Le triomphe des banques centrales?

Paul A. Volcker

FONDATION PER JACOBSSON
CONFÉRENCE DE 1990

Le triomphe des banques centrales?

Paul A. Volcker

WASHINGTON, D.C.

ISSN 0252-3086

Traduction en français du Bureau
des services linguistiques du
Fonds monétaire international

Ouvrage composé à la section des
travaux graphiques du
Fonds monétaire international

Avant-propos

La conférence Per Jacobsson 1990, intitulée : «Le triomphe des banques centrales?», a été prononcée par Paul A. Volcker dans le Salon bleu de l'Hôtel Sheraton, à Washington, le dimanche 23 septembre 1990. M. Volcker est Président de James D. Wolfensohn Incorporated et titulaire de la Chaire Frederick H. Schultz de politique économique internationale à l'Université Princeton. La réunion s'est tenue sous la présidence de Sir Jeremy Morse, Président du Conseil de la Fondation Per Jacobsson; la présente brochure donne un compte rendu de cette réunion.

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

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

Table des matières

	Page
Avant-propos	iii
Remarques liminaires	
Sir Jeremy Morse	1
Le triomphe des banques centrales?	
Paul A. Volcker	2
Sir Jeremy Morse	20
Questions et réponses	
Paul A. Volcker	22
Sir Jeremy Morse	29
Biographie	31
Les conférences Per Jacobsson	32
La Fondation Per Jacobsson : Fondateurs, Conseil d'administration et Bureau	34

Remarques liminaires

Sir Jeremy Morse

Mesdames et Messieurs, lorsque M. Paul Volcker a accepté de donner cette vingt-septième conférence Per Jacobsson, les directeurs de la Fondation Per Jacobsson se sont estimés tout à fait privilégiés. Que vous soyez venus aussi nombreux aujourd'hui prouve que vous partagez ce sentiment. Je crois, Paul, que vous avez attiré la plus forte audience dont aient jamais bénéficié nos conférences.

Il n'est pas nécessaire, je pense, de vous présenter M. Paul Volcker, non pas parce que sa biographie figure dans le programme, mais parce que vous le connaissez tous. Permettez-moi seulement d'indiquer, avant qu'il ne prenne la parole, que nous allons adopter, pour cette conférence, le schéma traditionnel et demander au conférencier de répondre aux questions de l'auditoire au terme de son exposé. Nous vous invitons donc à inscrire les questions que vous souhaitez lui poser sur la carte qui se trouve au verso du programme. Nous en avons d'ailleurs déjà une, me semble-t-il. Mais je crois que, d'accord avec Paul, priorité sera donnée aux questions orales.

Sans plus attendre, j'invite maintenant M. Paul Volcker à nous présenter la vingt-septième conférence Per Jacobsson.

Le triomphe des banques centrales?

Paul A. Volcker

Monsieur le Président, Messieurs les membres de la Fondation Per Jacobsson, Mesdames et Messieurs,

Comme on le dit souvent, la perception qu'on a des choses est dans bien des cas une affaire de point de vue, observation dont j'apprécie d'ailleurs toute la sagesse. À cet égard, permettez-moi d'avouer que la façon dont je perçois le rôle d'une banque centrale a peut-être changé — je dis au moins peut-être — depuis l'époque où je faisais partie de cette vénérable institution. Néanmoins, j'ai l'impression que les banques centrales jouissent présentement d'une réputation exceptionnellement bonne et cette impression se fonde, j'en suis convaincu, sur une réalité objective.

Je ne veux pas dire que les dirigeants des banques centrales sont devenus eux-mêmes des héros populaires modernes. Ce serait vraiment trop demander. Mais, d'une certaine façon, on leur accorde, à eux comme aux institutions, plus d'attention et on leur témoigne plus de respect pour le rôle primordial qu'ils jouent dans la prise de décisions sur la scène économique.

Les qualités qu'une banque centrale doit, selon nous, posséder, c'est-à-dire le souci de la mesure, de la continuité et de la prudence, semblent maintenant plus à la mode. Dans un monde aussi agité que le nôtre, l'importance de créer à nouveau un climat de stabilité est plus nettement ressentie, et de ce fait l'attention se porte sur les banques centrales et la politique monétaire. En effet, d'aucuns affirment maintenant avec force que la stabilité des prix devrait être le principal — voire l'unique — objectif de la politique monétaire. Cette notion n'entrait pas du tout dans les idées de la génération du début de l'après-guerre, au moins aux États-Unis et dans beaucoup d'autres pays.

À n'en pas douter, Per Jacobsson, qui a tant fait pour établir sur une base solide les principes et pratiques suivis par les banques centrales du monde entier au début de l'après-guerre, trouverait cela tout à fait normal et justifié. Arthur Burns, mon illustre prédécesseur à la tête du Système fédéral de réserve, partagerait certainement ce sentiment de satisfaction, non sans manifester toutefois beaucoup d'étonnement. Après tout, ce sage érudit et praticien, dans le discours qu'il a prononcé il y a un peu plus de dix ans devant la Fondation Per Jacobsson,

décrit l'angoisse qu'il éprouvait face à l'impuissance apparente des banques centrales. Il a fait valoir que, dans un environnement où les facteurs politiques, sociaux et économiques étaient plus puissants, les banques n'avaient pas pu remédier aux distorsions inflationnistes de l'époque. Il ne s'attendait d'ailleurs pas à un renversement rapide de la situation.

Je n'hésite pas à avouer que je ne dispose d'aucun système de documentation moderne et savant qui me permettrait de prouver le renouveau des activités des banques centrales; en effet, je n'ai pas de chiffres précis sur les entrefilets parus dans les journaux, ni de résultats de sondages d'opinion, et je ne dispose pas non plus d'une analyse des «petites phrases» lâchées à la télévision. Mais il nous suffit, semble-t-il, de regarder autour de nous pour en trouver maintes preuves convaincantes.

Considérons, par exemple, les débats animés sur l'union économique future de l'Europe et sur son union politique éventuelle. Apparemment, ce qu'il importe avant tout de savoir c'est comment établir et maintenir une banque centrale communautaire qui soit forte et indépendante et qui veille en priorité à assurer la stabilité de la monnaie. C'est avec intérêt que j'ai en outre remarqué l'importance que les autorités de l'Europe de l'Est ont attachée à la création de banques centrales fortes comme rouages essentiels d'une économie de marché.

À certains égards, ce souci paraît étonnant. Après tout, les économies capitalistes se sont développées à travers les siècles bien avant que l'établissement d'une banque centrale ne devienne une pratique généralisée. Des conditions beaucoup plus fondamentales régissent aujourd'hui la mise en place d'un système de marché — respect de la propriété privée, décentralisation de l'autorité et de la prise de décision, élaboration d'une méthode comptable efficace, établissement d'une législation commerciale, enfin libre jeu de la concurrence. Selon moi, une seule conclusion s'impose : en observant l'évolution économique des pays occidentaux au cours des dernières décennies, les dirigeants des pays de l'Europe de l'Est en sont venus à penser que, dans le monde d'aujourd'hui, le succès de leurs efforts dépendra largement de la stabilité des prix et des résultats financiers. Ils estiment que l'efficacité de leur nouvelle banque centrale en sera l'élément déterminant. Dans le même ordre d'idée, l'organisation de la banque centrale et le degré d'indépendance à lui accorder sont devenus des questions primordiales tant en URSS qu'en Chine — et même dans certaines des Républiques soviétiques!

Ce que je suis curieux de savoir, c'est pourquoi les banques centrales jouissent aujourd'hui d'une meilleure réputation qu'il y a seulement une dizaine d'années, dans quelle mesure ces institutions tien-

nent vraiment mieux en main notre destinée financière et quelles sont les conséquences que tout cela entraîne pour la croissance et la stabilité.

LA RÉPUTATION DES BANQUES CENTRALES

Plusieurs facteurs ont sans nul doute contribué à rehausser la réputation des banques centrales. Cependant, comme elles sont chargées de l'élaboration de la politique monétaire, le plus important facteur a dû être l'évolution du sentiment du marché quant à l'importance de la stabilité des prix.

Les pays à économie de marché ont presque tous été aux prises, quoique à des degrés divers, à une inflation à la fois cumulée et croissante tout au long des années 70 et au début des années 80. On a pu y voir, pendant un certain temps, une conséquence imprévue de facteurs particuliers, notamment les crises pétrolières successives. D'aucuns estiment que les banques centrales elles-mêmes sont en grande partie responsables de cette situation, car — et ce n'est pas la moindre des raisons — elles ont laissé les réserves internationales s'accroître excessivement pendant la période de transition qui a précédé le cheminement vers l'adoption d'un système de taux de change flottants. En outre, on a bien voulu croire, conformément à une théorie largement acceptée, que l'inflation, si elle n'est pas démesurée, est la rançon justifiée de la croissance et de l'emploi; or, cette croyance a eu tendance à affaiblir la volonté de s'attaquer à la situation.

Tous ces raisonnements sont devenus de moins en moins convaincants lorsque les principaux indicateurs économiques — croissance, emploi et productivité — ont semblé se dégrader sous l'effet d'une inflation élevée et croissante. Les marchés des changes étaient instables et la spéculation pratiquée sur bien des marchés a intensifié les appréhensions.

