

Conférence
Per Jacobsson



La route vers l'union monétaire de l'Europe

—
Les leçons du régime
de Bretton Woods

Alexander K. Swoboda

La Aula
Université de Bâle
Bâle (Suisse)
Dimanche 9 juin 1991

CONFÉRENCE PER JACOBSSON

La route vers l'union monétaire de l'Europe

**Les leçons du régime
de Bretton Woods**

Alexander K. Swoboda

Bâle (Suisse)

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

Alexander K. Swoboda, Directeur de l'Institut universitaire de hautes études internationales de Genève et membre du Conseil et Directeur exécutif du Centre international d'études monétaires et bancaires de Genève, a donné la première des deux conférences Per Jacobsson de 1991. Celle-ci, qui s'intitulait «La route vers l'union monétaire de l'Europe : les leçons du régime de Bretton Woods», s'est déroulée à la Aula de l'université de Bâle le 9 juin 1991. Sir Jeremy Morse, Président de la Fondation Per Jacobsson, a présidé la Conférence dont la présente publication donne le compte rendu.

Les conférences Per Jacobsson sont organisées à l'initiative de la Fondation Per Jacobsson et ont lieu en général tous les ans. La Fondation a été créée en 1964 en hommage à Per Jacobsson, qui a été le troisième Directeur général du Fonds monétaire international. Elle a pour but d'encourager des débats éclairés sur les questions d'actualité se rapportant aux affaires monétaires internationales.

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

Table des matières

	Page
Avant-propos	iii
Remarques liminaires	1
La route vers l'union monétaire de l'Europe : les leçons du régime de Bretton Woods <i>Alexander K. Swoboda</i>	5
Questions et réponses	32
Biographie	43
Les conférences Per Jacobsson	44
La Fondation Per Jacobsson : Fondateurs, Conseil d'administration et Bureau	46

Remarques liminaires

Sir Jeremy Morse

Mesdames et Messieurs, bonjour, et bienvenue cette fois encore à la Conférence Per Jacobsson, vingt-huitième du nom et septième à se tenir à Bâle. Je tiens à dire que nous sommes une nouvelle fois profondément reconnaissants à l'université de Bâle qui nous accueille et nous permet d'utiliser cette magnifique Aula. C'est aussi un privilège de compter parmi nous aujourd'hui le Professeur Pestalozzi, Recteur de l'université de Bâle, à qui je demanderai maintenant de vous dire quelques mots.

Professeur K. Pestalozzi

Sir Jeremy Morse, Professeur Swoboda, Mesdames et Messieurs, soyez les bienvenus à l'université de Bâle à l'occasion de cette vingt-huitième Conférence Per Jacobsson, la septième organisée dans cette ville de Bâle où Per Jacobsson a travaillé et où il repose désormais. Ces conférences remplacent en quelque sorte cette charge de conférencier honoraire de l'université de Bâle dont Per Jacobsson avait le projet mais que son décès ne lui a pas permis de concrétiser. Cette enceinte est par conséquent un lieu tout indiqué pour la conférence que nous allons entendre. Comme vous le savez, Bâle partage les conférences Per Jacobsson avec plusieurs autres villes de par le monde, Washington bien sûr, mais aussi Rome, Rio de Janeiro et Tokyo; la prochaine se tiendra en octobre à Bangkok. Ces manifestations témoignent donc de l'importance des liens divers qui unissent Bâle à la communauté internationale. C'est là, je sais, une évidence pour chacun d'entre vous, et il n'est pas nécessaire que je m'y attarde. Mais j'ai tenu à évoquer cet aspect des choses car j'en fais aujourd'hui l'expérience personnelle, de même que j'assiste aux répercussions du relâchement des tensions internationales sur les allégeances nationales et les traditions locales. Notre grande assemblée, le Parlement du demi-canton de Bâle-Ville, a fêté ce matin le sept centième anniversaire de la Confédération helvétique, lors d'une séance suivie d'un service commémoratif en la cathédrale de Bâle et d'une fête populaire qui a réuni

les habitants de la ville sur le parvis. La matinée, avec ses manifestations politiques, religieuses, sociales et même culinaires, a été nationale; l'après-midi, consacrée à la réflexion théorique sur le fonctionnement de cette abstraction qu'est la monnaie, sera internationale. On pourrait difficilement trouver une expression plus frappante de la tension que nous ressentons et à laquelle il nous faut désormais faire face, en tant que Suisses, tant en nous mêmes que dans notre vie publique.

L'université est aujourd'hui le lieu privilégié de cette tension. La connaissance ou plus précisément les diverses disciplines vivent d'un dialogue mondial qui n'admet aucune frontière. La qualité de la recherche et de la formation se mesure à la reconnaissance dont elles jouissent dans la république internationale des lettrés, quelle que soit par ailleurs la difficulté de quantifier cette reconnaissance. La symbiose entre l'enseignement et la recherche, sur laquelle toute université doit insister pour être autre chose qu'un établissement d'enseignement secondaire, a pour objectif, entre autres, de lui permettre de tenir son rang au niveau international. Mais l'université est également parrainée au niveau local; en Suisse, ce sont les cantons qui assurent cette fonction et, dans le cas présent, les demi-cantons de Bâle-Ville et de Bâle-Campagne. Les parrains ont leur mot à dire sur le contenu des programmes d'enseignement et de recherche, et ceci est tout spécialement vrai ici à Bâle, université des citoyens fondée par le peuple, soutenue par le peuple et existant pour le peuple. Je noterai simplement, au passage, que si la population locale s'emploie aujourd'hui à accroître le rôle du Canton de Bâle-Campagne, l'université se voit invitée, à ce moment de son histoire, non seulement à servir deux maîtres, la communauté universitaire internationale et son parrain local, mais aussi à aider à trouver un juste équilibre entre l'un et l'autre. Des efforts considérables sont déployés pour que les universités suisses participent aux programmes internationaux d'échanges universitaires, particulièrement au programme ERASME qu'organise la Communauté européenne, et pour faire d'elles le creuset d'où naîtra une nouvelle conscience européenne. Dans le même temps, il va sans dire, bien sûr, que nous sommes conscients que les programmes d'échange n'ont un sens que si les différentes universités préservent leurs caractéristiques locales et nationales. Si les choses sont les mêmes partout, les échanges sont inutiles.

Mesdames et Messieurs, l'institution que vous représentez peut contribuer à cet équilibre de l'autre côté, je veux dire à l'échelon

international. C'est le sens que je donne au retour régulier des conférences Per Jacobsson à Bâle, où elles ont vu le jour et où Per Jacobsson a travaillé. Si j'ai bien compris, le sujet dont le Professeur Swoboda va nous entretenir maintenant a à voir avec l'abandon des égoïsmes nationaux pour l'unité de l'Europe et, à terme, du monde. C'est dans cet esprit que je vous accueille à la conférence d'aujourd'hui (prononcée en allemand).

Sir Jeremy Morse

Merci beaucoup, Professeur Pestalozzi, pour vos paroles de bienvenue. Je suis persuadé que cette combinaison des forces civiques de l'université, de la célébration nationale du sept centième anniversaire de Bâle et des thèmes internationaux que nous allons aborder maintenant, aurait certainement beaucoup plu à Per Jacobsson.

Outre l'université, permettez-moi d'adresser également un mot de remerciement, qui pour être bref n'en est pas moins sincère, à la Banque des règlements internationaux qui, non contente de nous gratifier de nourritures terrestres, a aussi pris toutes les dispositions grâce auxquelles nous pourrions goûter, cet après-midi, aux nourritures spirituelles. Nous vous remercions vivement, Monsieur Lamfalussy, de tous ces préparatifs.

