d'Allemagne, excédent qui provenait pour moitié environ du commerce extérieur avec les autres participants au mécanisme de change.

sous la forme d'une série d'indicateurs, favoriserait l'exercice du libre arbitre. Mais avoir un modèle commun, c'est tout autre chose que d'obéir à une même règle de conduite. Il ne saurait suffire d'appliquer le règlement pour démêler l'écheveau des interactions économiques entre les différents pays.

À qui donc reviendra le pouvoir de décision? Puisqu'il n'est guère probable qu'un seul pays affirme sa suprématie, la réponse paraît évidente : le pouvoir de décision doit être exercé par la communauté internationale, de manière concertée.

Cependant, dans nos démocraties industrialisées, il ne serait pas réaliste d'espérer que la concertation prévaudra spontanément dès qu'elle se sera révélée nécessaire : les intérêts et les objectifs nationaux immédiats ne concordent pas; les cycles de la vie politique diffèrent d'un pays à l'autre tant par leur calendrier que par leurs conséquences; et les négociations prendraient trop de temps. Ce n'est pas un hasard si aucun pays n'applique cette méthode pour gérer ses affaires intérieures : l'anarchie n'a jamais été un bon moyen de régler les relations au sein d'une vaste collectivité. La seule solution envisageable est donc de confier un rôle prédominant à quelque institution internationale.

Depuis Keynes, l'idée qu'une banque centrale mondiale serait la solution institutionnelle au problème de la coordination a été épousée par des hommes de discernement et d'expérience tels que Robert McNamara et William McChesney Martin — ce dernier l'a exposée dans une précédente conférence de la Fondation Per Jacobsson — et plus récemment, Richard Cooper. Vingt-cinq ans, c'est peut-être assez long pour que l'on envisage, et que l'on espère voir triompher cette solution «kantienne». Mais l'avènement d'une institution internationale plus puissante est une nécessité pressante. Qu'on envisage le moyen ou le long terme, cette institution ne peut être que le Fonds monétaire international, un FMI dont la mission monétaire aura retrouvé son importance primordiale. À cette fin, le FMI devra se voir confier sans ambiguïté par la communauté internationale la tâche de promouvoir la stabilité monétaire dans un monde où la régulation des taux de change, la liberté des échanges commerciaux et la mobilité des capitaux sont de règle. Il faudra rehausser le rôle qu'il joue dans l'analyse des conditions et des politiques économiques et dans la préparation d'évaluations indépendantes. Il importera de lui donner davantage le pouvoir d'orchestrer et d'exercer des pressions efficaces pour aboutir à des décisions concertées lorsque des conflits d'intérêts surviennent. Dans un FMI remodelé, il sera peut-être nécessaire de repenser le rôle et les fonctions de ce qui constitue son instrument opérationnel par excellence — l'assistance financière — afin de les adapter à la poursuite d'un objectif unique : la stabilité financière des marchés des capitaux et des changes.

Le renforcement du cadre institutionnel est le seul moyen de ne pas en rester à ce jeu de la coopération, sans cesse recommencé, chaque fois qu'un

nouveau gouvernement, de nouveaux ministres, de nouveaux cadres entrent en fonction. Citant Amiel, Jean Monnet avait coutume de dire : «L'expérience de chaque homme se recommence. Seules les institutions deviennent plus sages.»

Dans le même ordre d'idées, il faut se demander quel est le cadre institutionnel qui convient pour traiter des questions ayant trait à plusieurs domaines de la politique économique, par exemple les échanges commerciaux et les taux de change. Les questions de ce genre sont de plus en plus nombreuses et cruciales. La Communauté européenne gagne beaucoup à disposer d'une structure institutionnelle si complète. Au niveau mondial, l'actuelle constellation d'institutions internationales spécialisées fait qu'il est trop facile de conclure des accords bilatéraux ou de mener des discussions multilatérales qui ne sont pas inspirés par les travaux et l'autorité d'une organisation «parlant au nom du monde entier».

Alliances régionales, participants et «resquilleurs»

Dans le système de Bretton Woods, les mêmes règles et obligations s'appliquaient à tous les pays, sauf les États-Unis. Le rôle pivot de ces derniers leur revenait tant de par la taille de leur économie que de par leur suprématie politique durant la période de reprise de l'après-guerre. Les États-Unis étaient l'élément moteur du système, auquel ils fournissaient la monnaie de réserve.

Le monde plus complexe d'aujourd'hui ressemble davantage à une galaxie qu'à un système solaire : le FMI compte 151 pays membres, contre 30 en 1945; nombreux et variés sont les pays qui exercent une influence sur l'économie mondiale, soit individuellement, soit en groupes organisés aussi dissemblables que la Communauté européenne et l'Organisation des pays exportateurs de pétrole. Puisqu'il y a de grandes chances pour que la réalité de demain soit encore polycentrique et fragmentée, il faudra que les institutions internationales s'y adaptent. Cette adaptation comporte trois grands volets : les alliances régionales et les groupements de pays, les relations entre les centres de réserve, et le traitement du «resquillage».

Il n'est pas exagéré de dire que la Communauté européenne et le SME constituent l'exemple le plus frappant d'une alliance régionale (l'Association des nations d'Asie du Sud-Est et l'Association européenne de libre-échange en sont d'autres), et aussi le seul système rassemblant plusieurs pays qui ait pour objectif déclaré une solution «kantienne», et qui s'en rapproche par plusieurs aspects. À mon sens, il faudrait favoriser les alliances monétaires régionales, composantes nécessaires d'un nouvel ordre monétaire international. La raison structurelle en est que le nombre de pays souverains dans l'économie mondiale est maintenant si élevé qu'il est devenu indispensable d'avoir des échelons de regroupements intermédiaires. La raison économique en est que certaines régions du monde sont

intégrées au point de constituer une zone monétaire potentielle. Dans ces régions, le réseau des relations commerciales Nord-Sud est dense et beaucoup des monnaies des pays «du Sud» sont d'ores et déjà rattachées à telle ou telle monnaie de réserve-clé ou à un panier de monnaies de réserve. On peut concevoir que, dans le monde des économies de marché, on verra se former trois grandes zones monétaires ayant pour base trois des principales monnaies de réserve — le dollar E.U., le deutsche mark et le yen. Deux de ces zones témoigneront des liens économiques de plus en plus étroits unissant, d'une part, les États-Unis et l'Amérique latine et, d'autre part, la Communauté européenne et l'Afrique. En revanche, il est bien plus difficile de discerner ce que sera la configuration économique future de l'Asie. En dépit de leurs liens industriels étroits avec le Japon, les nouvelles économies en voie d'industrialisation continuent à fonder leur politique de change sur le dollar. Bien plus, le réveil économique des deux géants de la région, l'Inde et la Chine, ne fait que commencer. Il est à noter toutefois que la récente ouverture des frontières de la Chine aux économies de marché a été suivie d'un boom des affaires avec le Japon, qui assure environ 60 % de l'ensemble du commerce de marchandises entre la Chine et les pays «occidentaux» industrialisés.

Pour ce qui est des relations entre les grandes monnaies de réserve, relations qui sont actuellement réglées au sein du Groupe des Cinq, du Groupe des Sept et du Groupe des Dix, il semble clair qu'il conviendrait de les faire cadrer davantage avec la réalité tripolaire du monde industrialisé d'aujourd'hui. Plus précisément, toute tentative visant à renforcer le système monétaire international, qui ne reconnaîtrait pas le SME comme l'un des trois pôles de l'économie mondiale, causerait de telles tensions commerciales et monétaires (et peut-être politiques) qu'elle n'aurait guère de chance d'être menée à bonne fin. Par ailleurs, les signes d'intérêt que suscite l'idée d'un «rouble convertible» donnent à penser que la structure mondiale du système monétaire international pourrait aussi comporter une quatrième zone qui engloberait les économies à planification centrale, dont la plupart sont déjà organisées au sein du Comecon.

Venons-en enfin au problème des «resquilleurs». Certains pays cèdent à la tentation de jouir des avantages qu'offre un système des changes ouvert sans y apporter leur écot⁹. Pour que le système monétaire international fonctionne convenablement, il importe de décourager ce genre de conduite, en imposant si nécessaire des sanctions dans les domaines où elles auraient

⁹Certains tirent avantage de la liberté (relative) du commerce international, tout en continuant à fermer leur marché aux produits étrangers, en invoquant l'argument contestable de leur faible niveau de développement (en fait, leurs produits soutiennent avec succès la concurrence sur les marchés mondiaux). D'autres tirent profit de la liberté des mouvements de capitaux en encourageant la floraison de places financières qui constituent des «terres d'asile». Enfin, certains prennent une participation partielle aux alliances régionales en place, ce qui leur permet de tirer avantage de l'intégration économique favorisée par ces alliances, sans en payer le coût en cédant la moindre parcelle d'autonomie de leur politique intérieure.

le plus de chance de faire effet. Cela donne à penser qu'il faudra institutionnaliser d'une manière ou d'une autre les rapports entre les affaires commerciales, financières et monétaires, et qu'il faudrait donner aux institutions centrales les moyens de faire respecter le droit international. À ces deux égards, la Communauté européenne est en avance sur le reste du monde.

Qu'est-ce qui peut favoriser le changement?

Jusqu'à présent, bien des facteurs différents ont provoqué des changements, pour le meilleur ou pour le pire, dans les relations monétaires internationales : les chocs pétroliers, le manque de coordination des politiques macroéconomiques des grands pays, la mobilité croissante des capitaux, la réapparition d'une volonté politique de renforcer la Communauté européenne, l'accession de sociétés industrielles ou financières à la dimension multinationale et l'endettement des pays en développement et des États-Unis.