Dans ces conditions, le corps politique, prêtant de plus en plus l'oreille au refrain monétariste, s'est laissé convaincre qu'en définitive l'inflation est un phénonème monétaire. De fait, les banques centrales ont commencé à disposer d'une base plus solide pour mener une action efficace.

La lutte contre l'inflation

Je ne m'attarderai pas à décrire toutes les hésitations et tous les faux départs qui ont ralenti les élans des banques centrales, ni à exposer toutes les incertitudes et tous les doutes qu'il leur a fallu dissiper; je me contenterai de dire qu'à la fin des années 70 et au début de la

décennie 80, quelques-unes des principales banques centrales ont agi avec plus de détermination pour lutter contre l'inflation. Elles l'ont fait de la seule manière dont elles pouvaient efficacement le faire : en limitant la croissance globale de la masse monétaire et du crédit.

Ce n'était d'ailleurs pas un mode d'action très raffiné ni très précis. L'analyse théorique et empirique concernant la relation stable et prévisible entre la monnaie et l'inflation ou le PIB nominal a semblé se fourvoyer aux États-Unis et dans d'autres pays. En raison de la déréglementation des marchés nationaux et internationaux et de leur fluidité croissante, il est même devenu plus difficile d'établir une définition statistique appropriée de la monnaie. Et, parfois, il s'est révélé encore plus malaisé d'exercer un contrôle rigoureux sur ces agrégats.

Fait encore plus significatif, comme les effets de la politique de rigueur monétaire commençaient à se faire sentir, les pays se sont trouvés, les uns après les autres, aux prises avec la récession ou sont passés par une période prolongée de stagnation.

Cependant, l'inflation a fini par reculer. Puis, bien avant le milieu de la décennie, l'expansion s'est amorcée, d'abord sous la vive impulsion de l'activité économique des États-Unis. Cette expansion s'est poursuivie jusqu'au début des années 90, battant ainsi tous les records de longévité en temps de paix. En outre, il semble maintenant que, parmi les grands pays, ceux qui ont le moins d'inflation — comme le Japon et l'Allemagne — sont ceux dans lesquels la croissance est la plus vigoureuse, l'investissement le plus dynamique et la productivité la plus élevée.

La capacité d'agir

La capacité des banques centrales de prendre l'initiative paraissait, selon moi, d'autant plus impressionnante que, dans maints pays, la politique monétaire semblait, selon une expression familière bien de chez nous, la seule corde à leur arc. Cela revenait, certes, à trop simplifier la question, mais il est vrai que, sous l'effet des pressions politiques et des querelles doctrinales, il s'est révélé très difficile de recourir à la politique budgétaire pour gérer la demande.

Les États-Unis eux-mêmes en furent un excellent exemple. Jusqu'à ce jour, c'est en raison d'une impasse politique que des déficits budgétaires indûment élevés ont pu se perpétuer pendant une période d'expansion économique notable par sa durée — et remarquable également par le niveau excessivement faible de l'épargne, la forte dépendance de l'économie à l'égard des capitaux étrangers aux fins de financer des investissements en définitive insuffisants, enfin par le coût d'ores et déjà chroniquement élevé du capital.

Mon pays n'a toutefois pas été le seul à éprouver des difficultés à mettre la politique budgétaire en œuvre avec souplesse ou à prendre et appliquer des décisions sur d'autres aspects de la politique économique qui sont hautement politisés. À cet égard, la souplesse et le professionnalisme relatif dont ont fait preuve les banques centrales en ont paru d'autant plus remarquables.

Professionnalisme, continuité et coopération

Les qualités évoquées par les notions de professionnalisme, de continuité et de coopération ont accru l'influence et l'importance des banques centrales à d'autres égards également.

Les banques centrales forment, sur le plan international, une communauté qui, si elle fonctionne bien, fait preuve d'un esprit de corps remarquable et d'un sens spécial du respect mutuel et des responsabilités communes. Per Jacobsson lui-même a beaucoup fait pour développer ces qualités durant les années qu'il a passées à la Banque des règlements internationaux et au Fonds monétaire international, lorsque le système des taux de change fixes adopté à Bretton Woods était pleinement en vigueur.

Le succès du système de Bretton Woods dépendait clairement, il va sans dire, de la coopération monétaire — d'une coopération au demeurant plus étroite que celle qui a été effectivement apportée. Pour beaucoup, le système de taux de change flottants faisait notamment miroiter la possibilité de laisser aux banques centrales davantage d'autonomie — c'est-à-dire de les rendre en quelque sorte moins tributaires les unes des autres. Il faut reconnaître que, pendant un certain temps, c'est ce qui s'est produit. Mais les événements des années 80 ont démontré, de façon décisive, que dans un monde où les échanges sont intégrés et où les capitaux circulent librement, il est absolument nécessaire de coopérer.

Ce principe une fois admis, il est apparu particulièrement utile que les banques centrales soient à même de communiquer rapidement entre elles, de s'entendre sur l'action à mener, et de faciliter la conclusion d'accords de vaste portée entre gouvernements. La réaction commune à la crise de l'endettement de l'Amérique latine qui a menacé la stabilité du système bancaire international pendant la première moitié des années 80 n'en est que l'exemple le plus frappant. Durant la plus grande partie de la décennie, les banques centrales ont fait œuvre de pionnier dans l'établissement d'accords visant à coordonner les réglementations des différents pays; le plus important de ces accords est

celui qui a été conclu récemment à Bâle et qui a pour but d'uniformiser pour la première fois les normes relatives au niveau minimum des capitaux des banques effectuant des opérations internationales.

On ne saurait, me semble-t-il, ignorer un point plus subtil lorsqu'il s'agit d'évaluer le rôle actuel des banques centrales. Dans un bon nombre de pays, la Banque centrale est depuis longtemps un centre important où s'opère une analyse indépendante des politiques et où est dispensée une formation professionnelle, dont la portée dépasse parfois le cadre de ses responsabilités immédiates. Pour ne citer que deux exemples tirés d'hémisphères différents, considérons les efforts que la Banque d'Italie ou la Banque du Mexique ont déployés pendant des décennies pour développer les talents et favoriser un degré élevé d'indépendance intellectuelle dans leur pays. Ce genre d'accomplissement pourrait bien servir de modèle aux autres nations qui sont au stade initial de leur développement ou sont en voie d'établir un système d'économie de marché.

À ce propos, je trouve intéressant de constater que l'on a remis sur le tapis ces dernières années une question que l'on n'avait pas soulevée depuis longtemps et qui a trait à l'accroissement du degré d'indépendance officielle des banques centrales du Royaume-Uni et de la France. Bien que ces pays n'aient pas jugé utile d'apporter des modifications d'ordre juridique aux statuts de leur banque centrale, la controverse suscitée par cette question est, à mon avis, révélatrice : elle fait ressortir l'importance accrue que l'on attache à la force des banques centrales.

Les questions à considérer

Ainsi donc, il se trouve que les banques centrales jouissent aujourd'hui d'une réputation relativement bonne; cette conclusion, toutefois, n'apporte pas la preuve convaincante que ces institutions se sont d'ores et déjà dotées des moyens nécessaires pour assurer une plus grande stabilité aussi bien financière que des prix au cours des années à venir. Pour le prouver, il faudra tabler sur des tendances durables; il ne suffira pas de montrer que, à un certain moment de la crise, les banques ont réussi à réduire fortement l'inflation, ni d'invoquer, comme argument, la période d'expansion d'une durée exceptionnellement longue dont a bénéficié l'économie mondiale au lendemain d'une profonde récession.

Nous savons tous que la viabilité de cette expansion est actuellement mise à l'épreuve, en particulier aux États-Unis. De plus, même pendant les années de croissance, l'éclat de nos résultats a été terni par des déséquilibres intérieurs et extérieurs considérables, le faible

niveau de l'épargne, le manque de dynamisme de l'investissement, un degré de dépendance insoutenable à l'égard des capitaux étrangers et la lente croissance de la productivité.

Nous devons tout bonnement admettre que ces difficultés débordent, pour la plupart, le cadre de la politique monétaire, fût-elle menée de façon judicieuse. Étant donné les autres vicissitudes de la vie économique (notamment la crise actuelle du Moyen-Orient), il serait, à mon avis, non seulement simpliste mais carrément faux de dire que l'éventualité d'un ralentissement de l'activité économique, aussi léger soit-il, est un risque que fait courir la politique monétaire.

Les questions ayant trait à la politique monétaire et aux opérations des banques centrales se rapportent à d'autres domaines, c'est-à-dire à des domaines qui sont plus directement soumis à leur influence et à leur contrôle. Même si les facteurs monétaires et bancaires ne peuvent pas tout expliquer, je pense que, prises globalement, ces questions revêtiront vraiment une grande importance pour nos perspectives communes en matière de productivité et de prospérité, au cours des années à venir.

Trois problèmes majeurs

Il y a, selon moi, trois questions à considérer tout particulièrement : les perspectives quant à la stabilité des prix, l'intégrité et la solidité de nos structures financières, enfin l'instabilité des taux de change.

Prenons le cas de l'inflation elle-même. Dans la plupart des pays anglophones, comme dans d'autres pays industrialisés, le taux de hausse des prix était revenu à 4 % ou 5 % — allant jusqu'à atteindre 10 % — même avant la récente crise pétrolière, et ce même si le taux de chômage dans le monde industrialisé est encore, bien des années après la dernière récession générale, sensiblement plus élevé qu'il ne l'était plus tôt dans la période de l'après-guerre.