Notre orateur, cet après-midi, est le Professeur Alexander Swoboda. Vous avez pu lire sa biographie dans le programme. Le Professeur Swoboda est né en 1939. Si on lui devine aisément des racines familiales en Europe centrale, c'est en Suisse qu'il vit depuis son enfance. Il a fait ses études universitaires aux États-Unis et n'a cessé de traiter, à travers le monde, de ces questions macroéconomiques qui auraient ravi Per Jacobsson. Le titre de son exposé nous intrigue en apposant deux de ces grands domaines de réflexion : la route vers l'union monétaire de l'Europe et les leçons du régime de Bretton Woods. Nous suivrons une fois encore notre schéma traditionnel — un exposé de 40 à 45 minutes suivi d'une vingtaine de minutes pour les questions. Vous pouvez, si vous le souhaitez, poser vos questions par écrit en utilisant le feuillet prévu à cet effet au dos du programme, mais je crois qu'il serait plus intéressant que chaque intervenant se lève et interroge directement l'orateur, aussi donnerais-je la préférence aux questions de la salle. Nous ferons circuler un micro lorsque le moment des questions sera venu. Je cède maintenant la parole au Professeur Swoboda.

La route vers l'union monétaire de l'Europe : les leçons du régime de Bretton Woods

Alexander K. Swoboda*

Le rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne du Comité Delors a donné un nouvel élan à une idée qui date au moins du rapport Werner de 1970 (et qui remonte, en fait, beaucoup plus loin). En mars 1971, suite au rapport Werner, les États membres de la Communauté européenne avaient affirmé leur volonté politique de créer une union économique et monétaire. Il a donc fallu une vingtaine d'années pour que cette volonté politique trouve son expression concrète dans un plan prévoyant l'institution d'une union économique et monétaire (UEM) en trois étapes relativement bien définies et selon un calendrier autour duquel un certain consensus commence à se faire.

C'est l'effondrement du régime de Bretton Woods en août 1971 qui expliquerait en grande partie, selon certains, que le rapport Werner n'ait pu faire mieux qu'engendrer l'infortuné serpent et qu'il n'ait donc pas permis de s'engager plus tôt dans l'union monétaire de l'Europe. On a souvent dit aussi que l'expérience du régime de Bretton Woods jette le doute sur l'aptitude d'un régime de taux de change fixes du type de l'UEM (ou de presque tous les autres) à fonctionner correctement dans la situation actuelle. C'est pourquoi, lorsque Jacques Polak m'a demandé de choisir le thème de mon intervention, il m'a paru intéressant de faire à nouveau le bilan du fonctionnement de régime de Bretton Woods et d'en tirer quelques leçons pour l'avenir de l'union économique et monétaire de l'Europe et la forme qu'elle devrait prendre. Le thème m'apparaît en effet d'autant mieux choisi pour une conférence honorant la mémoire de Per Jacobsson que ce dernier, durant les longues années qu'il a passées au poste de conseiller économique de la Banque des règlements internationaux, a été intimement lié à l'union

*Institut universitaire de hautes études internationales et Centre international d'études monétaires et bancaires, Genève.

européenne des paiements et qu'en 1958, en qualité de Directeur général du Fonds monétaire international, il a présidé au retour de dix pays européens à la convertibilité externe, retour qui a marqué le début du plein fonctionnement du régime de Bretton Woods.

Toutefois, je me rends compte aussi combien le choix de ce sujet était téméraire eu égard à l'assistance d'aujourd'hui. Qui suis-je en effet pour entretenir un groupe si éminent de responsables de banques centrales d'un sujet qu'ils vivent au quotidien ou commenter l'histoire d'un système qu'ils ont contribué très largement à façonner? Ce n'est donc pas sans une certaine crainte, encore accrue par les paroles d'introduction par trop aimables de Sir Jeremy Morse et du Professeur Pestalozzi et par la majesté des lieux, que j'aborde mon sujet.

Si vous le voulez bien, je commencerai par un bref rappel des principales questions qui jalonnent la route vers l'UEM. Je présenterai ensuite une analyse du régime monétaire qui a caractérisé les années soixante, avant de tenter d'en dégager des leçons pour l'UEM. Toutefois, ce serait faire preuve de légèreté que de se lancer aujourd'hui dans une nouvelle évaluation des perspectives de l'union monétaire en Europe sans se demander si l'expérience de l'union monétaire de l'Allemagne ne doit pas constituer une sérieuse mise en garde contre les risques d'une transition rapide vers l'UEM. C'est ce que je ferai avant de conclure sur des considérations d'ordre plus général.

I. VERS L'UNION MONÉTAIRE DE L'EUROPE : LES QUESTIONS POSÉES

Peut-être ne faut-il pas s'étonner de voir qu'il n'y a guère de désaccord sur le but poursuivi : une union économique et monétaire pleine et entière, et une monnaie unique dans la CE. Après tout, ne sommes-nous pas tous pour le bien et contre le mal? Quoiqu'il puisse y avoir, même là, matière à discussion : ne serait-il pas préférable, en effet, de rechercher l'adoption d'une monnaie universelle par le monde entier ou, au contraire, de mettre en place un monde où il n'y aurait pas de très grand bloc monétaire? Mais acceptons tel quel l'objectif final de l'UEM. C'est alors sur le tracé de la route à suivre, le moyen de transport et la vitesse à adopter que l'on est amené à s'interroger.

Le rapport Delors, de même que des documents ultérieurs de la CE tels que l'étude «Marché unique, monnaie unique», définit une route vers l'UEM et apporte une série de réponses à ces questions.

Les principes en sont simples. L'objectif final est de créer un marché unique et une monnaie unique pour tous les États membres. Trois étapes sont prévues. La première, qui a débuté officiellement le 1^{er} juillet 1990, prévoit l'achèvement du marché unique à la fin de 1992, le renforcement de la coordination pour une meilleure convergence des politiques et des résultats économiques et la participation de tous les États membres aux marges de fluctuation étroites prévues par le mécanisme de change du SME. Il semble qu'à l'exception du Royaume-Uni, les États membres soient convenus que la seconde étape devrait commencer le 1^{er} janvier 1994, sous réserve, toutefois, que la convergence réelle et monétaire ait progressé et que les amendements qui devront être apportés au Traité de Rome aient été ratifiés. La seconde étape consisterait pour l'essentiel en la création du système européen de banques centrales dont le rôle serait de renforcer la coordination des politiques monétaires et d'instituer les instruments et les procédures «nécessaires pour la conduite future d'une politique monétaire commune». Dans le même temps, les marges de fluctuation autorisées dans le cadre du mécanisme de change seraient progressivement rétrécies, ouvrant par là-même la voie à la troisième étape, à savoir la fixation irrévocable des parités et, finalement, l'adoption d'une monnaie unique. À ce stade, le système européen de banques centrales deviendrait en fait la banque centrale de la Communauté européenne, responsable comme telle de la conduite de ce qui sera alors la politique monétaire commune.

Je crois qu'il est utile de regrouper les nombreuses questions que pose ce scénario en trois catégories.

Je retiendrai tout d'abord quatre questions, qui ont trait à l'ajustement dans la Communauté après que les parités auront été irrévocablement fixées et qu'il n'y aura donc plus de politiques monétaires nationales. Premièrement, disposera-t-on de mécanismes d'ajustement appropriés, j'entends par là des mécanismes qui n'imposent pas aux États membres des coûts excessifs en matière d'équilibre interne, une fois que l'instrument du taux de change ne pourra plus être utilisé? Cela revient à se demander, dans une certaine mesure, si la politique budgétaire peut remplacer le taux de change à cet égard. Deuxièmement, la question se pose de savoir si, et dans l'affirmative comment, l'UEM peut garantir une certaine discipline budgétaire, c'est-à-dire éviter une explosion du rapport entre la dette et le revenu des États membres? La troisième question, qui découle des précédentes, concerne la coordination et la

forme qu'elle doit revêtir pour que la Communauté maintienne, dans son ensemble, une orientation budgétaire convenable. Quatrième point, enfin, l'union monétaire exige-t-elle un renforcement (et une centralisation accrue) de la politique régionale et de la politique de redistribution des revenus?