Dans une perspective d'avenir, on peut se demander quelles sont les forces, autres que celles qui émanent du quatuor discordant, qui seraient de nature à favoriser un changement positif du système monétaire international. J'en perçois deux : la dynamique des accords commerciaux et les milieux d'affaires internationaux.

Le cycle de négociations multilatérales de l'Uruguay Round qui a commencé en 1986 et doit prendre fin en 1990 marque un effort particulièrement vigoureux de la part de la communauté internationale pour stopper l'effritement du système du commerce multilatéral, pour lutter contre les pressions protectionnistes engendrées par des déséquilibres de paiements considérables et persistants, et pour renforcer la réglementation et les pouvoirs disciplinaires du GATT (Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce). Les questions inscrites à l'ordre du jour des négociations mettent en relief la complémentarité des échanges de biens et de services et les rapports entre les affaires commerciales, les questions monétaires et les problèmes de change. Comme l'a si bien démontré Sylvia Ostry dans la conférence Per Jacobsson de l'an dernier, la libéralisation des échanges commerciaux rendra plus pressante la nécessité d'intensifier la coopération en matière de change et de politique macroéconomique. Il ne faut pas oublier qu'un des motifs puissants de la création du SME était la dégradation progressive des relations commerciales intracommunautaires et de la politique agricole commune (PAC), réalité que les autorités monétaires ont parfois tendance à perdre de vue mais qui est au centre des préoccupations des dirigeants politiques.

Deuxième moteur du changement : les milieux d'affaires internationaux. Ayant fait le compte de ce que coûte l'incertitude causée par d'amples fluctuations des taux de change réels et nominaux, les milieux d'affaires se sont de plus en plus profondément convaincus de l'intérêt que présente la

stabilité des changes. Tenter de réduire ces coûts en transplantant la production dans des pays étrangers ne peut qu'entraîner une affectation inefficace des ressources; en effet, une telle action n'est pas dictée par des variations du prix des facteurs, elles mêmes causées par des différences de productivité durables entre ces facteurs. De même, dans les cercles financiers, les opérateurs craignent qu'une «turbulence» excessive sur le plan financier et monétaire n'entraîne le rétablissement du contrôle des mouvements de capitaux et un repli de l'intégration financière, actuellement très poussée. Les milieux d'affaires avaient coutume de prôner le protectionnisme, mais plusieurs décennies d'intégration croissante des échanges commerciaux les ont persuadés qu'il est bien préférable d'aménager plutôt que de manipuler un système d'échanges commerciaux ouvert.

Pour récapituler

Il y a beau temps que le règne du système de Bretton Woods est révolu, et, pour les raisons mêmes qui ont causé son décès, il serait absurde de tenter de le ressusciter tel quel. Cependant, son élément central, à savoir un régime de parités ajustables, est précisément ce qui fait défaut maintenant et que l'on voudrait voir rétablir. Les participants au SME sont parvenus à appliquer un tel régime avec bonheur, mais nul n'ignore que le système continue d'évoluer et que, par bien des aspects, il est propre à l'Europe : il ne serait pas facile de le transplanter à l'échelle mondiale.

Quel que soit donc le système que l'avenir nous réserve, il sera «nouveau». Il comportera plus de 151 États membres, il aura plus d'une monnaie de réserve, il devra compter avec des marchés étendus et puissants et avec la liberté quasi-totale des mouvements de capitaux internationaux. Il ne sera pas soumis à l'hégémonie économique et monétaire d'un seul pays et devra s'accommoder du flou d'un oligopole. Il aura pour trait distinctif de privilégier la liberté d'action dans la dualité réglementation-liberté d'action qui est à la base du processus de prise de décision au niveau international, avec, comme complément nécessaire, un cadre institutionnel renforcé.

Un FMI coulé dans un nouveau moule serait la clé de voûte de ce nouveau système. Ses fonctions d'institution monétaire seraient rehaussées et serviraient, au premier chef, à assurer la bonne marche du système des parités ajustables qui unirait les grandes monnaies de réserve (probablement au nombre de trois). À cette fin, il devrait disposer de moyens d'action et se voir confier clairement par la communauté internationale la mission de promouvoir activement l'adoption des politiques appropriées. Son rôle de gardien du système ainsi remis à l'honneur prendrait le pas sur ses fonctions traditionnelles de surveillance bilatérale et, le cas échéant, de soutien et de catalyse en ce qui concerne les politiques suivies par des pays membres aussi nombreux que variés. Le nouveau FMI devrait étendre le champ de son

action aux alliances régionales, qui recevraient pleine et entière reconnaissance et appui. Il encouragerait les pays à économie planifiée à prendre une part croissante aux échanges internationaux commerciaux et financiers. Il aurait les moyens de lutter efficacement contre le «resquillage» si un dispositif institutionnel permettait de coordonner ses activités avec celles du GATT et des autres organisations internationales. Il y aurait encore loin d'un FMI tel que je l'ai décrit à une banque centrale mondiale, mais ce serait déjà un progrès considérable dans cette voie.

Dans les réflexions qui précèdent, j'ai sciemment évité d'aborder les deux cas extrêmes : l'un est que le miracle d'une solution «kantienne» s'accomplisse, l'autre que le fragile tissu des relations commerciales et monétaires se désagrège à cause de l'éclatement de conflits d'opinions sur l'action à mener laissés sans solution. Pour tracer une évolution qui soit positive sans être utopique, je me suis occupé uniquement du bon grain, sans m'attarder sur l'ivraie qui pourrait en étouffer la croissance. Mais cette ivraie est très vivace, car elle est nourrie par le souci de préserver un monde dans lequel les nations souveraines n'acceptent pas de subordonner de façon permanente leurs décisions de politique générale au maintien de l'ordre monétaire international. Et le nouvel esprit de coopération qui s'est fait jour au sein du Groupe des Sept, pour positif qu'il soit à bien des égards, n'est pas encore parvenu à ramener l'harmonie dans notre quatuor discordant.

D'aucuns pensent que ce qui empêche l'avènement d'un nouvel ordre monétaire, c'est un manque de volonté politique; pour d'autres, ce qui fait défaut, c'est l'aptitude intellectuelle à concevoir des solutions techniques. Personnellement, je ne pense pas que les difficultés cruciales sont d'ordre technique, mais je suis convaincu qu'un effort intellectuel est une nécessité impérieuse. C'est dans le champ des attitudes de pensée que se trouvent les difficultés majeures. L'analyse peut suggérer des orientations et des buts que les responsables de la conduite des affaires publiques jugeront irréalistes. C'est toutefois de cette tension entre l'analyse et le jugement que surgissent en général les bonnes solutions, les solutions viables.

* * *

SIR JEREMY MORSE : Merci beaucoup, Tommaso. Nous pouvons déjà discerner les points d'accord et de désaccord entre nos orateurs. Et maintenant, pour conclure les exposés préliminaires, la parole est à Fred Bergsten.

Du bien-fondé des zones cibles

C. Fred Bergsten

Afin de mieux voir ce que deviendra le système monétaire international au cours du prochain quart de siècle, je me suis d'abord efforcé d'en scruter le passé, soit les vingt-cinq ou trente dernières années. Ce faisant, je suis parvenu à des conclusions diamétralement opposées à celles de Sir Kit McMahon, qui n'entrevoit aucune possibilité de système ordonné. À vrai dire, vous verrez que, sur plusieurs points, je me trouve en sérieux désaccord avec les deux orateurs qui m'ont précédé.

Durant les vingt-cinq premières années de l'histoire monétaire de l'après-guerre, le système international a fonctionné avec un régime de parités fixes, lesquelles avaient pour caractéristique d'être ajustables — le régime de Bretton Woods. Mais voilà que ce système a commencé à se désagréger au début des années 60 et, il y a vingt-cinq ou trente ans, d'aucuns plaidaient déjà pour une réforme radicale. Il est vite devenu manifeste que le régime de Bretton Woods était impuissant à favoriser le genre de réajustements des taux de change et d'autres mesures correctives qui s'imposaient pour préserver la stabilité de l'économie internationale. Le système s'est effondré au tout début des années 70, lorsque le dollar s'est trouvé surévalué de 20 %, ce qui a engendré des pressions protectionnistes dont le régime international ne pouvait s'accommoder. Cette variante des parités fixes a donc été un échec manifeste.

Ensuite, pendant douze ans et demi, pour être précis de mars 1973 à septembre 1985, nous avons eu un système (ou une absence de système) de libre flottement des taux de change. Il est maintenant clair que ce système a lui aussi été un échec. En effet, il n'a pu empêcher une surévaluation du dollar de l'ordre de 40 à 50 %, donc plus de deux fois plus grave que le mésalignement qui avait provoqué l'effondrement du régime de Bretton Woods. Il n'a pu maintenir la liberté des échanges commerciaux; le protectionnisme a pris de l'ampleur si bien que le système commercial mondial lui-même est désormais menacé. Il n'a pu exercer la moindre influence réelle sur les politiques économiques nationales et, de ce fait, n'a pas permis d'atteindre le plus élémentaire des objectifs de tout système économique international.

C'est ce qui explique que, depuis bientôt trois ans, les dirigeants gouvernementaux tâtonnent à la recherche d'un nouvel ordre monétaire. Au Plaza, en septembre 1985, les voilà qui déclarent tout net l'échec de l'ancien

régime. Au sommet de Tokyo, en mai 1986, ils instituent l'usage systématique des indicateurs, qui doivent devenir l'un des outils stratégiques de la réforme monétaire. Au Louvre, en février 1987, ils mettent en place un système de marges de référence. Depuis, les autorités monétaires du monde entier déploient leur stratégie sur ce double front des marges de référence et des indicateurs, dans leur quête d'un nouveau système¹.