Même à l'heure actuelle, parmi les pays à revenu intermédiaire d'Amérique latine ou de toute autre région du monde, qui sont aux prises avec des difficultés de financement extérieur, peu nombreux sont ceux qui ont pu rétablir ne fût-ce qu'un semblant de stabilité des prix. En raison de cet échec, leurs perspectives de croissance demeurent incertaines. Pour ce qui est de la Chine, de l'URSS et des pays de l'Europe de l'Est, il nous faudra purement et simplement attendre encore un certain temps pour savoir s'ils pourront s'acheminer vers l'établissement d'une économie de marché sans être la proie de l'inflation.

Tout bien considéré, il nous faut conclure, j'en ai bien peur, que même la victoire partielle remportée sur l'inflation n'est pas un acquis solide.

Il est clair, d'ailleurs, qu'au cours des dix dernières années, l'instabilité des marchés financiers intérieurs et internationaux et les pressions exercées sur les institutions financières se sont écartées totalement de la tendance observée au début de l'après-guerre. En effet, on n'a rien vu de pareil depuis la fin des années 20 et des années 30, périodes pendant lesquelles les performances de l'économie ont nettement — et c'est le moins qu'on puisse en dire — laissé à désirer.

Croissance, stabilité et structure financière

J'appartiens à la génération qui a reçu sa formation économique au lendemain de la Grande Dépression. L'enseignement portait alors sur les dangers des crises financières qui ont précédé et accompagné cette sombre période. Dans le secteur privé, la réaction normale a été de maintenir pendant bien des années des pratiques financières très conservatrices. Pour ce qui est de la politique du secteur public — et je pense en particulier aux États-Unis — elle a veillé à renforcer considérablement les pouvoirs réglementaires et le «filet de sécurité» établi par le gouvernement fédéral pour protéger les banques et les déposants. Cela a eu notamment pour effet de fortifier davantage les institutions financières spécialisées et celles qui opèrent dans un domaine particulier pour les préserver, à certains égards, des rigueurs de la concurrence en matière de prix.

Le quart de siècle qui a suivi la deuxième guerre mondiale a été caractérisé, aux États-Unis comme ailleurs, par une croissance sans précédent et une stabilité remarquable, le tout étayé, semble-t-il, par des marchés financiers assez stables et ordonnés et des institutions très vigoureuses. On peut dire, après coup, que les autorités nationales paraissaient avoir davantage la maîtrise de la destinée économique de leur pays. À l'âge d'or de la pensée keynésienne, la politique budgétaire avait une certaine souplesse et semblait généralement donner des résultats dont l'utilité était prévisible.

Pendant la plus grande partie de cette période, un rôle nettement secondaire a été dévolu à la politique monétaire. En outre, contrairement aux pratiques qu'elles ont suivies ces dernières années, la plupart des banques centrales ont souvent eu recours à un contrôle sélectif du crédit et à d'autres mesures administratives.

Cependant, il est non moins vrai qu'en fait les pays ont d'ordinaire réagi promptement aux variations de l'offre de monnaie et de crédit. Les récessions ont été légères, quoique assez fréquentes. Par rapport à

l'évolution qu'ils ont suivie récemment, les taux de change ont assez peu varié, comme ce fut le cas pour les taux d'intérêt qui étaient en moyenne exceptionnellement bas. Très peu d'institutions financières importantes ont fait banqueroute et le nombre de faillites a été limité également dans le secteur des entreprises non financières.

Après coup, il apparaît clairement que pour les banques centrales, ces années étaient de bonnes années. À dessein ou non, le compartimentage et la spécialisation des institutions financières, ainsi que l'application de plafonds prescrits par la loi ou dictés par la coutume aux taux d'intérêt servis par les banques et les associations d'épargne et de prêt ont eu pour effet de sensibiliser l'économie à ce que nous estimons maintenant être des ajustements relativement minimes de la politique. L'action visant à limiter les tendances inflationnistes a été assez efficace. Grâce à la solidité intrinsèque des institutions, le risque de voir les phases de tension susciter des difficultés systémiques a été réduit au minimum.

La révolution sur les marchés financiers

Pendant les années 60, il est apparu clairement que ces dispositions commençaient à ne plus être adaptées à la situation. En effet, à mesure que se développaient les marchés internationaux des biens et des capitaux, les conditions requises pour assurer la croissance et la stabilité intérieures paraissaient de plus en plus incompatibles avec la fixité des taux de change. Les États-Unis, qui en étaient venus à passer pour le modèle parfait d'un marché financier ouvert, avaient eux-mêmes recours de plus en plus aux contrôles administratifs pour défendre le dollar sur les marchés internationaux.

Il a fallu peu de temps pour que les innovations financières et les progrès technologiques mêmes qui avaient favorisé la brusque expansion du volume des transactions internationales viennent réduire de plus en plus l'efficacité de ces tentatives de contrôle administratif. Dans l'intervalle, la nouvelle technologie a commencé à démanteler le cloisonnement conventionnel et réglementaire des marchés financiers intérieurs.

Tout cela a eu de profondes répercussions sur les banques commerciales comme sur les banques centrales. En raison de l'ouverture des marchés internationaux et des innovations institutionnelles intérieures, tout le dispositif de contrôle administratif — contrôle sélectif du crédit, application de plafonds au crédit bancaire total, imposition des limites prescrites par la loi et dictées par la coutume aux taux d'intérêt servis par les banques, etc. — est devenu de plus en plus inacceptable. En partie pour la simple raison qu'il ne fonctionnait plus

très bien. D'ailleurs, lorsqu'il fonctionnait, c'était au prix d'un accroissement des distorsions économiques. Il semblait de plus en plus inéquitable d'en faire supporter le poids à certaines institutions et à certains compartiments du marché — en particulier les banques commerciales et le logement.

Pour bien des banques commerciales, les implications de cette orientation nouvelle paraissaient assez claires. L'une de leurs craintes endémiques, c'est-à-dire celle de ne pouvoir, à cause de l'application de plafonds arbitraires ou de décrets réglementaires, obtenir des fonds à n'importe quel prix pour financer leurs prêts, s'est grandement atténuée. Elles ont cru, par conséquent, que la liquidité interne pouvait être fortement réduite et qu'elles n'auraient pas besoin de mettre un frein à la politique agressive qu'elles menaient en matière de prêts, par peur de manquer de fonds. À tout propos, elles répétaient qu'en y mettant le prix elles pourraient toujours se procurer des fonds, sinon auprès de l'un de leurs clients, au moins à New York, à Londres ou à Tokyo — impression renforcée dans les années 70 par la pléthore de pétrodollars.

Bien sûr, il y avait toujours le risque d'avoir à payer des taux d'intérêt beaucoup plus élevés si l'argent se raréfiait, mais il serait possible, estimait-on, d'endiguer ce risque ou de le répercuter sur l'emprunteur en refusant d'engager des fonds assortis de taux d'intérêt à long terme. Dans cet environnement plus concurrentiel, il semblait logique, voire nécessaire, d'assouplir les normes traditionnelles de crédit et d'accroître le degré d'endettement pour préserver la rentabilité.

Les pressions inhérentes à cette concurrence ont été fortement amplifiées par les progrès technologiques et les innovations financières, qui ont permis aux emprunteurs de premier rang de se procurer plus facilement des fonds en dehors du système bancaire. De plus en plus, les entreprises emprunteuses jouissant d'une bonne réputation de solvabilité ont évité d'avoir recours au système bancaire, officiellement protégé et supervisé, ce qui a amené les banques à accorder des crédits à des emprunteurs moins sûrs.

Bien entendu, le rythme et l'intensité de ces changements ont varié d'un pays à l'autre, mais les mêmes tendances se sont dessinées partout.

La plupart des spécialistes et des économistes voient dans ce processus un motif de satisfaction. Pour un certain temps au moins, grâce à des marchés plus souples, la concurrence s'est intensifiée et les innovations se sont multipliées, ce qui a, semble-t-il, considérablement accru l'efficacité. Maintes institutions financières ont pu réaliser de jolis bénéfices sur des marchés plus instables, tout en se félicitant les

unes les autres de ce que des emprunteurs moins sûrs soient à même d'obtenir des crédits.

Les conséquences pour le contrôle monétaire

Dans un tel environnement, certains agents économiques, à l'intérieur ou à l'extérieur des banques centrales, craignaient que les autorités monétaires ne perdent une partie de leur contrôle et qu'il ne se produise une augmentation explosive de la dette; ces craintes ont toutefois été balayées par les forces du marché et les pressions d'ordre politique en faveur de la déréglementation. En fin de compte, il incomberait aux banques centrales d'adapter leurs opérations à la nouvelle situation du marché et non le contraire.

En d'autres termes, il leur faudrait recourir davantage aux moyens indirects classiques de contrôle du crédit — c'est-à-dire le contrôle des réserves des banques et de la base monétaire. Cela revient à dire qu'il faudrait laisser les taux du marché monter à un niveau suffisamment élevé pour réaliser l'équilibre entre la demande et l'offre de monnaie. En même temps, du fait de la nouvelle situation du marché et de l'environnement inflationniste, il était devenu de plus en plus difficile d'estimer l'effet restrictif d'un niveau donné de la masse monétaire et des taux d'intérêt.

Je ne veux pas retracer ici les étapes successives de l'application de la nouvelle approche aux États-Unis ou ailleurs pendant les années 80.