J'aborderai ensuite une série de questions qui portent sur la conception du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne ainsi que sur la politique extérieure commune de l'union monétaire. Enfin, l'ordre et le rythme d'intervention souhaitables des mesures à prendre sur la route vers l'UEM soulèvent un grand nombre d'interrogations. La convergence des résultats économiques doit-elle précéder le rétrécissement des marges de fluctuation (on reconnaît là la vieille controverse entre économistes et monétaristes)? La mise en place de la Banque centrale européenne doit-elle intervenir au cours de la seconde étape ou seulement au début de la troisième, et ainsi de suite? Quelle devrait-être la nature exacte de la seconde étape et, d'une manière plus générale, à quel rythme devraient se succéder les trois étapes prévues dans le rapport Delors? Les différences qui persistent entre les taux d'inflation et entre les structures économiques justifient-elles une approche à deux, voire trois, vitesses de l'union économique et monétaire?

Il est manifeste que l'histoire de Bretton Woods et de la récente union monétaire de l'Allemagne ne peut apporter des réponses à toutes ces questions. C'est pourtant en faisant fond sur ces expériences, et en m'appuyant sur quelques considérations d'ordre plus général, que je m'efforcerai de répondre à certaines d'entre elles. Je soutiendrai que, contrairement à l'opinion courante, le régime de Bretton Woods a montré qu'un régime de taux de change réellement fixes peut offrir des mécanismes d'ajustement appropriés, mais je démontrerai aussi que l'unification monétaire de l'Allemagne semble indiquer que s'il faut se garder de quelque chose, c'est bien d'adopter des mesures visant à assurer la convergence des politiques sociales et des politiques de redistribution des revenus. Je m'efforcerai aussi de montrer que le degré de «convergence» supplémentaire des taux d'inflation et des politiques macroéconomiques nécessaire pour les principaux pays participant au mécanisme de change du SME est minime, mais que l'idée d'une union monétaire à deux vitesses peut se justifier. Je tâcherai aussi de faire apparaître qu'il est souhaitable que la seconde étape soit de courte durée et soit consacrée à la mise en place des institutions néces-

saires, et que, plus généralement, l'union monétaire en Europe devra se faire tôt ou tard si l'on doit suivre le plan Delors.

Pour étayer certaines de ces conclusions, je me propose donc de commencer par tirer les leçons du régime de Bretton Woods.

II. LE RÉGIME DE BRETTON WOODS

L'explication traditionnelle

Par régime de Bretton Woods, j'entends la manière dont les pays industrialisés qui constituaient le noyau dur du système monétaire international ont effectivement fonctionné du retour des principales monnaies à la convertibilité externe en 1958-59 à l'effondrement du système en août 1971. En règle générale, on s'accorde à dire qu'il s'agissait d'un système d'étalon de change-or accompagné de parités fixes mais ajustables. Dans ce système, le rôle du Fonds monétaire international consistait à garantir le maintien des parités et la convertibilité des monnaies dans le cadre des transactions courantes, à accorder des crédits pour faciliter l'ajustement et à suivre l'application des politiques d'ajustement en cas de déséquilibres extérieurs graves. La place spéciale des États-Unis dans le système découlait du rôle dominant qu'ils jouaient, en tant que pourvoyeur de réserves de change, pour pallier l'expansion insuffisante du stock d'or par rapport aux besoins croissants de réserves internationales.

Les détracteurs du régime estimaient qu'il n'apportait pas de solution valable à ce qui était désormais la trilogie incontournable des problèmes rencontrés par tout système monétaire international : ajustement, liquidité et confiance. Dans un système caractérisé par des salaires et des prix non flexibles à la baisse et par des politiques économiques nationales axées sur l'équilibre interne, les taux de change étaient bien trop rigides pour constituer l'instrument requis pour l'ajustement extérieur. D'aucuns estimaient que, de toute façon, le poids de l'ajustement reposait injustement sur les pays en déficit. Pour d'autres, c'était sur les pays en excédent. De même, si chacun s'accordait à trouver l'offre de liquidités internationales inadaptée, elle était jugée excessive par ceux qui craignaient que l'économie internationale ne soit soumise à des tensions inflationnistes et insuffisante par ceux qui redoutaient au contraire une déflation. De surcroît, il n'existait pas de mécanisme propre à assurer l'expansion de ces liquidités, qui était laissée à la

merci des aléas de la production et de la détention d'or, des augmentations irrégulières des quotes-parts du FMI puis, plus tard, des allocations de DTS, et surtout à la situation de la balance des paiements des États-Unis, dont les déficits successifs constituaient la principale source de croissance des réserves internationales. Enfin, des crises de confiance risquaient de se déclencher — et, en fait, n'ont pas manqué de le faire — toutes les fois que la parité entre les différents avoirs de réserve se trouvait remise en cause par l'évolution de l'offre ou de la demande de chacun d'eux. Ces trois problèmes étaient bien sûr intimement liés. De fait, il suffit qu'une monnaie forte vienne à jouer le rôle d'avoir de réserve international pour que s'érode la confiance dont elle bénéficiait. C'est le classique «dilemme de Triffin», qui se pose dès que diminue le rapport entre les avoirs de réserve internationaux (l'or, par exemple) détenus par le pays-pivot du système et ses engagements extérieurs (les dollars, par exemple). Il s'ensuit soit un ralentissement de la croissance des liquidités internationales pour prévenir une nouvelle détérioration du rapport or-dollar, et c'est alors le risque de la déflation, soit une expansion des avoirs en dollars, au risque cette fois de déclencher une crise de confiance.

Telles sont les raisons qui, avec quelques autres défauts plus spécifiques du système, sont mises en avant traditionnellement pour expliquer l'effondrement du régime de Bretton Woods. Pour les tenants de cette thèse, c'est l'explosion du déficit de la balance des paiements américaine entre 1969 et 1971 qui a marqué la fin de Bretton Woods. Celle-ci a été provoquée par la surévaluation du dollar, elle-même causée par la rigidité du taux de change nominal qui, conjuguée à l'évolution divergente des taux d'inflation, a suscité des déséquilibres de plus en plus graves entre les taux de changes réels et fait apparaître des déséquilibres commerciaux durables. La spéculation est entrée en jeu et, compte tenu des volumes énormes de capitaux flottant librement sur les euromarchés, elle a occasionné une explosion des engagements en dollars envers l'extérieur, suscité une perte de confiance en la monnaie américaine et déclenché la crise d'août 1971. Notons, à ce propos, que cette explication traditionnelle insiste sur le rôle joué par le déséquilibre des taux de change réels, dû à la persistance d'écarts d'inflation en situation de rigidité des taux de change nominaux, dans l'apparition de déséquilibres commerciaux insoutenables, de même qu'elle privilégie l'importance des mouvements de capitaux

«spéculatifs» (quelque peu autonomes et irrationnels) dans l'amplification des déséquilibres de balance des paiements.

L'autre explication

L'explication de l'effondrement du régime de Bretton Woods que je souhaiterais présenter ici, qui n'est pas nécessairement antithétique de la première et qui dans une certaine mesure la complète, met l'accent sur d'autres facteurs. Elle repose, à quelques modifications près, sur l'analyse globale des monétaristes.