Nous en sommes donc à une phase de transition, à l'approche d'un système monétaire entièrement nouveau, comme vers la fin des années 60 et au début des années 70. C'est un processus évolutif, et je dirais que nous avons là une véritable synthèse hégélienne. Nous avons appris que le système des parités fixes version Bretton Woods était trop rigide et n'était pas viable; c'est pourquoi, à la différence de M. Padoa-Schioppa, je ne crois pas que nous reviendrons à un système mondial de parités ajustables. Mais nous savons désormais que le libre flottement des monnaies est lui aussi un échec, tant il est instable et tellement il engendre des mésalignements massifs et coûteux. Il nous faut donc travailler, au cours des dix à vingt-cinq prochaines années, à établir un système qui allie les plus grandes qualités des deux régimes précédents, mais qui n'a pas le pire défaut de chacun — l'excès d'instabilité des taux flottants, et l'excès de rigidité du système de Bretton Woods. Il nous faut trouver une solution intermédiaire qui donne à l'économie mondiale une assise plus stable et plus rationnelle.

Il se peut qu'à terme nous en venions à des taux de change inexorablement fixes ou à la création d'une banque centrale mondiale, mais je pense que ces possibilités se situent à plus de vingt-cinq ans d'ici, donc au-delà de l'horizon de notre discussion d'aujourd'hui.

Pour revenir sur les propos de Sir Kit McMahon, j'aimerais ajouter que je ne peux me figurer un monde où il y aurait un bloc dollar et un bloc yen du style de ceux qu'il nous a décrits. De fait, la zone dollar est en train de se rétrécir à mesure que, sur la scène économique mondiale, le rôle de la devise américaine perd de son importance. Celui du yen prend au contraire de l'ampleur, mais il n'y aura pas de bloc yen, parce qu'aucun pays ne veut en faire partie. À dire vrai, le *seul* bloc monétaire (et commercial), c'est l'Europe, et j'arrive donc à une conclusion inverse de celle de Sir Kit McMahon. Ce qu'il importe de savoir ce n'est pas tant si ce bloc européen dominera le monde mais plutôt si l'Europe, désormais de plus en plus axée sur le système monétaire européen (SME), se désintéressera du sort du système mondial, et renoncera à tenir le rôle de premier plan qui doit être le sien pour que ledit système mondial fonctionne efficacement.

Mais pour moi, le point essentiel, c'est que nous nous dirigeons vers un système intermédiaire; or, c'est là une issue tout à fait souhaitable. Il est bon de rappeler que lorsque le système de Bretton Woods s'est effondré et que l'on est passé à celui du libre flottement des monnaies, diverses solutions

¹ Voir Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre* (Washington: Institute for International Economics, 1988).

intermédiaires suscitaient énormément d'intérêt et d'attention. On parlait alors d'élargissement des bandes de fluctuation ou de parités mobiles². Combinez les deux et vous obtiendrez quelque chose qui ressemble fort à ce que nous appelons maintenant zones cibles (mobiles). À mon sens, parmi les diverses solutions intermédiaires possibles, la plus prometteuse et la plus aisément réalisable est celle des zones cibles. Ces bandes de fluctuation seraient l'aboutissement naturel de la stratégie de réforme actuellement déployée sur deux fronts dont j'ai parlé plus haut, et seraient en particulier un avatar normal des marges de référence mises en place depuis l'Accord du Louvre. Afin d'en arriver à un système ordonné et efficace de zones cibles, ce qui pourrait prendre une dizaine ou une vingtaine d'années, il est indispensable d'apporter quatre ou cinq modifications radicales au mode de fonctionnement actuel du système des marges de référence.

Premièrement, il sera bien sûr capital que les autorités monétaires s'accordent sur un ensemble de rapports de change qui créent et maintiennent l'équilibre entre les soldes courants nationaux ainsi que l'équilibre interne au sein de chaque économie, autrement dit qui favorisent une croissance économique aussi rapide que possible sans raviver l'inflation. Voilà qui peut paraître assez banal, du moins en principe, jusqu'à ce que l'on se souvienne comment on procède, à l'heure actuelle, pour définir les marges de référence : on détermine qu'elles doivent rester au niveau auquel elles se situent le jour où le Groupe des Sept se réunit, quel que soit ce niveau. C'est là une façon pour le moins singulière et fantaisiste d'essayer de stabiliser les taux de change. Si le hasard fait bien les choses, on peut tomber le jour dit sur des taux qui réalisent l'équilibre des soldes courants. Or, nous savons maintenant que la tentative faite en ce sens au Louvre était indubitablement prématurée, et que les deux ou trois recentrages effectués depuis lors se sont aussi révélés impossibles à maintenir.

Il est donc essentiel que les gouvernements déclarent explicitement leur position concernant deux variables clés : d'une part, l'objectif de chacun en matière de solde courant — ce que ne leur a pas encore permis de faire le système des indicateurs — et, d'autre part, les taux de change qui permettraient d'atteindre les objectifs retenus. En vue de fonder cet exercice sur une base cohérente au plan international, un groupe de 33 économistes représentant tous les grands pays s'est réuni à l'*Institute for International Economics* à la fin de l'année dernière et a proposé pour chaque grand pays une série d'objectifs réalisables en matière de solde courant³. Il est évident que cette tâche est plus aisée pour des économistes du secteur privé que

²Nombre des principales propositions ont été rassemblées dans un ouvrage publié sous la direction de George N. Halm : *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Bürgenstock Papers* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1970).

³*Resolving the Global Economic Crisis: After Wall Street, A Statement by Thirty-Three Economists from Thirteen Countries*, Special Report 6 (Washington: Institute for International Economics, décembre 1987).

pour les responsables gouvernementaux. Cependant, des trois japonais qui ont fait partie de notre groupe, l'un était ancien ministre des Affaires étrangères, l'autre ancien ministre de l'Agence de planification économique et le troisième haut fonctionnaire actuellement en poste à l'Agence de planification économique, et tous trois sont convenus que le Japon devrait consentir à une baisse de l'ordre de 70 à 100 milliards de dollars de sa balance commerciale pour qu'il soit possible d'arriver à une configuration viable et tenable des paiements internationaux.

Nul n'ignore que d'un point de vue politique, il est très difficile pour les responsables gouvernementaux de s'accorder sur des parités différentes de celles que cote le marché le jour où ils se réunissent; j'en conclus qu'il n'est pas encore temps de mettre en place un système de zones cibles. De même, nul n'ignore que l'on n'est pas encore en passe de corriger suffisamment les énormes déséquilibres des soldes courants. Aucun modèle digne de ce nom ne permet, au vu des taux et des politiques de change actuellement en vigueur, de chiffrer le déficit extérieur des États-Unis à moins de 100 milliards de dollars. Un déficit d'une telle ampleur n'est évidemment pas tolérable. Pour que ces déséquilibres courants puissent être corrigés, il est bien sûr indispensable que la nouvelle administration et le nouveau Congrès des États-Unis décident de reprendre finalement en main les finances publiques du pays. S'ils le font, le problème des déséquilibres courants sera en voie d'être résolu.

Dès lors, le gouvernement américain serait beaucoup mieux placé pour plaider en faveur d'une réforme radicale du système monétaire, et nous pourrions espérer aller de l'avant. Il nous incombe maintenant de définir par voie de négociations la structure du nouveau système, tout en nous efforçant de corriger les déséquilibres qui subsistent. Le nouveau système pourrait, à ce stade ultérieur, être établi sur la base de taux de change qui permettent de maintenir l'équilibre⁴.

La deuxième modification majeure à apporter aux procédures actuelles consiste à mettre en place un dispositif propre à maintenir les taux de change aux niveaux d'équilibre convenus, ce qui implique plusieurs choses. En premier lieu, les cibles que l'on vise doivent être des taux de change réels, et non nominaux, parce que les différentiels d'inflation doivent être compensés par les mouvements des monnaies. Les taux seraient bien sûr exprimés en termes nominaux, mais il importe que les cibles visées soient définies en termes réels. Cela s'impose, entre autres, pour mettre à l'abri de l'inflation importée les pays à monnaie forte tels que la République fédérale d'Allemagne et la Suisse, où l'inflation a très mauvaise presse.

Par ailleurs, il ne sera pas moins essentiel de se donner les moyens de réajuster les taux de change réels eux-mêmes de façon à compenser les

⁴Pour une analyse plus détaillée, voir C. Fred Bergsten, *America in the World Economy: A Strategy for the 1990s* (Washington: Institute for International Economics, 1988).

écarts entre l'évolution économique des divers pays, par exemple les différentiels de productivité. À titre d'illustration, dans un système de zones cibles mobiles, il y a tout lieu de croire, me semble-t-il, que la zone de variation du taux yen/dollar se situerait chaque année à peu près 5 % plus haut (en termes nominaux). En effet, selon toute probabilité, le Japon aura un taux d'inflation inférieur d'environ 2 % à celui des États-Unis; la croissance de la productivité y sera supérieure de 1 ou 2 points de pourcentage; ajoutons à cela à peu près un point de pourcentage pour la différence entre la position créditrice et les revenus d'investissement considérables du Japon, d'une part, et, d'autre part, l'endettement et les paiements d'intérêts de plus en plus élevés des États-Unis. Afin que l'équilibre des taux se maintienne, il faudrait donc que le taux de change nominal yen/dollar s'apprécie d'environ 5 % par an. Or, le système doit donner la latitude nécessaire. Bien entendu, il doit aussi permettre de modifier les parités en cas de chocs majeurs, par exemple, de profondes variations du prix du pétrole.