Je me contenterai de dire que les faits parlent d'eux-mêmes : en dépit des efforts déployés ici et à l'étranger, les banques centrales n'ont pas trouvé de panacée monétariste. Après tout, aucun pays où l'inflation s'est profondément ancrée n'a semblé capable de la modérer sans passer par une période de transition pénible, caractérisée par un niveau de chômage élevé, une vague de récession et une compression des bénéfices.

La morale de cette expérience me semble des plus évidentes : il faut s'empresser de réagir dès qu'apparaissent des pressions inflationnistes, et ce pour deux raisons. Au-delà d'un certain point, l'inflation elle-même crée des distorsions au sein de l'économie. Et, une fois l'inflation solidement ancrée, les bouleversements qu'entraînera le rétablissement de la stabilité auront tendance à être plus profonds.

Des questions à régler

Aussi difficile qu'ait été la transition, on a vu se dessiner au milieu des années 80, dans presque tous les pays industrialisés, une tendance vers une plus grande stabilité des prix qui laissait présager une longue

période de reprise et de croissance. Dans ce sens, on peut raisonnablement dire que la lutte concertée contre l'inflation a été couronnée de succès. Cependant, on peut tout aussi bien dire, à mon avis, que ces efforts ont laissé dans leur sillage une série de questions à régler pour les banques centrales et les autres responsables de la politique économique.

Les dangers auxquels est exposé le système financier

L'un des sujets de préoccupation est la stabilité et la solidité des banques commerciales en particulier et du système financier en général.

Bien entendu, les opérateurs sur le marché financier ont pu se rendre compte que l'existence de marchés plus souples et plus instables présentait elle-même de nouveaux risques; elle menaçait notamment d'entraîner une discordance entre les échéances de leurs avoirs et de leurs engagements et entre les monnaies dans lesquelles ils sont libellés. Ces risques sont à l'origine de la masse d'efforts et d'ingéniosité qu'il a fallu déployer pour trouver des dispositifs qui fournissent une protection efficace, tant pour les institutions financières elles-mêmes que pour leurs clients.

Si l'on considère leur but même — c'est-à-dire mettre des institutions données à l'abri de certains risques déterminés — ces efforts ont été largement couronnés de succès et sont vite devenus une importante source de profits pour les innovateurs. Il s'est toutefois produit un changement dont on s'est en général moins rendu compte : les institutions financières se sont certes protégées de plus en plus contre les risques connus et précis que présente l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change, mais un autre type de risque, plus insidieux celui-là, est apparu et menace désormais de porter atteinte à leur solidité. En particulier, à la suite du gonflement démesuré de la dette, bien des intermédiaires financiers ont découvert qu'un nombre croissant de leurs clients se heurtaient à de graves difficultés financières qui, de plus en plus fréquemment, les réduisent à l'insolvabilité, comme il est à présent manifeste. En définitive, il se révèle impossible de protéger efficacement le système financier tout entier et les institutions qui le composent contre les faillites d'un grand nombre de leurs principaux clients.

On a tendance à attribuer les faiblesses de la structure du crédit à des facteurs particuliers, comme l'enthousiasme excessif pour le recyclage des pétrodollars, l'ampleur de la récession du début des années 80, l'effondrement du prix du pétrole au milieu de la décennie, pour ne nommer que ceux-là. Or, si l'on en juge par la convergence de tant

de problèmes particuliers après des années d'expansion, il y a sûrement des facteurs plus généraux qui sont entrés en jeu.

L'un de ces facteurs a été l'intensité avec laquelle la concurrence s'est avivée à la faveur de la déréglementation, de la mondialisation des marchés et des progrès de la technologie. Un autre facteur a été la persistance des anticipations inflationnistes, en particulier dans l'immobilier : par souci de spéculation, les agents économiques ont emprunté à outrance au regard de leurs mises de fonds et trop construit au moment même où les taux d'intérêt réels étaient élevés par rapport à leurs niveaux passés. Nous en venons à comprendre que les entreprises lourdement tributaires de l'emprunt et des marchés étrangers ne peuvent se protéger économiquement, à longueur d'année, contre les fluctuations exceptionnelles des taux d'intérêt et des taux de change.

Aux États-Unis, nous nous rendons certes compte maintenant des incitations perverses que suscitent notamment dans le secteur de l'épargne les programmes conçus par l'État pour protéger les déposants. Et, sans nul doute, la structure des énormes rémunérations que procurent les opérations à court terme sur les marchés financiers a détourné l'attention des conséquences ultimes des évaluations de crédit peu rigoureuses : dans bien des cas, les rémunérations les plus élevées sont allées à ceux qui servent principalement d'intermédiaires dans les opérations de financement, alors que la plus grande partie du risque de crédit retombait sur les autres.

Dans ces conditions, le plus surprenant pour moi, c'est que les faiblesses manifestes de la structure du crédit aient pu persister si longtemps sans nuire davantage à l'activité économique. D'une certaine façon, cela tient sûrement au fait qu'aux États-Unis, par exemple, le «filet de sécurité» établi par le gouvernement fédéral a permis (comme l'ont fait des dispositifs semblables, formels ou informels, à l'étranger) d'amortir les tensions en les disséminant et de préserver la confiance des déposants. À tout prendre — et au fond, cela est peut-être encore plus important — on a pu mener pendant assez longtemps une action décidément audacieuse et une politique d'endettement hardie dans un climat de croissance économique vigoureuse.

Il y a cependant une limite à l'allure de la croissance — limite déterminée en fin de compte par la productivité — comme en témoignent les pressions inflationnistes et les contraintes relatives à la capacité. Aux États-Unis, le rythme de croissance s'est ralenti et du même coup a diminué la capacité du pays d'assurer le service d'une dette qui avait beaucoup augmenté. Lorsque des déficits considérables ont tendance à maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé, la possibilité d'un resserrement s'intensifie.

Le processus naturel d'auto-défense, c'est alors de mettre fin à des pratiques de prêt trop agressives ici comme à l'étranger, mais cette solution comporte un risque manifeste : la tentation pour les banques de couper court également à l'octroi ordinaire, et au demeurant prudent, de crédit et de se nuire ainsi mutuellement. Voilà un type de comportement potentiellement contagieux qui risquerait de transformer la stagnation ou une légère récession en crises beaucoup plus graves.

Un autre problème : l'instabilité des taux

Il y a interaction entre ces risques et le troisième grand problème qui se pose aux banques centrales : l'extrême instabilité des taux d'intérêt, et celle encore plus forte des taux de change. J'ai le sentiment que cette instabilité a beaucoup nui à l'investissement international, au commerce et, en fin de compte, à la productivité.

Je n'ignore pas que les théoriciens ne se sont pas encore mis d'accord sur ce point. Je n'ignore pas non plus que, dans la pratique, les variations du taux de change induites par des modifications de la politique monétaire peuvent être en fait l'élément décisif de cette politique. Néanmoins, il y a tout lieu de s'inquiéter.

Nous savons que de fortes pressions protectionnistes ont été suscitées par le sentiment de découragement et d'incertitude qu'ont engendré les amples fluctuations des taux de change. Nous pouvons voir, par ailleurs, que les mouvements excessifs et spéculatifs des taux de change ont peu de rapport avec les variations fondamentales des positions concurrentielles. De plus, si, à un moment ou l'autre, la situation semble évoluer à l'avantage de la politique monétaire d'un pays donné, il y a de fortes chances pour qu'elle ne joue pas au détriment de celle des autres.

DES CONVICTIONS PROFONDES

Je sais très bien qu'il est beaucoup plus facile de décrire les problèmes que d'y apporter des solutions jugées valables. Cependant, les leçons que j'ai tirées des années 80 sont venues renforcer mes convictions les plus fermes quant à la responsabilité d'une banque centrale dans la lutte contre l'inflation et l'exercice de la surveillance sur le système financier.

La lutte contre l'inflation

Il est certain que notre expérience a fait nettement ressortir l'importance de lutter contre l'inflation dès l'apparition de ses premiers symptômes, c'est-à-dire avant qu'elle prenne vraiment son essor et ait des effets profondément ancrés sur les anticipations.

Ce que nous avons découvert aux États-Unis pendant les années 80 — et ce que les autres pays ont découvert soit avant soit depuis lors — c'est que, à un certain stade du processus inflationniste, l'opinion publique sera en faveur de l'application de mesures vigoureuses propres à restaurer la stabilité, même si elles semblent impliquer un coût élevé à court terme. En revanche, ce que l'on comprend encore peut-être moins bien, c'est que, face à une menace d'inflation, il faut pour obtenir les meilleurs résultats agir dès l'apparition des premiers symptômes, avant que le public ne soit vraiment alarmé; en tardant à agir, on ne fait qu'aggraver le problème.

À mon avis, on parviendrait peut-être à atténuer les difficultés que l'on éprouve habituellement à réagir avant que l'inflation n'acquière de la vigueur, si, aux États-Unis comme dans les autres pays, les statuts de la banque centrale indiquaient plus explicitement que l'objectif principal et permanent de la politique monétaire est d'assurer la stabilité des prix. On ne ferait d'ailleurs que suivre l'exemple de l'Allemagne qui a déjà adopté cette ligne de conduite.