Ces derniers estiment qu'entre 1959 et 1971 le système monétaire international a fonctionné comme une union monétaire. Les modifications de parité étaient relativement rares, les taux d'inflation convergeaient vers la moyenne mondiale, les déséquilibres monétaires étaient rapidement absorbés par les fluctuations du taux d'inflation moyen dans le monde et par les flux d'avoires de réserve internationaux (qui sont la contrepartie des déficits et des excédents de paiements), et l'intégration des marchés des biens et des capitaux était devenue étroite. Les mouvements de capitaux ne répondaient pas aux caprices irrationnels des spéculateurs, mais constituaient bel et bien la réponse économiquement correcte aux incitations nées de l'évolution des politiques nationales menées à l'époque dans le domaine macroéconomique et plus spécialement monétaire.

Ce deuxième point de vue demande toutefois que l'on précise comment, dans un régime de taux de change fixes, était déterminé le taux d'inflation moyen du monde industrialisé. Les défenseurs de cette seconde explication avancent que la convergence des taux d'inflation nationaux était suffisante pour que l'on puisse parler de taux d'inflation mondial. On est par ailleurs fondé, en régime de taux de change fixes et au moins dans cette partie du monde où l'intégration économique est étroite, à penser que des variables «mondiales» telles que le niveau des prix, le taux d'inflation, le revenu nominal ou le taux d'intérêt nominal mondial, sont déterminées par des agrégats mondiaux comme la masse monétaire mondiale. Cette dernière est définie comme la somme des masses monétaires nationales converties en une même monnaie aux parités en vigueur. Les dispositions institutionnelles propres au système de taux de change fixes en vigueur, et tout particulièrement la distribution des avoires de réserve internationaux, jouent un rôle crucial dans la détermination de la masse monétaire mondiale.

Plus concrètement, ce sont les arbitrages sur marchandises, renforcés par les variations des dépenses globales entraînées par les flux d'avoirs de réserve, qui accentueront, à moyen terme, la convergence des taux d'inflation nationaux. Cela ne veut pas dire que l'on n'observera pas d'écart entre les taux d'inflation nationaux, mais une tendance commune se dégagera très nettement à ce niveau. Les écarts par rapport à cette tendance commune seront imputables à un ou plusieurs de ces quatre facteurs : la fixité imparfaite des taux de change nominaux (changements de parité occasionnels ou fluctuations au sein des marges d'intervention), les disparités statistiques dans la collecte des données de prix et la construction des indices correspondants dans les différents pays (les «erreurs de calcul»), les fluctuations des taux de change réels d'équilibre (les «perturbations réelles») et les déséquilibres temporaires des taux de change réels dus à la divergence des politiques macroéconomiques (monétaires surtout), incompatible, à terme, avec le maintien de parités fixes. La tendance commune des taux d'inflation, en un mot le taux d'inflation mondial, découle alors de l'évolution de la masse monétaire mondiale, de la même façon que le taux d'inflation national à long terme (ou le taux de croissance du revenu national nominal à moyen terme) est déterminé par le taux de croissance tendanciel de la masse monétaire nationale dans une économie fermée. Toutefois, la détermination de la masse monétaire est un peu plus complexe au niveau mondial que sur le plan national.

On peut estimer qu'en gros la masse monétaire mondiale est égale au produit d'un multiplicateur monétaire par une base monétaire correspondant elle-même à la somme des composantes intérieures des bases monétaires nationales et du total des réserves internationales disponibles dans un système de taux de change fixes. Les choses sont relativement simples si ces réserves internationales sont des réserves «externes» (c'est-à-dire qui ne sont les engagements de personne), comme c'est le cas pour l'or et les DTS dont les quantités sont fixes ou dont la croissance, à tout le moins, est indépendante des politiques monétaires nationales. Prenons, par exemple, un système dans lequel l'or est le seul avoir de réserve international, mais où les autorités monétaires nationales n'ont pas à maintenir une proportion stricte entre leurs réserves en or et leurs avoirs intérieurs. Divisons ce monde en deux pays, ou deux régions, les États-Unis et l'Europe, et imaginons que les États-Unis décident d'augmenter leur masse monétaire en achetant des titres

sur l'open market. Il s'ensuit, dans un premier temps, un accroissement de la masse monétaire américaine égal au produit de l'augmentation de la base monétaire par le multiplicateur monétaire américain. Mais cela donne naissance également à une offre excédentaire de dollars E.U., qui tend à déprécier cette monnaie sur le marché des changes et qui entraîne, une fois les points d'or atteints, une sortie d'or des États-Unis vers l'Europe. L'augmentation initiale de la masse monétaire américaine se trouve ainsi réduite alors que la masse monétaire européenne s'accroît d'un volume équivalent au produit de cet afflux d'or par le multiplicateur monétaire européen. Le processus se poursuivra jusqu'au retour à la situation initiale, à savoir une répartition d'équilibre de la masse monétaire mondiale entre les États-Unis et l'Europe. Au bout du compte, la masse monétaire mondiale se sera accrue du produit de l'augmentation initiale de la composante intérieure de la base monétaire américaine par le multiplicateur monétaire mondial, qui correspond lui-même à la moyenne pondérée des deux multiplicateurs monétaires régionaux; parallèlement, le stock d'or des États-Unis aura diminué et celui de l'Europe se sera accru d'un montant équivalent; enfin, l'augmentation de la masse monétaire mondiale aura permis un accroissement du revenu monétaire mondial suffisant pour absorber à nouveau l'excédent de monnaie dans le monde occasionné, dans un premier temps, par l'expansion monétaire. L'une des particularités saillantes de ce scénario, c'est sa symétrie : si, au lieu des États-Unis, c'est l'Europe qui avait acheté au départ un même volume de titres sur l'open market, l'impact final sur la masse monétaire mondiale et sur le niveau des prix aurait été rigoureusement identique, à cela près que c'est l'Europe qui aurait perdu de l'or et les États-Unis qui en auraient gagné.

Cette symétrie et cette simplicité disparaissent lorsque les avoirs de réserve internationaux se composent, pour partie au moins, d'«actifs internes», c'est-à-dire de monnaies nationales. Prenons le cas type de l'étalon-dollar, dans lequel la banque centrale européenne détient des bons du Trésor américains en tant qu'avoirs de réserve, et examinons tout d'abord les effets d'un achat sur l'open market par la Réserve fédérale. Comme précédemment, cela entraîne dans un premier temps un accroissement, avec effet multiplicateur, de la masse monétaire américaine, une offre excédentaire de dollars et un déficit de paiements pour les États-Unis. Comme les autorités monétaires européennes interviennent pour empêcher que l'unité monétaire européenne (l'Écu) ne s'apprécie au-delà de

la marge d'intervention prévue de part et d'autre de la parité, ce déficit ne se traduit pas par une perte d'or pour les États-Unis et un gain correspondant pour l'Europe, mais seulement par une augmentation des bons du Trésor américains détenus par la banque centrale européenne, et la masse monétaire européenne s'accroît en conséquence, avec effet multiplicateur là aussi. Au total, l'expansion de la masse monétaire mondiale est donc plus importante que celle intervenue dans le cas de l'étalon-or puisque, cette fois, l'expansion de la masse monétaire américaine n'est pas tempérée par une diminution des réserves internationales des États-Unis. En l'occurrence, c'est la masse monétaire européenne qui fait seule les frais de l'ajustement à l'accroissement initial de la base monétaire américaine. La politique monétaire des États-Unis se révèle singulièrement puissante dans cette hypothèse, et l'accroissement du revenu nominal mondial sera amplifié de la même manière. La politique monétaire européenne verra-t-elle aussi sa puissance renforcée sous le régime de l'étalon-dollar? Non. Au contraire, cette puissance tendra à disparaître. Prenons en effet l'exemple d'une politique monétaire expansionniste en Europe. L'impact initial est identique à ce qu'il était dans le système de l'étalon de change-or : une augmentation de l'offre d'Écus, par exemple, et un déficit des paiements pour l'Europe. Dans ce cas, le déficit entraîne simplement une contraction du volume de bons du Trésor américains détenus par l'Europe, sans conséquence aucune pour la base monétaire et la masse monétaire aux États-Unis. Le déficit des paiements de l'Europe durera aussi longtemps que sa masse monétaire n'aura pas retrouvé son niveau initial et, avec elle, la masse monétaire et le niveau des prix à l'échelon mondial. Finalement — soit, assurément, après un certain temps tout de même — seule la composition de la base monétaire européenne aura été modifiée : les avoirs de la banque centrale européenne en bons du Trésor américains auront diminué d'un volume équivalent à l'accroissement de ses avoirs en bons du Trésor européens.