Troisièmement, et c'est là un point capital, il faut que les zones cibles soient bien plus larges que les marges de référence qui semblent être utilisées actuellement. Les avis diffèrent quant aux marges de variation, qui vont, selon les cas, de plus ou moins 2½ % à plus ou moins 5 %. Ces bandes de variation ne sont pas assez larges, et ce pour deux raisons. Premièrement, il nous est impossible de savoir précisément quel est le niveau des parités qui permettra de réaliser et de maintenir l'équilibre des soldes courants. Une bande de variation plus large donne donc plus de latitude pour essayer d'atteindre cet objectif primordial. Deuxièmement, il importe que les parités puissent varier à l'intérieur des différentes bandes, de manière à ce que les pouvoirs publics soient à même de continuer à user de la politique monétaire pour atteindre leurs objectifs d'ordre interne, en particulier la stabilité des prix. De surcroît, lorsque les taux centraux doivent être modifiés, il importe de pouvoir le faire sans sortir des marges de variation, de façon à éviter à la fois des perturbations sur les marchés et des problèmes politiques.

En outre, point n'est besoin de parités excessivement fixes. Ce qu'il nous faut rechercher, ce sont les taux de change qui nous préserveront du genre de mésalignements et donc de déséquilibres prononcés qui ont proliféré ces quinze dernières années. Les zones cibles pourraient être un moyen d'arriver à cette fin.

Curieusement, il y a des gens pour penser que zones cibles et parités fixes, c'est tout un. Or, bien entendu, cela n'est vrai que lorsque les parités atteignent les limites de leurs zones de variation. À mon avis, ce ne serait pas le cas la plupart du temps — à condition bien entendu que les critères fondamentaux que j'ai cités soient respectés. Même au sein du SME, où les marges sont bien plus étroites, il n'arrive pas souvent que les taux se situent

effectivement au bord de leur bande de fluctuation et qu'il faille par conséquent adopter de vigoureuses mesures d'ajustement ou procéder à un réaligement des parités. Il faut garder bien présent à l'esprit que les zones cibles sont une solution intermédiaire très différente des parités fixes.

Le quatrième changement qui s'impose, c'est que les pays participants acceptent de s'engager à modifier leur politique si nécessaire pour protéger les zones de variation. Dans le système des marges de référence, pour autant que nous puissions en juger, le seul engagement qui lie les pays est de se consulter lorsque les parités s'éloignent jusqu'à un certain point des taux centraux. L'ensemble du système n'a de crédibilité que dans la mesure où les pays sont disposés à changer de politique lorsque les taux atteignent les limites de leur zone de fluctuation.

Cela ne peut arriver que rarement, comme on vient de le voir, si les critères de base sont convenablement respectés. Si les taux sont fixés à des niveaux d'équilibre et sont ajustés à l'avance de façon à éviter l'apparition de graves déséquilibres externes, il se peut qu'il n'y ait pas grand-chose à faire. Si les autorités sont vraiment contraintes d'agir, ce sera vraisemblablement d'abord par voie d'interventions et de recommandations officielles. Ensuite viendront les réorientations de la politique monétaire. À l'occasion, comme c'est le cas pour les États-Unis, à l'heure actuelle, il faudra aussi revoir la politique budgétaire.

Là encore, les malentendus ne manquent pas. Karl Otto Pöhl de la Bundesbank, par exemple, a émis l'opinion à plusieurs reprises qu'un système de zones cibles déboucherait sur une «robotisation» de l'action des pouvoirs publics⁵. Rien n'est plus loin de la vérité. Il faudrait certes agir pour maintenir les parités à l'intérieur des zones, mais la nature de l'action à mener serait laissée entièrement à la discrétion du gouvernement en cause. C'est là une des vertus cardinales d'un système de ce genre.

Par contre, l'approche par les indicateurs revient au fond à essayer de définir des zones cibles pour chaque agrégat. À l'origine, elle consistait à identifier dix variables pour sept pays et à essayer de remplir chacune des cases de cette matrice de sept par dix. Au sommet économique de Toronto de 1988, on a décidé d'ajouter des variables microéconomiques, de façon à élargir encore l'éventail des sujets dont il faudrait débattre en matière d'ajustement. À mon sens, outre que ce n'est pas la bonne marche à suivre, c'est parfaitement superflu. Ce qui est indispensable, en revanche, c'est d'examiner tout l'éventail des mesures macro et microéconomiques intérieures, à travers le prisme du taux de change. Si les mouvements du taux de change donnent à penser qu'une action des pouvoirs publics s'impose, il importera d'agir de façon à réaliser l'ajustement externe et interne requis.

L'histoire nous apprend que seuls ont été couronnés de succès les efforts de coopération économique internationale dont l'élément moteur était un

⁵ Voir Karl Otto Pöhl, «You Can't Robotize Policymaking», *International Economy* (octobre/novembre 1987), p. 20-26.

mécanisme de change convenu. Le système de Bretton Woods, malgré toutes ses lacunes, donnait bien, dans une large mesure, les résultats escomptés, et l'on peut en dire autant aujourd'hui du Système monétaire européen. L'histoire n'offre pas d'exemple d'un effort de coordination des politiques macroéconomiques qui ait donné immédiatement des résultats tangibles. À nous de tirer les enseignements du passé et de nous acheminer vers un système intermédiaire et pragmatique de zones cibles de variation pour les monnaies de tous les grands pays. Si nous y parvenons, les vingt-cinq prochaines années de l'histoire monétaire internationale pourraient être beaucoup plus fructueuses que les quarante qui viennent de s'écouler.

Questions et réponses

Sir Jeremy Morse : Merci beaucoup, Fred, d'avoir ainsi, en quelque sorte, mis le feu aux poudres; merci aussi à nos trois orateurs d'avoir respecté l'horaire et de nous avoir amenés au point où nous voulions aboutir à 16 h 30. Si vous avez des questions écrites, veuillez les faire passer au bout de votre rangée, les huissiers nous les apporteront. Mais d'abord, je vais, dans quelques instants, recueillir les premières questions de l'assistance.

Les conférenciers d'aujourd'hui nous ont tous trois parlé du système des changes, pour nous donner les uns leurs prévisions, les autres leurs prescriptions. Deux d'entre eux ont fait référence à l'équilibre entre les États-Unis, le Japon et l'Europe. Tommaso nous a parlé de la dualité coordination-souveraineté, Kit a attiré notre attention sur un fait d'importance capitale — et j'abonde dans son sens : le fait que l'évolution des techniques va sans le moindre doute se poursuivre à la même cadence que pendant les vingt-cinq dernières années. Je crois que nos trois conférenciers s'attendent tous à ce que les marchés continuent à jouer un rôle bien plus décisif que par le passé dans la régulation du système. Sans en être sûr, je déduis de leur silence sur ce point qu'ils ne s'attendent pas à un retour de l'inflation; enfin, il n'a guère été fait allusion au monde en développement, car nous nous plaçons dans la perspective de l'ensemble du système. Il y a donc ample matière à discussion, sur ce qui a été dit comme sur ce qui n'a pas été évoqué. Je vais rester ici pour recueillir vos questions et les relayer à nos trois experts. Qui veut faire la première remarque ou poser la première question? ...

La question était : est-ce que les États-Unis vont corriger leur déficit extérieur et retrouver au moins en partie la position prédominante qui était la leur, ou faut-il exclure cette possibilité? Fred, à vous l'honneur.

C. Fred Bergsten : La question de Richard O'Brien m'inspire deux remarques. Premièrement, j'espère comme lui que les États-Unis parviendront à rétablir l'équilibre de leurs transactions courantes, mais il faudra pour cela un redressement de notre balance commerciale de 200 milliards de dollars en valeur nominale, ce qui pourrait donc représenter 250 milliards de dollars en valeur réelle — soit 6 % de notre PNB. C'est là une tâche herculéenne, avant même que l'on pose la question qui intéresse la communauté internationale, à savoir «quels sont les pays excédentaires disposés à accepter une baisse concomitante de leurs excédents?».

Si la chose se fait, je ne pense pas que cela aurait pour effet de rétablir le type d'hégémonie américaine qui, comme l'a si justement souligné Sir Kit McMahon, était le fondement même du système de Bretton Woods. Le

montant net de la dette internationale des États-Unis atteindra au moins le billion de dollars avant de pouvoir commencer à se stabiliser, même si le redressement de 200 milliards dont je viens de parler se concrétise, et si les États-Unis cessent d'accumuler de nouvelles dettes. Même alors, ils se trouveront dans une situation sans précédent dans l'histoire. Jusqu'à présent, en effet, toutes les monnaies clés se sont imposées comme telles au moment où les pays dans lesquels elles avaient cours passaient à une position de créancier. Jamais dans l'histoire aucune monnaie clé n'a eu pour base un pays débiteur, encore moins le plus gros débiteur du monde.

Les perspectives d'évolution des États-Unis et du dollar au cours des dix à vingt prochaines années laissent donc bien entrevoir une situation sans précédent historique. Je ne pense pas toutefois que le dollar cessera de jouer un rôle international. L'économie des États-Unis a beaucoup de forces et de vertus, et l'inertie est un facteur très puissant dans les affaires financières internationales. Je pense en revanche que la situation dont vous faites l'hypothèse, Richard, à savoir le retour des États-Unis à une position excédentaire, aurait simplement pour effet de limiter le déclin du rôle international du dollar sans pour autant rétablir l'hégémonie américaine, et qu'il nous faudra quand même pour le système un nouveau mode de gestion, international et fondé sur la coopération, comme je l'ai indiqué.

Sir Jeremy Morse : Merci. Tommaso, voulez-vous ajouter quelque chose?

Tommaso Padoa-Schioppa : Non, je devrais répéter mot pour mot ce qui vient d'être dit.

Sir Jeremy Morse : Kit?

Sir Kit McMahon : Je dirais quelque chose d'un peu différent. Je suis d'accord avec Fred sur l'énoncé du problème — je pense que le problème est d'une ampleur gigantesque et presque catastrophique. Je trouve ça consternant qu'on en soit arrivé là. Il faudra probablement cinq ans, peut-être plus pour le résoudre. Mais il me semble hors de doute que d'une façon ou d'une autre — même si notre chemin est très cahoteux — d'ici à vingt-cinq ans, tout cela ne sera plus qu'un incident de parcours parmi bien d'autres.