Il est certain que les modalités et l'intensité de l'action à mener à des moments déterminés pour atteindre cet objectif dépendront, et devraient dépendre, des circonstances. Pour cette raison, je ne crois pas trop à l'efficacité de la méthode consistant à fixer des objectifs précis pour réduire l'inflation; la pseudo-précision qu'elle implique risquerait de compromettre la crédibilité au lieu de la renforcer. Cependant, comme le montre l'expérience des dernières années, l'idée que l'intervention de l'autorité monétaire — qu'il s'agisse d'assurer la croissance, le plein emploi ou la stabilité — est la réponse à tous les maux est une utopie qui risque de créer confusion et malentendus au sujet de ce qu'une banque centrale peut réellement faire.

Ce qu'il convient de noter à cet égard, ce sont beaucoup moins les mots que la façon dont les banques centrales ont réagi, au cours d'une certaine période, dans diverses situations. Voilà notamment pourquoi l'approche adoptée face aux pressions qui s'exercent actuellement sur le marché du crédit revêt tant d'importance.

J'ai mes doutes sur le bien-fondé de ces points de vue. Bien sûr, lorsqu'elle évalue l'orientation de sa politique dans un pays où l'activité économique est déjà atone, une banque centrale souhaitera déterminer si la tendance à réduire les prêts n'aura pas un effet indûment restrictif sur l'économie. Par contre, en tentant de sanctionner des

pratiques de prêt imprudentes par une expansion monétaire excessive, elle adopterait une ligne de conduite qui, même si elle semblait couronnée de succès à court terme, ne tarderait pas à engendrer d'autres excès. Dans le cas des États-Unis, l'idée qu'il conviendrait de tolérer, voire de soutenir et favoriser, le processus inflationniste n'aurait que trop vraisemblablement pour effet de faire monter les taux d'intérêt à long terme et de baisser la valeur du dollar, ce qui pourrait aggraver les difficultés sur les marchés financiers.

Les efforts qu'on déploie pour atténuer ces tensions — dans la mesure où elles sont liées aux taux d'intérêt — seraient bien plus constructifs s'ils visaient à remédier directement et efficacement à la situation de notre déficit budgétaire au lieu de porter sur des mesures qui risquent d'aggraver l'inflation.

La banque centrale et le système financier

Ce qui me paraît incontestable, dans les circonstances actuelles, c'est que la politique monétaire ainsi que la structure et la situation du système bancaire et financier sont des réalités étroitement reliées les unes aux autres. Leur interdépendance et leurs relations réciproques sont des raisons amplement suffisantes pour conclure qu'il y a lieu d'attribuer à la banque centrale un pouvoir important et une grande autorité dans le domaine de la réglementation et de la supervision.

Cette conclusion, dans le cas des États-Unis, est renforcée par le fait que notre banque centrale est le point de contact, naturel et principal, avec les banques centrales étrangères, qui remplissent généralement, en totalité ou en grande partie, ces fonctions de supervision dans leur pays.

Loin de moi l'intention de nier qu'il existe d'autres organismes publics qui peuvent, à juste titre, faire valoir leur point de vue en matière de réglementation bancaire, et dont le moindre n'est pas le ministère des finances. Il y a toujours moyen de tenir compte de divers points de vue. Mais je soutiens que, si la banque centrale cesse de s'intéresser à la structure et aux résultats du système financier, ou perd de son influence sur eux, c'est la politique monétaire et le système financier qui s'en ressentiront.

Au cours des prochaines années, les banques centrales et autres institutions analogues auront de toute évidence pour mission dans le processus de réglementation bancaire de raffermir la confiance dans le système bancaire tout en rendant celui-ci moins tributaire des soutiens officiels. C'est aux États-Unis, plus que partout ailleurs, que cette action est primordiale. Cependant, il y a suffisamment de preuves que les mêmes problèmes existent dans d'autres pays pour que l'on puisse

conclure à leur caractère transnational. Il est, et demeurera, grandement nécessaire de coordonner des approches qui soient de nature à se renforcer mutuellement.

Le goût du slogan est, selon moi, trop répandu dans ce domaine — oui à la déréglementation, non au retour à la réglementation! Vive la discipline du marché, à bas la protection de l'État!

Il est un fait certain : nous ne pouvons faire marche arrière pour rétablir les cloisonnements et appliquer des plafonds au crédit et aux taux d'intérêt; l'énorme potentiel offert par la technologie moderne ne nous le permettra pas. Nous ne pouvons pas risquer non plus de sacrifier la sécurité des dépôts en réduisant de but en blanc la couverture de l'assurance ou en accroissant son coût au point que les institutions assurées ne puissent pas redevenir concurrentielles.

Il sera certes utile de poursuivre la déréglementation quand cela permettra de consolider la position concurrentielle des institutions dépositaires et de renforcer leur stabilité. Aux États-Unis, le moment est depuis longtemps venu de mettre fin au cloisonnement géographique artificiel des opérations bancaires. Cela favoriserait une plus grande diversification des activités des institutions et donnerait à certaines d'entre elles une assise plus solide pour effectuer des opérations à l'échelle mondiale. Nous pouvons, d'une façon plus directe, permettre à nos holdings bancaires d'élargir la gamme de leurs services financiers lorsque les risques sont limités ou faciles à endiguer.

Il nous faut en même temps reconnaître que certains domaines devraient rester en dehors du champ d'activité des banques — et, par conséquent, ne pas bénéficier des filets de sécurité — en raison des risques et conflits d'intérêts possibles; c'est le cas des opérations immobilières qui ont été un écueil pour tant de caisses d'épargne.

Aux États-Unis, ces questions d'ordre structurel relèvent du domaine juridique, mais nombreuses sont les tâches que les autorités chargées de la réglementation bancaire devront assumer dans le cadre de leurs compétences. En réalité, il faut parvenir à un certain équilibre, si délicat soit-il, pour parer aux risques et excès manifestes. Il se pourrait très bien qu'une aide officielle soit nécessaire et justifiée pour éviter l'échec et ne pas s'exposer à devoir ensuite payer les pots cassés. Cependant, il importe d'aller plus loin : il faut encourager les banques elles-mêmes à redoubler d'efforts pour renforcer leur capital et il faut aussi, le cas échéant, prendre des mesures disciplinaires rigoureuses lorsque les pratiques de prêt ne sont pas assez fermes et qu'il y a des conflits d'intérêts.

Pour mener à bien certaines de ces actions, il faudra peut-être établir de nouvelles lois. Dans tous les cas, il faudra sûrement des dirigeants avisés et compétents, qui soient sensibles aux exigences de la

concurrence et aux dangers d'une réaction excessive, mais qui le soient aussi à la nécessité d'instaurer la discipline.

Face aux réalités de la concurrence et du marché, il importe de se pénétrer d'une exigence : pour être à même de prévoir et de faire disparaître les causes de tension, il faudra mieux connaître quelques-unes des institutions financières non bancaires et exercer sur elles un certain degré de surveillance. De plus en plus, il se révélera nécessaire d'aborder ces questions dans une optique plus large, autrement dit dans une perspective internationale.

Cela est particulièrement vrai des opérations en capital. Il peut se révéler essentiel, en cas d'urgence, de savoir clairement quelles doivent être les responsabilités officielles des institutions qui effectuent des opérations internationales. Dans tous ces domaines, il importe que les institutions échangent leurs informations dans un climat de confiance réciproque.

«INDÉPENDANCE» DES BANQUES CENTRALES

J'en viens naturellement à conclure que, pour être efficace, une banque centrale doit être forte, dotée d'une grande autonomie et à l'abri de l'influence des partis et des pressions politiques du moment.

Partisan convaincu de l'indépendance des banques centrales au sein de l'appareil administratif, je tiens à souligner — et j'espère que cette insistance ne sera pas mal interprétée — que la capacité de prendre des décisions indépendantes sur la politique monétaire ne doit pas nécessairement impliquer l'isolement.

Dans un sens très général, une banque centrale qui exerce ses activités dans une société démocratique ouverte devra veiller à ce que, dans l'ensemble, le grand public ait une assez bonne idée des politiques fondamentales mises au point et appliquées et les considère comme acceptables.

Il y a toutefois d'autres éléments, beaucoup plus précis, à prendre en considération.

Les pouvoirs et responsabilités d'une banque centrale empiètent inévitablement sur ceux des principales autorités politiques. Le point de recoupement le plus important et la raison qui a de tout temps justifié l'indépendance des banques centrales est le financement des opérations de l'État. À cet égard, les débats budgétaires qui se déroulent en ce moment même à Washington font ressortir clairement qu'il ne s'agit pas seulement de savoir, tant s'en faut, si la banque centrale achète directement ou non des titres à l'État.

Pour ce qui est de l'avenir, la question de la politique de taux de change peut se révéler tout aussi essentielle. Le gouvernement ne

renoncera pas — et dans la pratique ne peut pas le faire — au pouvoir de décider du régime des changes à appliquer, ou, au-delà de certaines limites, du niveau effectif des taux de change. Par ailleurs, la conduite de la politique monétaire influe inévitablement sur les marchés des changes et, s'il s'agit d'un taux fixé, cette action doit nécessairement viser à maintenir des limites de fluctuation étroites. À l'extrême, un taux fixé de façon rigide impliquera, bien entendu, une perte d'autonomie pour la politique monétaire.

C'est ce qui se passe actuellement dans le cas du système monétaire européen. À la limite, lorsque l'on parviendra à créer une monnaie commune, les banques centrales des différents pays verront leur identité se fondre dans celle d'une institution à caractère communautaire.