Sous le régime de l'étalon-dollar, la politique monétaire européenne est donc privée de toute efficacité à long terme alors que celle des États-Unis acquiert une force singulière. Ces conclusions, dans leur présentation extrême au moins, reposent sur un certain nombre d'hypothèses restrictives telles que la substituabilité parfaite entre les bons du Trésor américains et européens et ne se vérifient que pour le long terme. Sur le plan qualitatif, toutefois, les résultats obtenus en ce qui concerne les fortes asymétries qui se

font jour dans un système d'avoirs de réserve internes sont très solides. J'estime pour ma part que la manière dont le régime de Bretton Woods a effectivement fonctionné durant les années 60 s'apparente étroitement à l'hypothétique système d'étalon-dollar que je viens d'ébaucher. Mon opinion est étayée par diverses preuves empiriques.

Les preuves empiriques

Divers projets de recherche entrepris depuis les années 70, à l'Institut universitaire de hautes études internationales de Genève, par exemple, et je pense en particulier à un certain nombre de travaux effectués par mon collègue Hans Genberg et moi-même¹, apportent en effet des preuves à ce sujet à partir de l'étude des pays industrialisés entre 1959 et 1971. Ainsi, il est particulièrement important de noter tout d'abord le lien relativement étroit entre l'évolution du revenu nominal mondial (et finalement des prix mondiaux) et celle de la masse monétaire mondiale quelques trimestres auparavant; de plus, la causalité va sans conteste de la monnaie au revenu et aux prix et non l'inverse, contrairement à ce qui se passe dans les petits pays où, comme le veut la théorie, le lien de causalité est plus ambigu.

En second lieu, il apparaît qu'à l'apogée du système de Bretton Woods, les taux d'inflation des différents pays ne s'éloignaient guère, en règle générale, de la moyenne mondiale. C'est ce que montre le tableau 1 ci-après, qui est extrait de Genberg et Swoboda (1977a, p. 308) et qui repose sur des données concernant les pays du Groupe des dix, moins la Suède et plus la Suisse. On voit que pour la période 1959-1971, à l'exception peut-être de 1963, la dispersion des taux d'inflation nationaux est restée d'une ampleur compatible avec les fluctuations des taux de change nominaux autorisées par les marges d'intervention autour des parités. Souvenons-nous ici que la marge de fluctuation entre deux monnaies autres que le dollar, l'une par rapport à l'autre, était de 4 % qui se décomposait en 1 % de fluctuation de chaque monnaie vis-à-vis du dollar au titre des marges du FMI, et 3 % au titre de l'accord monétaire européen qui autorisait une marge de fluctuation individuelle de plus ou moins 0,75 %. Le tableau montre également que

¹Voir, par exemple, Genberg (1977), Swoboda (1978) et Genberg et Swoboda (1977b et 1982).

Tableau 1. Taux d'inflation annuels, 1950-75*(En pourcentage)*

Année	Pour les 10 pays			États-Unis (4)
	Moyenne pondérée ¹ (1)	Moyenne non pondérée (2)	Écart-type ² (3)	
1950	-1,2	0,5	5,1	-1,5
1951	7,9	7,5	8,4	7,9
1952	3,2	3,7	3,6	2,2
1953	0,7	0,7	2,7	0,7
1954	1,0	1,8	1,7	0,4
1955	0,4	1,0	1,5	-0,3
1956	2,1	2,5	1,4	1,5
1957	2,9	2,7	1,8	3,4
1958	3,4	3,5	4,0	2,8
1959	1,0	1,1	1,7	0,9
1960	1,9	2,0	1,1	1,6
1961	1,6	2,2	1,3	0,9
1962	2,3	3,4	1,8	1,2
1963	2,5	3,8	2,2	1,2
1964	2,2	3,5	1,4	1,4
1965	2,7	3,8	1,5	1,6
1966	3,3	3,9	1,0	3,1
1967	2,8	3,1	0,7	2,8
1968	3,9	3,5	1,3	4,2
1969	4,9	4,5	1,7	5,4
1970	5,6	4,8	1,4	5,9
1971	5,1	5,7	1,8	4,3
1972	4,4	5,7	1,3	3,2
1973	7,3	8,4	1,7	6,2
1974	12,5	13,3	4,5	11,0
1975	10,9	12,1	5,3	9,1

Source : Genberg et Swoboda (1977a), p. 308.

¹Variation d'une année sur l'autre de l'IPC des 10 pays pondéré par le PNB nominal de 1963 et non corrigé des variations des taux de change.²Écart-type des taux d'inflation moyens de la colonne (2).

l'effondrement définitif du régime de taux de change fixes en 1973 a permis une dispersion beaucoup plus large des taux d'inflation nationaux en 1974 et 1975. Comme je l'ai dit précédemment, les fluctuations des taux de change, qu'elles interviennent à l'intérieur de marges ou non, ne sont qu'une des quatre sources de divergence des taux d'inflation nationaux. À cet égard, un certain nombre d'études ont montré que l'ordre de grandeur des écarts-types entre les taux d'inflation des différents pays présentés au tableau 1 n'est pas sensiblement plus élevé que celui observé d'une région à l'autre dans un grand pays ou entre certaines composantes essentielles de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis, par exemple². Il semble donc logique, sous un régime de taux de

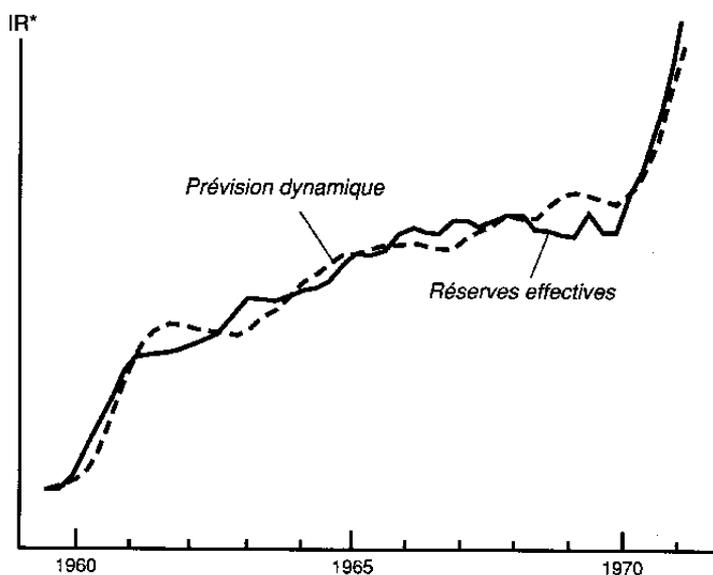
²Voir, par exemple, Genberg (1977).

change fixes, de parler d'un taux d'inflation «mondial» et de chercher à expliquer celui-ci et à comprendre pourquoi les taux nationaux s'en écartent.