Sir Jeremy Morse : Merci. À qui le tour? Oui, je vous en prie, M. Baffi...

Est-ce que tout le monde a entendu les questions au fond de la salle? La première question, adressée à Fred Bergsten était : qui va administrer son nouveau système de zones cibles? Est-ce que sera le FMI, un FMI nouvelle manière, tel que l'a décrit Tommaso, ou bien le Groupe des Dix, ou qui d'autre encore? Deuxième question : qu'advient-il d'une zone de changes plus restreinte du genre SME — comment pourrait-elle survivre au sein de son système plus vaste de zones cibles de référence? La troisième question a trait plus particulièrement à la situation du Royaume-Uni. Recommanderait-il au gouvernement britannique d'attendre l'avènement du nouveau système pour adhérer au SME, avec une marge de fluctuation plus

large pour la livre? Fred, voilà de bien vastes questions, et quand vous en aurez fini, d'autres souhaiteront peut-être faire leurs commentaires.

C. Fred Bergsten : Avec vous, Monsieur le Président, et Sir McMahon sur cette estrade, je ne me sentirais guère qualifié pour essayer de répondre à la dernière question; aussi la repasserai-je à mes collègues britanniques. Je vais tâcher de m'attaquer aux deux autres.

Oui, je pense que c'est en définitive le FMI qui devrait gérer le genre de système de zones cibles auquel j'ai fait allusion. Je suis entièrement d'accord avec Sir Kit McMahon sur ce point. Aucun pays ne peut prétendre à l'hégémonie, comme on dit en science politique, en d'autres termes à la position de dominance qui lui permettrait de s'acquitter tout seul de cette tâche, comme l'a fait le Royaume-Uni à certaines époques et comme l'ont fait les États-Unis dans les débuts de l'après-guerre. Il faudra une gestion collégiale. C'est là encore une formule sans précédent, qu'il faudra soigneusement mettre au point, mais je pense que c'est la seule solution.

Je crois que dans ce domaine, comme pour la plupart des questions à dimension internationale, il faut voir la prise de décision comme un ensemble de cercles concentriques. Soyons réalistes, voici ce qui se passe : les grands pays élaborent de concert une première ébauche d'accord. Ensuite, ils entreprennent de faire adopter ce projet par leurs plus proches partenaires, ou d'en arriver à un compromis avec eux. Et puis, en fin de compte, cet accord est officialisé dans une enceinte regroupant toute la communauté internationale, qui serait en l'occurrence le FMI. C'est ce qui s'est produit lorsqu'on est passé aux taux flottants — à tort ou à raison, c'est ainsi qu'on a procédé — et je pense que c'est ainsi qu'on va procéder cette fois encore. Mais parce qu'il doit y avoir cohérence au plan international et qu'il faut veiller à ce qu'un très grand nombre de pays appliquent les règles du jeu, je crois que c'est au FMI qu'il faut s'en remettre.

Quant à votre deuxième question, je pense qu'il n'y a pas nécessairement incompatibilité entre un groupement relativement restreint comme le SME et un système plus large de zones cibles du type que j'ai décrit. Nous avons exactement ce genre de mécanisme double dans le commerce international, puisque certains pays assument un ensemble complet d'obligations en se pliant aux règles du GATT, tandis que d'autres en assument moins. Durant les négociations du Tokyo Round, on a mis au point toute une série de codes pour régir les subventions, les marchés publics, et d'autres domaines encore; aux termes de ces codes, certains pays prenaient des engagements plus généraux et allaient plus loin que d'autres; c'est pourquoi je ne vois pas de contradiction intrinsèque.

Ce à quoi il faut prendre garde, c'est aux conflits qui peuvent surgir à tout moment entre les diverses conséquences particulières qui découlent de ces obligations. Vous tous qui participez au SME savez mieux que moi qu'il s'est trouvé des cas où l'obligation d'intervention imposée par le SME allait à l'encontre des obligations existant au plan mondial vis-à-vis du dollar et du

yen. La coordination entre les deux systèmes devra donc être encore plus intensive que dans le passé, mais je ne vois assurément pas là d'incompatibilité intrinsèque.

Sir Jeremy Morse : Merci beaucoup. Kit, c'est à vous que revient l'honneur de répondre à la question britannique. Peut-être aimeriez-vous aussi faire vos commentaires sur les deux autres points.

Sir Kit McMahon : Non, pas particulièrement. Mais j'aimerais autant ne pas être obligé d'attendre que le système de zones cibles de Fred soit mis sur pied avant de décider si le Royaume-Uni doit adhérer au SME, avec une marge de variation étroite ou large. J'aimerais qu'il y entre maintenant, avec une marge étroite et qu'on voit ce qui se passera ensuite.

Sir Jeremy Morse : Si vous le permettez, je souhaiterais ajouter mon propre point de vue. À mon sens, il est vain de se demander quel est le bon taux, ou le bon système de changes auquel adhérer. Si l'on appartient à un club, on doit en faire partie, en être membre à part entière, un point c'est tout, pour des raisons plus politiques qu'économiques. Question suivante s'il vous plaît...

Comment voyons-nous l'évolution des apports d'aide financière aux pays en développement au cours des vingt-cinq prochaines années, étant donné que le système actuel, ou le précédent, semble ne plus fonctionner. Qui veut se lancer le premier? Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa : Je crois que le sujet dont nous avons traité jusqu'à présent est en un sens distinct du problème du financement du développement. On pourrait imaginer que si le système évolue dans la direction que certains d'entre nous avons essayé d'indiquer — le lien très puissant entre la conception du système monétaire international et cette dimension de l'aide financière au développement — ce lien très puissant se relâchera d'une certaine manière. Le maintien de l'ordre monétaire mondial redeviendra une fonction importante, distincte de celle du financement du développement. Pour cette seconde fonction, qui serait la matière d'un autre débat, on pourrait imaginer des améliorations aux dispositifs actuels — mais je pense que ce sont deux sujets distincts.

Sir Jeremy Morse : Kit, voulez-vous nous donner votre avis?

Sir Kit McMahon : Non, je ne m'estime pas compétent pour expliquer comment il pourrait y avoir accroissement de l'aide au développement. À mon avis, ce problème a assez peu de rapport avec le système financier international et ce qu'il faut, c'est bien plus de volonté politique, de volonté politique concertée qu'à l'heure actuelle. Mais là encore, quant à la façon dont je vois l'évolution à long terme de notre monde, j'aurais tendance à croire que le Japon en viendra en fait à jouer un rôle bien plus considérable dans l'aide au développement. Je ne dis pas qu'il devrait mais qu'il va jouer ce rôle bien plus considérable. Par contre, je ne suis pas sûr qu'il soit

nécessaire de renforcer la Banque mondiale, mais je pense que cela peut se faire indépendamment de ce qu'il advient du système monétaire international. Fred?

C. Fred Bergsten : À mon avis, l'évolution de l'aide au développement durant la prochaine génération doit se faire sur deux plans : premièrement, il faut rehausser sensiblement le rôle des institutions internationales publiques — la Banque mondiale et les banques régionales. Avant le premier choc pétrolier, les apports de ressources des pays industrialisés au monde en développement étaient environ aux trois quarts publics et pour un quart privés. Les trois quarts des apports privés consistaient en investissements directs.

Après le premier choc pétrolier, le rapport s'est inversé. Les flux de capitaux sont devenus aux trois quarts privés, l'essentiel provenant des banques commerciales, et au quart seulement publics. Je crois qu'il nous faut revenir, encore une fois, par une synthèse hégélienne — décidément, ça a l'air d'être ma marotte, aujourd'hui — à des proportions du genre moitié-moitié; d'un côté, la part des institutions publiques doit être fortement accrue et, du côté des capitaux privés, les bailleurs de fonds autres que les banques doivent jouer un rôle bien plus important. Il va falloir toute une série de remaniements institutionnels et de réorientations des politiques économiques, particulièrement dans les pays en développement qui bénéficient de l'aide, pour faire reprendre de plus belle l'investissement direct et les autres formes d'investissement de type prises de participation ou quasi-capital, au lieu de continuer à dépendre des crédits bancaires. Je pense que c'est là une évolution à la fois nécessaire et souhaitable, et cette question devrait peut-être servir de thème pour la conférence Per Jacobsson de l'année prochaine.

Sir Jeremy Morse : Oui, mais, Fred, je suis en accord avec vous quant à l'évolution souhaitable : il est, en effet, souhaitable que nous en revenions à des proportions moitié-moitié, et que les financements proviennent de plus en plus d'autres sources que des banques. Mais pensez-vous qu'en pratique cela ait des chances de se produire? Et à l'appui de quelles politiques?

C. Fred Bergsten : Absolument. La Banque mondiale vient de décider de procéder à une augmentation sensible de son capital, qui servira d'appui pour un programme de prêt en forte expansion. Cela pourrait signifier une augmentation de 50 % du montant annuel des engagements et une progression peut-être plus forte encore des décaissements au cours des deux ou trois prochaines années. Le Congrès américain n'a pas encore ratifié cette décision, mais, signe des temps, l'augmentation de capital a déjà eu lieu sans attendre la contribution des États-Unis. Et les États-Unis verseront leur écot — ils sont toujours un peu lents mais ils finissent toujours par se montrer à la hauteur. Jamais ils n'ont manqué, ne serait-ce que d'un sou, à leurs engage-

ments envers les institutions internationales, et ils ne manqueront pas non plus à l'appel pour l'augmentation générale du capital de la Banque mondiale. Aussi aurais-je tendance à ne pas m'inquiéter outre mesure.