La vision de l'avenir

Je pourrais peut-être rêver du grand triomphe des banques centrales, du jour où elles réussiraient si bien à assurer la stabilité des prix et des marchés financiers que les monnaies s'échangeraient librement à des taux de change stables. Nous pourrions alors, comme c'est déjà le cas en Europe, envisager la possibilité de regrouper les autorités monétaires indépendantes en une banque centrale collective conçue pour préserver la stabilité de la monnaie commune et lui conférer un caractère officiel.

Mais ni vous ni moi ne verrons de notre vivant l'avènement d'une telle institution.

Je suis toutefois porté à croire que les agents des banques centrales, de pair avec leurs collègues des ministères des finances, devront accorder une plus haute priorité à la stabilité des taux de change dans les années à venir.

Les événements des dernières années nous ont rappelé à quels obstacles et à quelles difficultés se heurtent de tels efforts. Il me semble pourtant que les points sur lesquels j'ai insisté aujourd'hui — la nécessité d'assurer progressivement la stabilité des prix et la solidité du secteur financier dans nos pays — doivent constituer l'élément fondamental de cette tâche d'envergure.

* * *

SIR JEREMY MORSE : Merci beaucoup, Paul, de ce très brillant exposé dont la qualité essentielle, je crois, était d'allier la réflexion de l'intellectuel à l'expérience du praticien. Permettez-moi d'ajouter une chose encore, que Paul a été trop modeste pour mentionner. La grande déflation des années 30, contre laquelle Per Jacobsson a tant

œuvré, n'a pas été très bien gérée; les commentateurs et les politiciens ont pu en rejeter la faute très largement sur les banques centrales. Les années 80 ont vu en revanche une désinflation réussie déboucher sur une longue période de reprise et, si la réputation des banques centrales s'en est trouvée grandie, c'est à Paul Volcker plus qu'à quiconque que nous le devons.

Questions et réponses

Après son exposé, M. Volcker a répondu aux questions des auditeurs.

Question : Je crois que la coopération internationale a beaucoup fait pour la réputation des banques centrales. Peut-être pouvez-vous nous en dire davantage, particulièrement en ce qui concerne l'Europe? Le débat concernant la création d'une banque centrale européenne a plus porté, en fait, sur des problèmes internes que sur la manière dont cela pourrait influer sur le poids de l'Europe au niveau international. Pensez-vous qu'il serait plus facile de coopérer avec une Europe dotée d'une banque centrale ou préférez-vous traiter avec des banques centrales nationales peut-être plus puissantes individuellement?

M. Volcker : À mon avis, on peut espérer que la coopération sera plus facile s'il existe une autorité centralisée efficace en Europe. L'un des problèmes que nous rencontrons lorsque nous nous efforçons, par exemple, de remédier aux tensions sur les taux d'intérêt par le recours à des modifications complémentaires des politiques monétaires, tient au grand nombre d'interlocuteurs auxquels il nous faut faire face. De fait, dans les circonstances actuelles, notre principal partenaire, en cas de tensions entre les monnaies européennes et le dollar sur le marché des changes, est la Bundesbank — et donc le deutsche mark — mais la Bundesbank doit aussi se demander, et nous avec elle, comment et dans quelle mesure les initiatives que nous pourrions prendre influeront sur les autres monnaies et sur leur position dans le SME. S'il était possible d'éliminer d'un seul coup les préoccupations de ce type — je ne dis pas de supprimer tous les problèmes, car ils ne manquent pas lorsque l'on cherche à instaurer une coopération de cet ordre — ce serait, je crois, un pas vers la simplification du problème posé. Cela pourrait ouvrir la voie à un peu plus de coordination trilatérale des politiques économiques et aiderait à stabiliser davantage les taux de change. Voilà, je pense, l'un des espoirs que cette situation pourrait faire naître.

Question : Vous nous avez fait un brillant exposé, mais j'estime que son titre n'est pas approprié, au moins pour ce qui est des États-

Unis. Je vais certes reprendre la plupart des points que vous avez mentionnés, mais il me semble qu'ici le triomphe dont vous parlez a été quelque peu limité, premièrement, par la médiocrité des politiques budgétaires suivies; deuxièmement, par la nécessité de suivre la voie particulièrement étroite entre les impératifs extérieurs et intérieurs; troisièmement, par les critiques dont fait l'objet la politique du Système fédéral de réserve, même si elles se sont atténuées récemment; enfin et surtout, par la fluidité croissante des capitaux et des crédits sur les marchés internationaux. Avez-vous d'autres commentaires à nous apporter sur ce sujet?

M. Volcker : Je voudrais simplement préciser que je ne suis pas sûr que vous ayez lu le titre correctement. Il se termine par un point d'interrogation. Ce n'est pas par hasard, et le type de question que vous soulevez recouvre l'essentiel de ce qu'a été mon propos. Ce sont des questions tout à fait pertinentes que nous n'avons pas encore résolues.

Question : L'accumulation d'une dette nationale énorme ayant conduit plusieurs pays à affecter de 15 à 20 % de leurs dépenses budgétaires au service de leur dette, estimez-vous qu'il y a là, à terme, un risque que leur dette nationale soit contractée à, disons, 8 à 9 % pendant une longue période, un risque qu'elle soit convertie? Et croyez-vous que le moment est proche où l'on se rendra compte que ce risque s'accroît?

M. Volcker : Qu'entendez-vous par conversion de la dette nationale? Est-ce un euphémisme pour dire que la dette ne sera pas remboursée?

Question : C'est un peu mon idée. Cela peut vouloir dire aussi que la dette ne sera pas remboursée au taux de 8 ou 9 %, pour le moins, ou qu'elle sera convertie en d'autres types d'obligations portant des taux d'intérêt inférieurs.

M. Volcker : Laissez-moi vous dire qu'en ce qui concerne les États-Unis — et je pense que cela est vrai des autres pays industrialisés — nous en sommes encore loin. Si vraiment nous en venons un jour à examiner sérieusement cette question, c'est que la partie sera déjà très largement perdue. Vous aurez une situation dans laquelle il sera extrêmement difficile de restaurer la confiance et la stabilité. J'estime que votre question n'est pas sans intérêt dans la mesure où ce type de problème s'est posé dans des pays d'Amérique latine qui, hélas, se sont trouvés accablés par le poids du service de leur dette. Celui-ci est tel qu'il pose de difficiles problèmes de transfert à l'intérieur du pays;

reste alors à savoir s'il est possible de prélever effectivement des impôts suffisamment élevés pour assurer à la fois les achats de biens et services courants, le financement des investissements et le paiement des intérêts de la dette.

Je ne veux pas dire ici que nous sommes, ou que nos principaux partenaires sont dans cette situation. J'aurais tendance à m'inquiéter davantage du montant de la dette privée que de celui de la dette publique. Pour cette dernière, me semble-t-il, c'est surtout la vitesse à laquelle elle augmente qui pose un problème. Le financement de l'accroissement de la dette publique n'en est pas encore venu à limiter notre capacité d'en assurer le service, mais cet accroissement influe sur le marché et fait monter les taux d'intérêt à un niveau plus élevé que celui qu'ils atteindraient s'il en était autrement. Il augmente le coût du capital — je pense ici plus spécialement aux États-Unis — diminue notre capacité d'investissement, affaiblit notre productivité et nous rend tributaires des capitaux extérieurs; toutes ces choses — et j'en passe — sont préjudiciables à nos résultats économiques certes, mais, encore une fois, elles ne le sont pas parce que nous faisons ne serait-ce qu'approcher du point où nous serions incapables d'assurer le service de notre dette.

Question : J'ai écouté les arguments très puissants que vous invoquez, et auxquels je crois que chacun souscrit, en faveur du rôle qu'une banque centrale forte et indépendante pourrait jouer dans le domaine de la politique économique et des taux d'intérêt ainsi que pour la stabilité du système financier, et je m'étonne toutefois que vous n'ayez pas beaucoup parlé des taux de change. Pensez-vous que la même logique s'applique dans leur cas et que l'on peut tout à fait soutenir que la banque centrale devrait bénéficier d'une indépendance et d'une autorité identiques dans ce domaine?

M. Volcker : Non, je ne le pense pas, et cela mérite je crois que nous nous y arrêtions un peu. Je me suis efforcé de laisser entendre — et je n'ai rien fait de plus — qu'en fin de compte, il y a manifestement des domaines où la politique de la banque centrale touche à des éléments de politique générale d'une importance vitale, et je crois que le taux de change en est un exemple parfait. L'Allemagne nous l'a montré, dans une certaine mesure, lorsqu'il s'est agi de fixer le taux auquel s'effectuerait la conversion de la monnaie est-allemande dans le cadre de l'unification. On a largement débattu de ce que cela signifiait pour l'indépendance de la banque centrale. Pour être tout à fait franc, il m'a semblé que là n'était pas vraiment la question car le gouvernement avait un intérêt tout à fait légitime, et même primordial, à déterminer ce qu'allait être le taux de change. Et il ne me semble pas que l'on

puisse vraiment considérer qu'il y a eu atteinte aux responsabilités de la Bundesbank.