Troisièmement, les observations faites concordent avec l'idée que le régime de Bretton Woods a fonctionné en fait bien plus comme un véritable système d'étalon-dollar, avec ses asymétries marquées, que comme un système d'étalon-or ou d'étalon de change-or. C'est pourquoi les équations de forme réduite de l'offre mondiale de monnaie estimées par Genberg et Swoboda (1982) montrent clairement que la politique monétaire américaine pesait beaucoup plus lourdement sur les agrégats monétaires mondiaux que celle du reste du monde. Dans une étude antérieure (Genberg et Swoboda, 1977b), les mêmes auteurs ont spécifié et estimé un modèle simple dynamique à équations simultanées permettant de déterminer à la fois le niveau des prix mondiaux, la masse monétaire mondiale, la répartition des réserves internationales entre les États-Unis et les autres pays industrialisés (un agrégat des 13 pays industrialisés les plus importants hormis les États-Unis) et, partant, la balance des paiements selon les règlements officiels entre les deux régions. Ce modèle reprend l'hypothèse d'un monde évoluant conformément au modèle simple du système d'étalon-dollar ébauché plus haut. Il apparaît que ce modèle cadre assez bien avec les données issues des observations trimestrielles couvrant la période allant du début de 1958 à la fin de 1971. Cette capacité d'explication rétrospective apparaît par exemple au graphique 1, qui compare l'évolution effective des réserves internationales détenues par les banques centrales du reste du monde avec les prévisions dynamiques du modèle, et où seule la valeur initiale des variables endogènes est utilisée. Il est remarquable de constater à quel point le modèle rend bien compte du bond spectaculaire des réserves internationales «européennes» en 1960 et en 1970, ainsi que de la tendance générale des mouvements intervenus dans l'intervalle. Il semble donc à même d'«expliquer» l'explosion du déficit de la balance des paiements américaine qui a sonné le glas du régime de Bretton Woods en se fondant sur une version simple de l'explication monétariste du fonctionnement du système.

Quatrième et dernier point, enfin, le même modèle apporte également quelques éclaircissements sur l'importante question de la vitesse et de l'adéquation du mécanisme d'ajustement international sous le régime de Bretton Woods. Il s'agit là d'une question intéressante, et pour deux raisons au moins. Premièrement, on a souvent

Graphique 1. Réserves internationales détenues par les banques centrales européennes



Source : Genberg et Swoboda (1977b), p. 34.

reproché aux régimes de taux de change fixes de ne pas offrir de mécanisme d'ajustement des paiements satisfaisant à cause d'un certain pessimisme en matière d'élasticité, du caractère irrationnel des flux de capitaux, que sais-je encore. Deuxièmement, les arguments théoriques avancés plus haut s'entendent pour le long terme : ce n'est qu'une fois l'ajustement intégralement réalisé que la politique monétaire «européenne» perd toute efficacité et que celle de la politique monétaire américaine est maximisée. Il est donc crucial de connaître le temps qui nous sépare du long terme, période à laquelle nous ne serons plus là ni les uns ni les autres, ou, si vous préférez, de savoir à quelle cadence l'ajustement se produit effectivement. Le modèle estimé par Genberg et moi-même nous apprend que cet ajustement est en fait assez rapide. Ainsi, il ne faut qu'un peu plus de deux trimestres pour éliminer les deux tiers de l'écart observé entre la distribution effective et la distribution d'équilibre des réserves internationales. De même, bien que l'impact sur la masse monétaire mondiale d'un achat de titres sur

l'open market par l'Europe soit positif (mais nettement moins qu'un achat identique par les États-Unis), la perte de réserves subie ultérieurement par l'Europe supprime plus de 50 % de cet effet en l'espace d'un an et la quasi-totalité de celui-ci dans les deux ans. On est donc fondé à dire que le régime de Bretton Woods s'apparente à un régime d'étalon-dollar dans une perspective à relativement court terme.

Nouvelle interprétation de l'effondrement du régime de Bretton Woods

Ces conclusions sont pertinentes pour l'interprétation des causes de l'effondrement du régime de Bretton Woods. Ce n'est pas parce que l'ajustement se faisait lentement ou mal, au sens économique, compte tenu de la nature du système monétaire international de l'époque, que l'effondrement a eu lieu. Au contraire, le système ne s'est que trop bien, et très vite, ajusté aux chocs auxquels il a été soumis, et d'une manière parfaitement conforme à sa logique interne. Selon celle-ci, en effet, la politique monétaire américaine avait une influence prépondérante sur l'évolution de la masse monétaire mondiale. En d'autres termes, les politiques monétaires des autres pays avaient effectivement perdu beaucoup de leur indépendance dans le régime de Bretton Woods et la Réserve fédérale était devenue effectivement la banque centrale du monde industrialisé.

La remise en question de la prépondérance américaine est la cause fondamentale de l'effondrement de Bretton Woods. La reconstruction de l'Europe et la montée en puissance du Japon ont entraîné un recul de la puissance politique et économique des États-Unis par rapport à son apogée de la fin de la seconde guerre mondiale et ouvert la voie à une remise en cause politique de leur domination. Sur le plan économique, la politique américaine a commencé d'aller à l'encontre des intérêts de ses principaux partenaires. La politique monétaire américaine qui, dans l'ensemble, avait été conforme aux intérêts de la périphérie jusqu'au milieu des années 60, est devenue excessivement laxiste par la suite. Revenons en effet au tableau 1 : le taux d'inflation des États-Unis, inférieur au taux d'inflation «mondial» moyen jusqu'en 1965, a commencé à se rapprocher de celui-ci au cours des deux années suivantes, pour le dépasser après 1967. (En ce sens, jusqu'en 1965, la Réserve fédérale a joué un rôle identique à celui exercé par la

Deutsche Bundesbank jusqu'à ce jour dans le SME.) L'ancre chassait, et un certain nombre de pays se sont mis en quête de nouveaux mouillages.

Le moment de l'effondrement et ses causes plus immédiates s'expliquent par l'explosion du déficit des paiements américain en 1970. Cette explosion, de son côté, peut être attribuée à la partie de bras-de-fer entre la politique monétaire expansionniste des États-Unis et celle généralement restrictive du reste du monde industrialisé qui a été amplifiée, et du reste causée en partie, par la désynchronisation des cycles économiques des deux régions. Cette conclusion cadre parfaitement avec les prédictions du modèle économétrique mentionné précédemment, qui annonçait cette explosion du déficit américain en se fondant sur les politiques monétaires menées dans les deux régions, sur des fonctions de demande de monnaie démontrant un bon comportement et, implicitement, sur des mouvements de capitaux répondant correctement aux incitations données par les taux d'intérêt plutôt qu'aux comportements irrationnels des spéculateurs. Le mal est venu de ce que les politiques monétaires nationales se sont vues assigner pour objectif l'équilibre interne (il s'agissait de contrecarrer les cycles conjoncturels nationaux) plutôt que l'équilibre externe, ce qui a déstabilisé le régime de taux de change fixes.

Il est bien évident que d'autres facteurs expliquent que la crise a débouché sur un profond changement institutionnel plutôt que sur le retour à l'ancien système. Je me contenterai de rappeler à nouveau que la politique monétaire américaine était considérée comme foncièrement contraire aux intérêts de la périphérie, que la puissance géopolitique des États-Unis était en déclin et que les achats d'or ne pouvaient plus être utilisés pour restreindre effectivement la politique monétaire américaine, ni donc aider à déterminer la politique macroéconomique mondiale dans un régime de taux de change fixes.

Conséquences possibles pour l'UEM

Les deux explications opposées du fonctionnement du régime de Bretton Woods et des origines de son effondrement ont des implications bien différentes pour l'avenir de l'union économique et monétaire de l'Europe et pour le choix du meilleur moyen d'atteindre ce but.