Cela dit, voilà certes une grosse augmentation des ressources de la Banque mondiale, mais c'est loin d'être suffisant. Étant donné le faible montant de ressources budgétaires qu'il est nécessaire de fournir à la Banque mondiale et aux banques de développement régionales pour appuyer leurs opérations de prêt aux guichets de l'aide non libérale, je pense que les pays donateurs seront de plus en plus enclins à faire passer leur assistance financière par ces circuits multilatéraux. En effet, pour l'augmentation du capital de la Banque mondiale, par exemple, le pourcentage du capital que les pays membres ont à verser est maintenant tombé à 3 %, et, selon moi, il est amené à baisser encore au point d'être quasiment nul lors de la prochaine augmentation de capital. Étant donné qu'il faut concilier deux impératifs, la rigueur budgétaire, d'une part, et, d'autre part, ces transferts de capitaux si manifestement indispensables, on sera amené à faire de plus en plus et non de moins en moins appel aux bons offices de ces institutions.

Sir Jeremy Morse : Merci beaucoup...

La question générale était adressée à M. Bergsten mais aussi, sans doute, aux autres. Dans leurs efforts pour bâtir ou prédire le système du futur, ils n'ont guère parlé de la structure même de l'économie mondiale, et de la façon dont elle pourrait se développer; et, dans ce cadre général, une question plus particulière concernant les sociétés multinationales : continueront-elles d'y jouer un rôle important et, si oui, lequel? Fred?

C. Fred Bergsten : M. von Planta soulève une des questions les plus cruciales dans tout ce domaine. En effet, l'un des éléments moteurs de la réforme monétaire est le fait que, de nos jours, les sociétés commerciales ont de plus en plus tendance à considérer le monde comme un marché qui peut leur offrir des débouchés, tandis que les gouvernements restent soumis aux contraintes de frontières nationales, qui circonscrivent le champ d'action des pouvoirs publics. Et la mutation structurelle dont vous faites état dans le monde des sociétés, et qui se retrouve dans le monde des finances, nous pousse dans le sens de la mondialisation des marchés; aussi est-il de plus en plus anachronique pour les gouvernements nationaux de gérer leurs politiques économiques sur une base purement nationale. Il est vrai que les gouvernements conservent en théorie leur souveraineté, mais en réalité il y a beau temps que cette souveraineté s'est évanouie, précisément pour les raisons que vous avez indiquées. Aucun gouvernement ne peut plus désormais maîtriser son propre sort économique sur une base purement nationale, et cela vaut aussi bien pour le plus grand pays, les États-Unis, comme c'est maintenant tout à fait flagrant.

J'aurais dû préciser dans mon exposé que l'une des principales raisons de chercher à améliorer le système monétaire est d'éviter les signaux trompeurs et pernicieux que constituent pour les entreprises privées les excès de

turbulence et de mésalignement des monnaies. Le *New York Times* a récemment fait paraître un article à ce propos; il avait demandé aux responsables de la trésorerie de grandes sociétés américaines si leurs plans d'investissement étaient dictés peu ou prou par les variations du taux de change; l'un d'eux a simplement levé les bras au ciel en déclarant «je ne peux pas me laisser influencer par quelque chose d'aussi fantaisiste que les taux de change». Lorsqu'un cadre supérieur d'entreprise qualifie les taux de change de «fantaisistes», il y a quelque chose qui ne va pas. À mon avis, cela signifie que nous avons besoin d'un nouveau système, précisément pour les raisons que vous avez indiquées.

Sir Jeremy Morse : Kit?

Sir Kit McMahon : Je conviens tout à fait de l'importance du phénomène — j'y ai d'ailleurs fait allusion dans mon exposé — de la prolifération du pouvoir, non seulement en ce qui concerne les gouvernements, mais aussi parmi les sociétés, les grandes banques et les institutions financières. Je crois que ce phénomène va se propager encore bien davantage et que c'est une source de dynamisme très importante pour le système monétaire international. Par ailleurs, bien entendu, comme Fred, je déplore profondément ce qu'il est advenu des taux de change, et je souhaiterais plus de stabilité. Cependant, même si la souveraineté est et continuera d'être grignotée par les grandes sociétés, je crois que nous sommes encore loin d'un système qui contraindrait le plus puissant de tous les gouvernements à modifier sa politique budgétaire, comme il conviendrait, en fonction de parités données. Je crois donc qu'en fait nous en viendrons probablement à céder davantage de pouvoir et à déférer aux marchés financiers, à la couverture qu'offrent ces marchés, et aux décisions des grandes sociétés.

Sir Jeremy Morse : Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa : J'ai essayé d'indiquer quelles sont les deux forces qui peuvent aussi être des moteurs de changement dans le système monétaire international. L'une est le commerce international — du fait de l'évolution qui se produit dans le domaine des échanges, de la libéralisation des secteurs qui ne sont pas encore déréglementés, ou de l'intégration plus poussée dans ceux qui sont déjà ouverts. La deuxième force motrice est celle des milieux d'affaires, qui sont de plus en plus internationalisés, et où l'on constate, par exemple, que de plus en plus employeur et employé n'ont pas la même nationalité, ce qui crée des liens qui n'existaient pas auparavant. J'admets qu'un système monétaire international n'est pas une fin en soi, mais c'est précisément parce que ces éléments dynamiques sont à l'oeuvre que l'élan initial pourrait être donné en vue d'une meilleure organisation, et, si cela se produit, cet élan viendra de facteurs extérieurs au domaine monétaire.

Sir Jeremy Morse : Merci beaucoup...

La question suivante nous ramène aux rapports entre la tendance à la régionalisation qu'on peut déceler actuellement et le système mondial préconisé par Fred, de même d'ailleurs que la perspective mondiale évoquée par les deux autres orateurs; on semble penser que vous n'accordez pas suffisamment d'importance à ce phénomène de la régionalisation. Fred?

C. Fred Bergsten : Si vous le permettez, je saisisrai l'occasion d'en dire un peu plus sur les nouvelles économies industrielles d'Asie auxquelles M. Schwietert a fait référence. Quant à moi, j'analyserais la situation actuelle de façon légèrement différente. Vous avancez l'idée que les quatre dragons cherchent à se détacher du dollar pour se rapprocher du yen. À mon sens, c'est l'inverse. Le problème, c'est précisément que les monnaies *ne* se sont *pas* décrochées du dollar pour se raccrocher au yen. À vrai dire, de facto au moins, elles ont été rattachées au dollar. Ces économies se sont laissées porter par le dollar dans sa baisse par rapport au yen, minant ainsi à un degré modérément significatif les efforts déployés depuis l'accord du Plaza pour redresser les déséquilibres des paiements internationaux.

Voilà qui a fait apparaître une lacune du système, car il n'y avait personne au sein de ce système pour aller trouver ces économies, en particulier Taïwan et la Corée, et leur rappeler qu'ils n'observaient pas les règles du jeu. Résultat, les États-Unis se sont chargés de cette mission, et s'en sont acquittés dans une large mesure par voie de contacts bilatéraux. Dans le cas de la Corée, la question est ensuite devenue affaire de discussion multilatérale au FMI et je pense que la chose est maintenant en meilleure voie.

Ce point confirme ce que je disais dans mon exposé. Loin de s'acheminer vers un bloc yen, ces économies ont cherché à ne pas décrocher leur monnaie du dollar. Je pense que c'est une erreur, du point de vue de leurs propres intérêts; mais je crois également qu'elles auraient tout aussi tort d'adhérer à un bloc yen et de rattacher leur monnaie intégralement au yen. Ce qu'elles devraient faire, c'est lier leur monnaie à un panier de devises, dans lequel le dollar et le yen pèseraient lourd, mais où les monnaies d'autres pays auraient leur poids, et maintenir leur zone cible par rapport à cette moyenne pondérée de monnaies, qui serait plus ou moins représentative de la structure de leur commerce extérieur et de leurs autres échanges économiques internationaux.

Je pense que cette philosophie gagnera du terrain dans ces pays comme dans d'autres. C'est pourquoi je ne peux imaginer l'apparition de blocs monétaires tels que les a décrits Sir Kit McMahon au début de son exposé. Les pays qui ont décroché leur monnaie du dollar sont de plus en plus nombreux. Pourtant, je n'en vois aucun qui songe à la rattacher au yen. Ce que je vois c'est un système plus pluraliste fondé sur la détention d'avoirs de réserve, le rattachement de la monnaie nationale à des paniers de devises et, au centre de ce système, le maintien du type de dispositifs de change que j'ai évoqués.

Sir Jeremy Morse : Kit?

Sir Kit McMahon : Puis-je simplement profiter de ma réponse à cette question pour glisser deux petits mots à Fred. J'ai bien dit dans mon exposé que si nous nous trouvions en 1963, nous serions en train de discuter de l'excès de rigidité des taux de change, du manque de liquidités internationales et du problème de l'or. Je ne pense pas qu'il importe de savoir en 1988 si oui ou non les nouvelles économies industrielles restent accrochées au dollar ou s'en libèrent pour entrer dans le sillage du yen. Il me semble que cela n'a guère de chances d'avoir une quelconque influence sur le point auquel nous en arriverons durant les première et deuxième décennies qui suivront l'an 2000. Et je partage les inquiétudes des autres quant à l'avenir immédiat, si, par hasard, on nous demandait ce qu'il faudrait faire durant les deux ou trois prochaines années. Je pense que, sur ce point, Fred et moi ne sommes pas en désaccord. Ce qui m'inquiète, c'est le long terme; qu'est-ce qui nous dit que les grands pays vont effectivement, lorsqu'ils auront établi toutes ces zones cibles et fait tous ces calculs, etc., qu'ils vont *vraiment* s'imposer sérieusement des contraintes. Et j'ai essayé de montrer que tous les événements — y compris et de façon particulièrement flagrante ceux d'août 1971 — nous invitent à croire que ce type de contraintes ne peut être institué ou imposé par un système; il s'impose seulement dans les situations désespérées ou par voie de négociation.