Permettez-moi de généraliser un peu en appliquant cette réponse aux taux de change de façon plus générale. Si une décision doit intervenir au niveau international pour fixer les taux de change, il faut savoir qu'en définitive, elle ne sera pas le fait, à proprement parler, des seules banques centrales. Cette décision, une fois prise, influera fortement sur le comportement des banques centrales, et j'estime pour ma part qu'en l'occurrence elles devraient pouvoir déterminer leur comportement de façon indépendante. Cependant, la décision gouvernementale aura contribué fortement à modeler cet environnement et je ne crois pas que, dans une démocratie ou dans toute entité politique opérationnelle, ce soit une chose que nous puissions éviter. Pour prendre un cas extrême — l'Europe, encore une fois — si le taux de change est fixé de façon suffisamment rigide, la banque centrale disparaîtra ou, tout au moins les différentes banques centrales disparaîtront.

Question : Vous n'ignorez pas le débat actuel sur la création d'un système européen de banques centrales. Pensez-vous qu'une banque centrale européenne unique pourrait fonctionner efficacement sans être responsable devant une autorité politique unique?

M. Volcker : C'est une question intéressante. À vrai dire, j'avais préparé un ou deux paragraphes plutôt sarcastiques qui se rapportaient plus ou moins à ce sujet. Réflexion faite, j'ai jugé qu'ils étaient trop longs, trop élaborés aussi, et qu'il valait mieux les omettre; l'idée générale était de citer cette éventualité comme preuve de la prééminence des banques centrales. Je ne crois pas que l'histoire offre d'autres exemples de peuples discutant de la création d'une banque centrale avant d'avoir mis en place l'institution politique symétrique. Quoi qu'il en soit, je suis persuadé pour ma part que cette banque centrale pourrait voir le jour dans le cadre des discussions en cours, et précéder ainsi d'éventuels changements de la structure politique. Il existe d'ores et déjà une certaine autorité politique, qui est toutefois un peu fragmentaire. À terme, pourtant, il me semble que la décision de créer la banque centrale, avec tout ce que cela suppose pour la souveraineté économique puisque la question est posée, implique d'autres décisions propres à renforcer la cohésion et la direction politiques de l'Europe. Il n'est pas possible qu'une situation où des autorités politiques disparates et faibles coexistent avec une banque centrale forte puisse se perpétuer. Je ne pense pas que cela pourrait durer pendant plusieurs décennies mais la chose reste possible, je crois, dans le cadre d'un processus de transition.

Question : Dans quelle mesure, selon vous, est-il probable que les pays d'Europe de l'Est adhèrent à la banque centrale unique d'Europe occidentale? Pensez-vous que l'on puisse envisager une forme d'affiliation pas trop rigoureuse dans un premier temps, suivie d'une adhésion à plus long terme, ou prévoyez-vous une évolution plus spectaculaire à court terme?

M. Volcker : Je ne pense pas être le plus qualifié pour répondre à cette question. Je ne suis pas d'assez près l'évolution de la situation au sein de la Communauté et en Europe de l'Est. J'observe tout cela avec grand intérêt, mais je crois préférable de ne pas trop entrer dans les détails ici.

Cela dit, je crains que la mise en place d'une banque centrale et d'une monnaie commune dans une zone relativement homogène comme la Communauté européenne posera suffisamment de problèmes et que s'efforcer d'intégrer dès maintenant les monnaies d'Europe de l'Est serait ajouter une complication supplémentaire. Je pense aussi qu'il apparaîtra nécessaire aux pays d'Europe de l'Est d'établir un lien très étroit avec une monnaie européenne unique — ou, à défaut de monnaie commune, avec l'une des monnaies européennes, voire avec le dollar — pour des raisons psychologiques ou autres, s'ils veulent garantir chez eux stabilité et discipline au moment où ils sont engagés dans une transition particulièrement ardue.

Cette transition d'une économie dirigiste à une économie de marché pose en effet de multiples problèmes; l'expérience de l'Amérique latine montre combien il est difficile de rétablir la stabilité, ne serait-ce qu'une stabilité minimale, des marchés financiers et de l'inflation, une fois que le processus de transition a permis une réelle explosion de l'inflation.

Il convient toutefois de préciser que l'Amérique latine a une tradition d'inflation que n'ont pas les pays d'Europe de l'Est. C'est là sans doute, à mon sens, leur meilleur atout sur le plan psychologique.

Question : Quelles mesures macroéconomiques serait-il souhaitable d'adopter dans chaque région du Groupe des trois pour faire face au troisième choc pétrolier?

M. Volcker : Merci bien! Vous me donnez là matière à un nouvel exposé! J'estime que l'un des problèmes posés par ce choc pétrolier vient de ce que nul ne sait combien de temps il durera et jusqu'où les prix monteront. Ces évolutions apparaissent totalement imprévisibles à un pauvre observateur économique et elles le sont sans doute aussi, je le crains, pour l'observateur politique le plus avisé. Dans ces conditions, quoique nous fassions, nous n'avons que plus de raisons de

procéder avec précaution. Cependant, je ne crois pas qu'il y ait lieu de changer radicalement de politique.

Pour en revenir aux États-Unis, cela ne fait à mon sens que rendre encore plus nécessaire de progresser sur le front budgétaire. D'aucuns sont parvenus à la conclusion inverse, mais nous nous trouvons ici devant un phénomène appelé — pour le moins — à ralentir la baisse des dépenses au titre de la défense et à aggraver les déficits dans d'autres secteurs du budget. Il me semble que ce serait une erreur manifeste d'en faire une excuse pour éviter cet effort budgétaire même minime que nous évoquions tout à l'heure, et que cela n'aboutirait qu'à mettre davantage en péril la stabilité du système financier.

Je ne suis certes pas d'avis, et mes remarques le montrent, que notre réaction immédiate à un choc de ce type devrait être, aux États-Unis ou ailleurs dans le monde, d'avaliser la hausse de prix et de s'adapter à ce qui, dans ce cas, peut être une hausse tout à fait passagère des prix du pétrole.

Somme toute, je crois que cela nous incite encore davantage à faire, par le biais de la politique budgétaire, ce que nous faisions de toute façon; d'ailleurs, au point où nous en sommes actuellement, j'estime qu'il n'y a pas lieu de modifier profondément la politique monétaire aux États-Unis ou dans les autres pays.

Cela dit, il est évident que nous devons tenir compte de tout le reste. Nous ne manquons pas de personnes extrêmement compétentes, au Système fédéral de réserve et dans d'autres administrations, pour analyser l'incidence du choc pétrolier sur l'économie. À eux d'intégrer tout cela pour juger de l'évolution de l'activité économique. Mais, encore une fois, je ne crois pas que la situation appelle des changements spectaculaires sur ce point à l'heure actuelle.

Question : Vous avez fait allusion aux problèmes de l'Amérique latine en répondant à deux des questions précédentes. Vous qui avez été partie prenante aux toutes premières étapes de ce que l'on a appelé la crise de l'endettement en Amérique latine, pouvez-vous nous faire part de votre opinion sur la stratégie actuelle et l'importance qu'elle attache à la réduction de la dette et à l'amélioration des créances détenues par des créanciers officiels. Pourriez-vous nous dire, par ailleurs, comment vous jugez, avec le recul, la réaction du système financier depuis le début de la crise en 1982?

M. Volcker : J'estime que la réaction initiale — qui a coïncidé avec les années que j'ai passées ici (cinq ans donc avant que la crise éclate) — et les événements plus récents, y compris ceux qui se sont produits depuis un an environ dans le cadre d'une approche un peu différente, montrent très bien que lorsque ce type de problème se pose, il n'y a

pas d'issue facile. Il est à mon sens illusoire de penser que l'on peut le résoudre en annulant tout ou partie des dettes dans l'espoir que le processus de croissance se poursuivra sans heurt et que les flux de capitaux extérieurs reprendront.

Certes, les choses n'étaient pas très drôles non plus avant, je veux dire avant ces réductions. Il se peut même que la dette ait été alors si importante, au moins dans certains pays, que cette réduction était appelée à se faire inévitablement, tôt ou tard, selon un processus ordonné et méthodique, sinon, par la force des choses. Or, il est préférable qu'une opération de ce type se fasse dans l'ordre plutôt que dans le désordre et il me semble bien que c'est ce que nous essayons de faire à présent. Mais je ne crois pas qu'il existe de solution toute faite.

Il ne fait aucun doute que le problème de l'endettement était double. Il fallait, d'une part, protéger le système financier international de façon à ce que nous ne soyons pas tous pris dans une spirale de déclin. Je dirais que, sur ce point, il semble que nous ayons partiellement réussi. Il fallait d'autre part — et c'était tout aussi important — rétablir la croissance en Amérique latine et dans les autres pays débiteurs. Cela s'est avéré encore plus difficile que nous le pensions alors et, bien sûr, les déséquilibres de nos propres politiques économiques sont venus aggraver encore la situation. De plus nous n'avons pas été aidés par la hausse des taux d'intérêt dans le monde et, plus généralement, par le renchérissement du capital dans l'hémisphère occidental, ou dans les pays industrialisés en général et aux États-Unis en particulier.

Des années durant, j'ai hésité à parrainer des programmes qui correspondaient, qu'on le veuille ou non, à des remises de dettes, car j'estimais que cela ne pouvait être d'aucune utilité. Le moment est peut-être venu de le faire mais, encore une fois, tout cela ne se réglera pas d'un coup de baguette magique.

Il en va de même pour les pays de l'Europe de l'Est, bien que la situation apparaisse plus claire pour certains de ces pays.