L'analyse traditionnelle augure mal des chances de succès d'une union monétaire rapide. Selon celle-ci, un régime de taux de change fixes du type de Bretton Woods ou du SME est voué à l'échec si l'on n'impose pas de conditions draconiennes en ce qui concerne la convergence des politiques économiques des pays participants. Avant de s'effondrer, un tel système entraînera en outre une accumulation de déséquilibres de paiements importants car il n'est pas en mesure d'autoriser une flexibilité suffisante des taux de change réels sans occasionner de graves problèmes d'équilibre interne dans les pays membres. Cette analyse justifie sur le fond la position des «économistes» (contre les «monétaristes») dans le long débat sur l'UEM : ce n'est qu'après une très forte convergence des taux d'inflation, des cycles conjoncturels et des politiques macro-économiques des pays membres potentiels, et moyennant un rapprochement très sensible de leur niveau de développement et de leurs institutions socio-économiques, que les taux de change pourront être fixés de manière irrévocable. C'est en grande partie pour ne pas avoir respecté ces conditions que le régime de Bretton Woods s'est effondré. C'est pour cela aussi qu'une tentative d'unification monétaire rapide serait vouée à l'échec dans l'Europe d'aujourd'hui.

Mon interprétation de l'expérience de Bretton Woods est plus optimiste pour ce qui est des perspectives de l'UEM, et plus favorable à l'adoption d'une approche rapide de l'union. Je me situe donc davantage dans le sillage des «monétaristes» que dans celui des «économistes» dans le débat sur l'union monétaire. Les pays industrialisés qui constituaient le noyau dur du régime de Bretton Woods ont fonctionné comme une union (ou une quasi-union) monétaire dont la Réserve fédérale constituait de fait la Banque centrale. C'est la preuve qu'un système de taux de change fixes peut, sur un certain nombre de points au moins, fonctionner de façon efficace et satisfaisante.

Il peut fonctionner efficacement, tout d'abord, en ce sens qu'il manifeste une tendance assez nette à revenir à l'équilibre extérieur, j'entends par là l'équilibre global de la balance des paiements et que l'ajustement est rapide. Parallèlement, la dispersion des taux d'inflation est limitée, comparable à celle que l'on peut trouver entre différentes régions d'un même État fédéral. Les résultats de la CE depuis la création du SME, au moins pour le noyau des pays participant au mécanisme de change, sont aussi satisfaisants à cet égard que le montre le tableau 2. Ce dernier met en évidence la

Tableau 2. Taux d'inflation annuels, 1980-90¹*(En pourcentage)*

Année	Pays participant au mécanisme de change		Pays de la CE		Taux d'inflation en Allemagne
	Taux d'inflation moyen des 7 pays	Écart-type	Taux d'inflation moyen des 12 pays	Écart-type	
1980	9,3	4,4	12,7	5,6	5,3
1981	10,0	4,4	12,6	5,2	6,1
1982	9,2	3,6	11,8	5,0	5,1
1983	6,8	2,7	9,8	5,9	3,3
1984	5,5	2,0	8,9	6,5	2,3
1985	4,0	1,3	7,2	5,2	2,1
1986	1,6	1,6	5,0	6,0	-0,1
1987	1,6	1,8	4,1	4,4	0,2
1988	1,9	1,2	4,2	3,6	1,3
1989	3,1	1,1	5,6	3,6	2,7
1990	3,0	0,4	6,2	4,9	2,6

Source : Fonds monétaire international, *Statistiques financières internationales*.¹Variation annuelle de l'Indice des prix à la consommation.

forte baisse du taux d'inflation moyen dans la région après 1982, et en particulier après 1986, suivi d'une légère reprise après 1989. Il montre aussi que l'Allemagne est restée en permanence le pays à faible inflation en fonction duquel les autres membres du SME s'ajustent. Le tableau indique de surcroît que depuis 1984 la dispersion (l'écart-type) des taux d'inflation des pays participant au mécanisme de change a été égale ou inférieure à celle observée pour les 10 pays du tableau 1 durant les années 60, soit sous le régime de Bretton Woods, en dépit du fait que le mécanisme de change du SME autorise des marges de fluctuation plus larges que les textes constitutifs du FMI et de l'accord monétaire européen. Le bilan est moins encourageant si l'on ajoute à ce groupe la Grèce, l'Italie, le Portugal, l'Espagne et le Royaume-Uni. Cela me porte à croire qu'il existe, d'ores et déjà et depuis un certain temps en fait, une convergence suffisante des taux d'inflation pour que le passage rapide à l'UEM soit à la fois possible et souhaitable pour les pays respectant les marges de fluctuation étroites du mécanisme de change du SME. Cette première conclusion est corroborée par le fait que deux sources de divergence des taux d'inflation nationaux, à savoir les fluctuations des taux de change nominaux et le creusement de déséquilibres entre les taux de change réels dus à l'orientation différente des politiques monétaires, sont appelées à disparaître une fois qu'une monnaie commune aura été adoptée. Le bilan indique aussi, mais je reviendrai plus longuement sur ce point tout à

l'heure, que les circonstances présentes rendent souhaitable l'adoption d'une approche à deux vitesses de l'UEM.

On peut toujours arguer que, comme le régime de Bretton Woods l'a fait par le passé, l'UEM susciterait des déséquilibres croissants entre les taux de change réels difficiles à corriger avec des taux de change nominaux fixes. Ces déséquilibres seraient dus à des différences entre les taux d'inflation, qui seraient faibles sans doute sur l'espace d'une année mais qui, si elles persistaient dans le même sens, finiraient, par effet cumulatif, à donner naissance à des déséquilibres graves. Je crois pour ma part que les modifications ponctuelles et l'évolution tendancielle des taux de change réels enregistrées sous le régime de Bretton Woods ont eu, semble-t-il, davantage tendance à suivre les fluctuations des taux de change réels d'équilibre qu'à s'en écarter. Il en va probablement de même des variations des taux de change réels observées dans le SME. Certains adversaires du SME estiment que ces variations ont été insuffisantes, et ils en veulent pour preuve les mouvements beaucoup plus amples des taux de change réels intervenus, après Bretton Woods, à l'extérieur du SME. À quoi je répondrai que ces fluctuations beaucoup plus larges sont caractéristiques d'un régime de taux de change flottants et n'ont pas lieu d'être dans un régime de taux de change fixes.

Enfin, le bilan du régime de Bretton Woods montre qu'un grand nombre de pays aux structures économiques et aux politiques budgétaires et sociales très diverses ont réussi à enregistrer des performances macroéconomiques respectables sans recourir à l'«instrument du taux de change». Cela semble indiquer qu'il n'est guère besoin de rechercher une forte «convergence» des structures et des politiques économiques lorsque l'on s'achemine vers l'union monétaire, même si l'expérience passée tend fortement à démontrer que la convergence des taux d'inflation est nécessaire et que les politiques monétaires nationales doivent être consacrées au maintien des équilibres extérieurs.

Les similitudes existant entre le régime de Bretton Woods et l'UEM ne doivent pourtant pas nous faire oublier certaines différences importantes. Je n'en mentionnerai que quelques-unes ici. Premièrement, les marchés des capitaux et des biens sont plus intégrés aujourd'hui qu'ils ne l'étaient dans les années 60. C'est vrai pour le monde en général et cela le sera plus encore dans la CE de 1992. Cette évolution, qui fait qu'il est beaucoup moins probable que des chocs se circonscrivent à un seul pays, devrait rendre à la

fois plus facile et plus urgent d'avancer rapidement vers l'union. Deuxièmement, le rôle de l'Allemagne dans le SME a beau ressembler par certains côtés à celui des États-Unis dans le régime de Bretton Woods, il en diffère tout de même sur deux points au moins. D'une part, le deutsche mark n'est pas la principale monnaie de réserve, ce que le dollar était et demeure encore; la stabilisation de leur taux de change par les pays du SME n'entraîne pas d'accumulation ou de «désaccumulation» importante, et parfois involontaire, de balances deutsche marks. En d'autres termes, il existe une réelle volonté d'«importer» la stabilité monétaire allemande, et c'est pourquoi le rôle dominant de l'Allemagne dans la détermination de la politique monétaire au sein du SME est accepté bien plus volontiers que celui des États-Unis dans le cadre du régime de Bretton Woods. D'autre part, ainsi que nous l'avons déjà noté, l'Allemagne a toujours été le pays membre du SME où l'inflation était le plus faible, ce qui n'était pas le cas des États-Unis dans le régime de Bretton Woods. Cela devrait faciliter la transition vers une UEM adoptant le modèle de banque centrale allemand.