Sir Jeremy Morse : Oui, Alexandre Lamfalussy?...

La question suivante se pose dans ces termes : quelle place restera-t-il pour la souveraineté — qui, selon Kit, continuera d'être une force extrêmement vive — dans un monde de liberté absolue des mouvements de capitaux et de transmission instantanée de l'information. Et, Kit, peut-être puis-je ici lire une question écrite, à peu près dans la même veine, mais qui cite d'autres raisons pouvant amener certains à penser qu'il sera difficile en pratique de préserver la souveraineté. Voici la question : Les transformations institutionnelles qui s'opèrent dans l'Europe tout entière et la suppression des contrôles des changes — c'est en partie ce que vous vouliez démontrer — au niveau communautaire feront sûrement qu'il sera bien plus difficile aux pays européens de mener des politiques monétaires individuelles cohérentes et, compte tenu de cette possibilité d'un abandon de souveraineté de facto, ne serons-nous pas forcés d'opter pour une monnaie européenne?

Sir Kit McMahon : Si je puis me permettre, je pense que c'est là une question très intéressante à laquelle je n'ai pas manqué de réfléchir, et j'ai essayé d'en dire un peu plus sur ce paradoxe dans les développements plus longs que j'ai soumis sous forme rédigée. Je crois qu'il y a toute la différence du monde entre *avoir moins* de pouvoir et *céder* ses pouvoirs. Et je crois que ça va devenir plus compliqué pour tous les pays, qu'ils vont se sentir de plus en plus impuissants face aux amples mouvements de capitaux, parce qu'à mon avis (et je pense que nous partageons tous ce point de vue) la réglementation des mouvements de capitaux n'est probablement déjà plus

de mise pour les grands pays, ou ne tardera pas à passer de mode. Il va être très difficile d'exercer un quelconque pouvoir dans ce domaine, même pour le gouvernement qui voudrait s'y essayer. Mais il restera un très large champ d'opérations — par exemple, la politique budgétaire et bien d'autres volets de la politique interne — où je serais porté à croire — je peux me tromper — que tous les pays resteront agrippés à leur souveraineté. Ils seront contraints, plus ils resserrent leurs liens réciproques, comme en Europe, à agir de façon de plus en plus concertée, j'en suis bien d'accord, surtout pour ce qui est de la politique monétaire. La coopération est poussée à l'heure actuelle, et elle le sera encore plus. Ce que je ne puis imaginer c'est qu'ils sautent le pas et aillent jusqu'à laisser leur monnaie se fondre dans l'Écu, dont le taux de croissance est déterminé par une décision commune. Prenons un autre domaine : je pense que l'on aurait eu du mal à prédire il y a cinquante ans qu'avec l'extension des communications et l'usage de plus en plus fréquent de l'anglais, du moins d'une langue unique, que les poches de résistance constituées par les problèmes des petites langues cesseraient d'être des questions d'importance nationale. Or, ce que nous observons c'est l'inverse. J'ai peut-être du mal à voir pourquoi les Gallois veulent tant avoir leur propre langue et une certaine sorte d'identité nationale. Mais je vois que c'est bien ce qu'ils veulent et qu'ils le veulent de plus en plus ardemment.

Sir Jeremy Morse : Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa : Eh bien, je suis d'accord avec ce qui est sous-entendu dans les propos d'Alexandre Lamfalussy, à savoir qu'il subsiste bien peu de souveraineté dans la situation qu'il décrit. J'estime, moi aussi, qu'il y a une différence entre avoir moins de pouvoir et céder ses pouvoirs. Là où mon expérience de l'Europe m'amène à des conclusions différentes de celles que peut inspirer une perspective plus large, c'est qu'en Europe nous passons notre temps à faire des concessions formelles de nature institutionnelle, grâce à quoi la souveraineté est mise en commun. Le processus qui mène maintenant à l'intégration simplement dans les sphères financières, comme celui qui tend à établir la pleine mobilité des capitaux et un marché financier intégré, est un processus où les décisions sont prises à la majorité, ce qui signifie que tout pays est prêt à être mis en minorité sur des points cruciaux de cet ordre. C'est pourquoi, au niveau régional, je ne crois pas que ce soit irréalisable. Je conviens que c'est beaucoup plus difficile à réaliser au niveau mondial.

Sir Jeremy Morse : Fred?

C. Fred Bergsten : La question d'Alexandre va manifestement au coeur de tout ce débat, et j'aimerais donner un tour légèrement différent à ma réponse. En fait, ce que j'aimerais faire, c'est redéfinir la souveraineté. Je crois que c'est à tort que l'on dit parfois aux pays qu'il leur faut choisir entre défendre leur intérêt national ou faire ce qui est dans l'intérêt international.

Je suis sûr que c'est une erreur de tactique de présenter les choses de cette façon, mais je pense que c'est également une erreur d'analyse.

En effet, maintenant que l'économie mondiale est de plus en plus indépendante pour les raisons qu'a indiquées M. von Planta, bien peu nombreux sont les pays capables de préserver une véritable souveraineté économique aussi longtemps que ce soit. C'est pourquoi je définirais la souveraineté en essayant d'inculquer aux gouvernements du monde entier l'idée qu'il est dans l'intérêt de chaque nation souveraine d'élaborer des politiques qui soient compatibles au niveau international parce que c'est alors et alors seulement que ces politiques seront véritablement viables. Je provoque des controverses lorsque je déclare cela devant les comités de notre congrès, ce qui m'arrive fréquemment, mais il importe que ce genre de notion et cette redéfinition ou synthèse de points de vue entre lesquels il y avait précédemment clivage soient de plus en plus largement compris parce que c'est le seul moyen d'arriver à une véritable réponse politique aux questions qui ont été soulevées quant à la faisabilité de toutes ces entreprises.

Sir Jeremy Morse : Je pense que nous avons encore le temps pour une question avant que je demande à nos conférenciers s'ils veulent dire un dernier mot...

La question s'inscrit dans le prolongement de la discussion précédente et se rapporte particulièrement aux États-Unis. Est-ce que les États-Unis ont maintenant conscience, en particulier dans le domaine de la politique budgétaire, de l'impact et de la situation des autres pays du monde. Fred?

C. Fred Bergsten : À cela la réponse simple est bien évidemment non, comme ne le démontre que trop clairement notre incapacité d'agir sur le front budgétaire. En fait, je pense qu'il nous faut probablement quelques réformes structurelles et, à mon Institut, je travaille sur un important projet pour essayer de déterminer la nature de ces réformes. Mais permettez-moi d'apporter pour finir une touche modérément optimiste. Comme je l'ai indiqué brièvement dans mon exposé, j'ai bon espoir que notre nouveau gouvernement, qui sortira des élections de la fin de cette année, décidera enfin d'agir de manière constructive sur le front budgétaire. J'y vois un motif purement politique, qui se ramène à une question d'intérêt propre bien compris. Au lendemain des élections de novembre, notre nouveau président se réveillera et comme tout nouveau président ou tout dirigeant dans chacun de nos pays, sa première pensée sera de se faire réélire dans quatre ans. Lorsque ses conseillers feront pour lui le point de la situation économique, on lui fera observer que l'économie américaine doit emprunter de 10 à 15 milliards de dollars par mois au reste du monde pour rester à flot. S'il n'y a plus moyen d'obtenir ces 10 à 15 milliards de dollars à des conditions compatibles avec notre propre réussite économique, sa présidence sera un échec. De fait, l'un de nos candidats en puissance a décidé de ne pas se présenter aux élections lorsqu'il est parvenu à la conclusion qu'il nous faudra un autre Herbert Hoover avant de pouvoir avoir un deuxième

Franklin Roosevelt. Comme vous le voyez, j'ai suffisamment foi en la puissance de l'intérêt politique personnel de nos prochains dirigeants pour croire qu'ils verront combien il serait déraisonnable d'essayer de survivre à quatre années encore de dépendance à l'égard des financements de l'étranger, et qu'ils prendront donc les mesures budgétaires nécessaires pour ramener le déficit extérieur à un niveau à tout le moins raisonnable sur une période de quatre à cinq ans.

La vigueur de notre économie fait que cela est possible du point de vue économique. Mais j'accorde le plus de poids au soin que les candidats en lice devront prendre de leurs propres intérêts politiques. Autant dire simplement que, même aux États-Unis, tout acte a ses justes conséquences. Il faudra en passer par des remèdes difficiles à avaler, que l'on a déjà beaucoup trop tardé à administrer. Et il nous faudra probablement innover sur le plan institutionnel aux États-Unis pour modifier notre façon de conduire la politique budgétaire, pour nous plier non seulement aux exigences du système parlementaire mais aussi à celles de l'ouverture de plus en plus large de notre propre économie.

Sir Jeremy Morse : Merci beaucoup Fred. Je pense que vous nous avez donné là une excellente conclusion. Est-ce que Kit ou Tommaso veulent encore une minute chacun pour la consacrer à un sujet que nous n'avons pas eu l'occasion d'aborder? Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa : Juste deux commentaires très brefs sur les propos de Fred et de Sir McMahon. Je suis entièrement d'accord avec Sir McMahon sur le problème de la souveraineté. Là où nous différons peut-être d'opinion — et sur ce point je pense que c'est moi le pessimiste et lui l'optimiste — c'est sur ce qu'il adviendra si nous ne parvenons pas à mieux mettre en commun notre souveraineté. À mon avis, vingt-cinq ans c'est trop long pour que l'actuel système d'accords commerciaux édifié petit à petit à l'échelle du monde n'en vienne pas à se détraquer gravement, à moins que nous ne progressions dans ce sens. Pour Fred, j'ai un point de sémantique. À mon sens, les zones cibles ne sont qu'une des espèces, qu'une des formules possibles de parités ajustables. En employant l'expression «parités ajustables», j'englobais donc les zones cibles. Je ne sais pas quelle sera exactement la règle à suivre, mais il me semble que le problème n'est pas tellement de mettre au point une règle que de l'appliquer correctement; un système est fait de règles mais aussi de pratiques et c'est à l'épreuve de la pratique plutôt que des règles que le système de Bretton Woods a échoué.