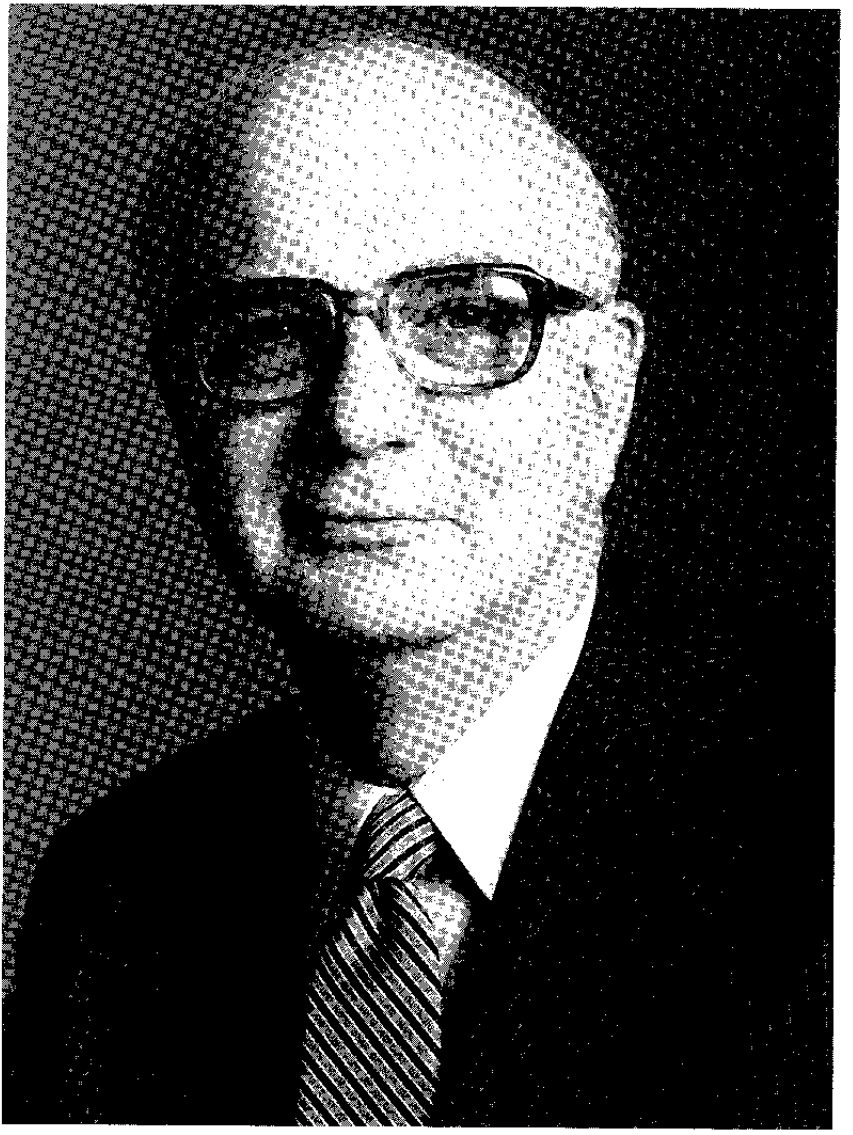
Question : Plus quelqu'un prend d'initiatives, plus il risque de prendre des coups. Lorsque vous nous expliquez que les gouverneurs de banque centrale vont bénéficier d'une respectabilité et d'une importance nouvelles, ne laissez-vous pas entendre qu'il existe un risque, un risque politique j'entends, que les gouverneurs de banque centrale soient suffisamment présents dans l'arène politique pour prendre des coups et être mis finalement sur la touche. C'est un point que vous n'avez pas évoqué. Je ne sais trop comment formuler ma question, mais il me semble qu'il y a là véritablement un risque politique accru pour les banques centrales.

M. Volcker : Je ne l'ai pas dit en ces termes exactement mais, de toute évidence, je voulais me demander si nous avions suffisamment d'étoffe pour justifier cette prééminence. De plus, il est d'usage, lorsque les choses vont mal, de rechercher un bouc émissaire. Cela ne fait que me conforter dans l'idée qu'il reste beaucoup à faire et qu'il n'y a aucune raison de se féliciter outre mesure de ce qui a été accompli. En mettant les choses au mieux, disons que le travail est à moitié fait et vous savez bien qu'il ne sera jamais définitivement achevé.

Je voudrais insister sur le point suivant : on se trompe si l'on pense que les banques centrales, ou toute autre entité d'ailleurs, pourront, sans avoir à surmonter de perpétuelles difficultés, se donner les moyens de résoudre, ou seulement d'atténuer sensiblement, les problèmes économiques mondiaux en une seule fois ou en l'espace d'une décennie. C'est le message très simple que j'aimerais vous adresser en terminant. (Applaudissements)

* * *

SIR JEREMY MORSE : Permettez-moi de dire deux choses avant de clore cette conférence. Premièrement, le Conseil d'administration de la Fondation a décidé qu'il y aurait deux conférences Per Jacobsson l'année prochaine : l'une à Bâle en juin, au moment de l'Assemblée générale annuelle de la BRI, et l'autre à Bangkok en octobre, à l'occasion de l'Assemblée générale du FMI. Deuxièmement, vous êtes maintenant invités à une réception que nous devons à l'amabilité du Fonds monétaire international; je voudrais seulement ajouter que, s'il n'y a pas assez de rafraîchissements pour vous tous, dites-vous bien que c'est simplement un autre indice du prestige de notre orateur. Je vous remercie.



Paul A. Volcker

Biographie

Paul A. Volcker est Président de James D. Wolfensohn Incorporated et occupe la chaire Frederick H. Schultz de Politique économique internationale à l'Université de Princeton. Il a été Président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve d'août 1979 à août 1987. Nommé une première fois à ce poste, pour une période de quatre ans, par le Président Carter, il a vu son mandat renouvelé en 1983 par le Président Reagan.

M. Volcker est retourné dans le secteur privé au terme de son second mandat. Il a accepté alors de présider, à titre bénévole, la Commission on Public Service qui venait d'être créée. Parrainé par le secteur privé, cet organisme avait pour mission de déterminer pourquoi il est difficile d'attirer, de motiver et de retenir un personnel assez qualifié pour que l'administration fonctionne de manière efficace. Ses travaux ont débouché sur la publication d'un rapport final en avril 1989.

M. Volcker a servi dans la fonction publique pendant près de 30 ans, et il a occupé des postes de responsabilité sous cinq Présidents — John F. Kennedy, Lyndon B. Johnson, Richard M. Nixon, Jimmy Carter et Ronald Reagan. Avant d'assumer la direction du Système fédéral de réserve en tant que Président du Conseil des gouverneurs en 1979, il a passé plus de quatre ans à la tête de la Banque fédérale de réserve de New York, le principal maillon du Système.

Avant cela, M. Volcker avait par deux fois occupé des fonctions officielles dans l'administration du Trésor. Il a servi notamment en qualité de Sous-Secrétaire aux affaires monétaires de 1969 à 1974, poste où il était responsable de l'élaboration et de la mise en oeuvre de la gestion de la dette fédérale, du crédit de l'État et de la politique financière internationale. À ce dernier titre, il a été le principal représentant des États-Unis aux discussions monétaires internationales qui ont marqué le passage du système de taux de change fixes de Bretton Woods au système plus flexible des taux flottants que nous connaissons depuis le début des années 70.

M. Volcker est né en 1927 à Cape May, New Jersey, où il a grandi et passé une grande partie de sa vie. Il est titulaire d'un B.A. de Princeton University (1949) et d'un M.A. de la Harvard University Graduate School of Public Administration (1951). Il a suivi des cours à la London School of Economics en tant qu'auditeur en 1951-52.

M. Volcker est titulaire de diplômes *honoris causa* d'un grand nombre d'universités, dont Princeton et Harvard. Outre la Commission on Public Service, il préside actuellement le Conseil consultatif du Center for Strategic and International Studies à Washington, D.C. De plus, il assume diverses fonctions dans l'administration générale des associations suivantes : Mayo Foundation, Trilateral Commission, Council on Foreign Relations, Aspen Institute, Japan Society, American Council on Germany, Arthritis Foundation et American Diabetes Association.

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 Farmanfarmaian, Carlos Massad et Claudio Segré (Washington); édition espagnole épuisée.

1976 *Pourquoi les banques sont impopulaires* — Exposé de Guido Carli; commentaire de Milton Gilbert (Bâle); éditions 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 Guindey; commentaire de Charles A. Coombs (Bâle).

1981 *Banques centrales : les enseignements de l'expérience* — Exposé de Jelle Zijlstra; commentaire d'Albert Adomakoh (Washington).

1982 *Politique monétaire — A la recherche d'un point d'ancrage* — Exposé de Gerald K. Bouey (Toronto).

1983 *Elaboration d'un nouveau système monétaire international : perspective à long terme* — Exposé de H. Johannes Witteveen (Washington).

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)

1989 *Pour un ajustement réussi : quelques enseignements à tirer de l'expérience du Ghana* — Exposé de J.L.S. Abbey. *La restructuration économique en Nouvelle-Zélande depuis 1984* — Exposé de David Caygill (Washington)

1990 *Le triomphe des banques centrales?* — Exposé de Paul A. Volcker (Washington)

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

Conseil d'administration

Sir Jeremy Morse—*Président*

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

Bureau

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