Sir Jeremy Morse : Merci beaucoup. Kit?

Sir Kit McMahon : Je veux bien, si je puis simplement faire un commentaire sur les propos de l'un et de l'autre. Je pense que Tommaso et moi nous nous accordons sur bien des points de notre analyse. Là où nous divergeons en fin de compte c'est, je crois, sur la possibilité de solutions d'ordre

institutionnel. Au vu de l'expérience bien plus vaste qu'il a de l'Europe, je ne demande pas mieux que de déférer à son jugement et d'espérer qu'il est dans le vrai, et que les pays d'Europe sont prêts à céder une part plus large de leur souveraineté que je ne m'y attends. Avec Fred, mes divergences sont plus marquées. Mon analyse diffère sur bien des points — par exemple, ce qui est arrivé au système de Bretton Woods, ce qui constitue un système, et ce qui peut ou non le faire fonctionner. Mais ce qui nous sépare le plus, je crois, c'est que bien que nous ayons tous deux été au service de l'Etat, il est capable — et je l'en admire —, de conserver un optimisme et un esprit didactique dont il m'a heureusement été donné de me défaire. Et je pense que nos divergences viennent surtout du fait que ses remarques sont normatives tandis que les miennes sont peut-être l'expression positive d'un certain pessimisme. Merci.

C. Fred Bergsten : J'ajouterai simplement, Monsieur le Président, que je n'ai pas fait une aussi longue carrière au service de l'Etat que Sir McMahon, et c'est peut-être ce qui explique, au moins en partie, nos divergences de vues!

Sir Jeremy Morse : Merci beaucoup. J'espère que vous avez tous comme moi le sentiment que, réunis ici cet après-midi dans cette superbe aula de l'université, nous avons vu un foisonnement d'idées, exprimées de façon vive et claire, qui aurait enchanté Per Jacobsson. Et si vous l'avez tous apprécié, je vous prie de vous joindre à moi pour remercier les conférenciers comme le veut la tradition. [Applaudissements.]

Et voilà, Mesdames et Messieurs, qui conclut la séance d'aujourd'hui. Je vous prie de vous joindre à nous si vous le pouvez pour la conférence Per Jacobsson de l'année prochaine qui aura lieu au moment de l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international à Washington. Je vous remercie.

Biographies



Sir Kit McMahon est Président et Administrateur principal de la Midland Bank, Président de Midland Montagu Holdings et membre du Conseil d'administration de la Hongkong and Shanghai Banking Corporation.

De 1953 à 1957, il est économiste adjoint au Trésor de Sa Majesté et, de 1957 à 1960, Conseiller économique auprès de l'ambassade britannique à Washington.

Il entre à la Banque d'Angleterre comme conseiller en 1964. Il y occupe successivement les postes de conseiller des Gouverneurs (1966–70), d'administrateur (1970–80) et de Sous-gouverneur (1980–85). De 1978 à 1984, il est membre du Groupe des Trente et, de 1980 à 1985, Président du Groupe de travail n° 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques.

En avril 1986, il est nommé Vice-président de la Midland Bank, puis Administrateur principal en septembre 1986. Il est Président de cette banque depuis avril 1987.

En 1986, il devient Honorary Fellow du Magdalen College d'Oxford. Il est Président de la Commission de promotion à l'étranger du Conseil britannique des exportations invisibles depuis avril 1986, Président de l'Internationale des banques européennes depuis janvier 1987 et Directeur d'Eurotunnel depuis mars 1987. Il a été fait Chevalier en 1986.

Sir Kit McMahon a fait ses études à l'Université de Melbourne et à Magdalen College. Il a publié plusieurs ouvrages dont *Sterling in the Sixties*. On lui doit également *Techniques of Economic Forecasting*, qui a été publié sous sa direction.

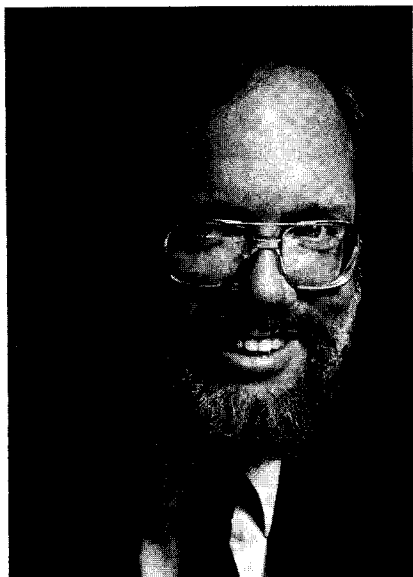


M. Tommaso Padoa-Schioppa est Directeur général adjoint de la Banque d'Italie.

De 1970 à 1979, M. Padoa-Schioppa est économiste au Département des études de la Banque d'Italie. En 1979, il est nommé Directeur général pour les affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, à Bruxelles, et membre du Conseil d'administration de la Banque européenne d'investissement. En 1983, il revient à la Banque d'Italie en qualité de Directeur des études économiques.

M. Padoa-Schioppa est Vice-Président du Comité bancaire consultatif de la Commission des Communautés européennes, membre du Groupe des Trente et membre du Conseil d'administration de la Fondation Adriano Olivetti.

M. Padoa-Schioppa est diplômé de l'Université Luigi Bocconi, en Italie, et du Massachusetts Institute of Technology, aux Etats-Unis. Il a publié de nombreux articles.



M. C. Fred Bergsten est Directeur de l'Institute for International Economics de Washington, D.C.

Il a été Secrétaire adjoint au Trésor pour les affaires internationales de 1977 à 1981 et Sous-secrétaire pour les affaires monétaires pendant la dernière année de cette période. De 1969 à 1971, M. Bergsten a fait partie des conseillers principaux du Conseil de sécurité nationale, en qualité d'assistant de M. Henry Kissinger pour les affaires économiques internationales.

M. Bergsten a reçu des bourses de recherche du Conseil des relations extérieures (1967-68), de la Brookings Institution (1972-76) et du Carnegie Endowment for International Peace (1981).

Il a écrit de nombreux livres et articles sur les questions économiques internationales; *The United States-Japan Economic Problem* et *Bank Lending to Developing Countries: the Policy Alternatives* sont deux des ouvrages qu'il a publiés récemment.

M. Bergsten a obtenu ses M.A., M.A.L.D. et Ph.D. de la Fletcher School of Law and Diplomacy. Il a reçu l'Exceptional Service Award du Département du Trésor, le Meritorious Honor Award du Département d'Etat et la Légion d'honneur du gouvernement français.

Les conférences Per Jacobsson

- 1964 *Croissance économique et stabilité monétaire* — Exposés de Maurice Frère et Rodrigo Gómez (Bâle); épuisé.
- 1965 *L'équilibre entre la politique monétaire et les autres instruments de la politique économique dans une société moderne* — Exposés de C.D. Deshmukh et Robert V. Roosa (Washington); épuisé.
- 1966 *Le rôle actuel de la banque centrale* — Exposé de Louis Rasminsky; commentaires de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg et Franz Aschinger (Rome); épuisé.
- 1967 *Le développement économique — Aspects bancaires* — Exposé de David Rockefeller; commentaires de Felipe Herrera et Shigeo Horie (Rio de Janeiro); 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; 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 Farmanfarmanian, 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 espagnole et française 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 (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).
- 1987 *L'interdépendance : vulnérabilité et possibilités* — Exposé de Sylvia Ostry (Washington).
- 1988 *Le système monétaire international — Les vingt-cinq prochaines années* (Symposium) — Exposés de Sir Kit McMahon, Tommaso Padoa-Schioppa et C. Fred Bergsten (Bâle).

Les brochures, publiées en anglais, en espagnol et en français, 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

PRÉSIDENTS HONORAIRES : Eugene R. Black
Marcus Wallenberg
PRÉSIDENT FONDATEUR : W. Randolph Burgess
ANCIEN PRÉSIDENT : Frank A. Southard, Jr.

Fondateurs

Hermann J. Abs	Viscount Harcourt	Jean Monnet
Roger Auboin	Gabriel Hauge	Walter Muller
Wilfrid Baumgartner	Carl Otto Henriques	Juan Pardo Heeren
S. Clark Beise	M. W. Holtrop	Federico Pinedo
B. M. Birla	Shigeo Horie	Abdul Qadir
Rudolf Brinckmann	Clarence E. Hunter	Sven Raab
Lord Cobbold	H. V. R. Iengar	David Rockefeller
Miguel Cuaderno	Kaoru Inouye	Lord Salter
R. v. Fieandt	Albert E. Janssen	Pierre-Paul Schweitzer
Maurice Frère	Raffaele Mattioli	Samuel Schweizer
E. C. Fussell	J. J. McElligott	Allan Sproul
Aly Gritly	Johan Melander	Wilhelm Teufenstein
Eugenio Gudin	Donato Menichella	Graham Towers
Gottfried Haberler	Emmanuel Monick	Joseph H. Willits

Conseil d'administration

Sir Jeremy Morse — *Président*

Michel Camdessus	Jacques J. Polak
J. de Larosière	Robert V. Roosa
Adolfo C. Diz	Gengo Suzuki
Alexandre Lamfalussy	Peter Wallenberg
William McChesney Martin	H. Johannes Witteveen

Bureau

Jacques J. Polak	— <i>Président</i>
Albert S. Gerstein	— <i>Vice-président</i>
Gordon Williams	— <i>Vice-président</i>
Joseph W. Lang	— <i>Secrétaire</i>
G. Michael Fitzpatrick	— <i>Trésorier</i>