On peut dire, en définitive, que le régime de Bretton Woods montre qu'une quasi-union monétaire peut fonctionner efficacement en dépit de la grande diversité des structures économiques des États membres et sans coordination explicite des politiques budgétaires. Un régime de ce type entraîne une convergence très sensible des taux d'inflation, assez comparable en fait à celle qui existe aujourd'hui entre les pays membres du SME. Il montre cependant qu'il est essentiel que l'institution faisant effectivement office de banque centrale de l'union mène une politique monétaire appropriée si l'on veut éviter l'éclatement de la zone de taux de change fixes.

III. L'UNION MONÉTAIRE DE L'ALLEMAGNE : UNE ERREUR GRAVE?

Ces conclusions relativement optimistes quant à l'avenir de l'union économique et monétaire de l'Europe ont été remises en cause par l'expérience de l'unification monétaire de l'Allemagne.

Le chômage massif et croissant et la faiblesse de l'investissement dans la partie orientale de l'Allemagne ainsi que les problèmes rencontrés dans la privatisation des biens de l'État ont été imputés, pour partie au moins, à la conversion de l'ancien mark est-allemand en deutsche mark au taux de un pour un. Le message à destination des membres de l'UEM serait le suivant : assurer une beaucoup plus

grande convergence des performances économiques des membres de la Communauté avant de s'engager dans l'union monétaire de peur que le désastre du chômage de l'Allemagne (orientale) ne se répète. D'aucuns soutiennent aussi que l'expérience allemande renforce les arguments en faveur d'une coordination budgétaire plus poussée, d'un renforcement des politiques de redistribution des revenus et d'une harmonisation accrue des politiques sociales au sein de la Communauté, de préférence avant l'union monétaire, ou à tout le moins simultanément. Les uns et les autres, à mon sens, font tout à fait fausse route.

La cause fondamentale du chômage massif observé en Allemagne orientale (et de certains des autres problèmes susmentionnés) est le niveau élevé et la progression rapide des salaires réels dans cette partie du pays, conjuguée à la très faible productivité d'un stock de capital obsolète, à l'insuffisance des infrastructures et à une définition encore floue du droit de propriété. De surcroît, la demande de biens produits traditionnellement en Allemagne orientale a enregistré un sévère recul. La fixation du taux de change a peu de chose à voir avec cela, même s'il est vrai qu'un taux de change initial de plus d'un mark est-allemand pour un deutsche mark aurait quelque peu ralenti la hausse des salaires réels.

On peut dire, pour généraliser ce dernier point, que le creusement progressif d'un grave déséquilibre de taux de change réel dans le passé n'est pas un argument contre la fixation du taux de change; il peut être évoqué, en revanche, au moment d'entrer dans une union monétaire, pour justifier la fixation du taux de change nominal présumé irrévocable à un niveau aussi proche que possible de celui requis pour parvenir au taux de change réel d'équilibre «à moyen terme», étant donné les niveaux de prix et de salaires existants et les écarts d'inflation attendus entre les pays membres. Les écarts escomptés entre les taux de hausse des prix et des salaires doivent être faibles si l'on veut que l'union monétaire en perspective soit crédible. C'est pourquoi il faut assurer un minimum de convergence des taux d'inflation avant de s'engager dans cette voie, et c'est aussi l'une des raisons pour lesquelles une approche à deux vitesses de l'union monétaire de l'Europe peut paraître souhaitable.

Cependant, le véritable problème de l'union monétaire de l'Allemagne vient de ce que les négociations salariales couvrent l'ensemble du pays et que l'Allemagne orientale importe la politique sociale coûteuse et extrêmement rigide de l'Allemagne occidentale,

alors qu'elle ne peut guère se le permettre. C'est donc pure folie de préconiser une plus grande harmonisation des politiques salariales et sociales dans la CE. Il convient au contraire de préserver la diversité des politiques sociales et régionales, sous peine de retarder l'ajustement de régions économiquement différentes d'une même zone monétaire.

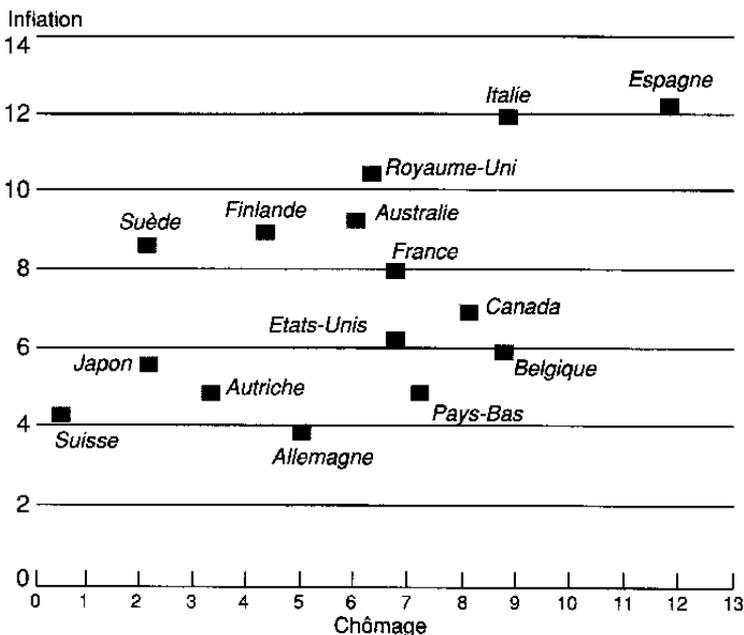
IV. IMPLICATIONS POUR L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE DE L'EUROPE

Je conclurai en examinant, à la lumière de l'expérience passée des régimes de taux de change fixes, trois séries de questions soulevées par le plan Delors d'union économique et monétaire en trois étapes distinctes. La première concerne l'ajustement sans recours à l'instrument du taux de change, la seconde, la conception de la future banque centrale européenne et la troisième, l'ordre d'intervention des mesures à prendre et le rythme de la progression vers l'union monétaire.

Voyons tout d'abord comment l'ajustement peut se faire sans utiliser le taux de change comme un instrument de la politique macroéconomique. Deux questions fondamentales se posent ici : qu'y a-t-il à perdre exactement en l'occurrence et quelle importance cela a-t-il ? La réponse à la première question est très simple : les pays membres d'une zone monétaire placée sous un régime de taux de change strictement fixes ne peuvent mener une politique monétaire nationale indépendante. Donc, ce qu'ils ont à perdre, c'est leur autonomie monétaire, autonomie déjà réduite à peu de chose, du reste, surtout pour les pays qui respectent la bande de fluctuation étroite du mécanisme de change. La réponse à la seconde question est plus polémique. Je suis pourtant d'avis que dans la mesure où, à l'heure actuelle, la politique monétaire de chaque pays influe principalement sur le taux d'inflation intérieur (ou sur son écart par rapport à la moyenne dans l'union monétaire), et sauf à très court terme, l'adhésion à une zone monétaire où s'applique une politique monétaire stable et non inflationniste ne fait pas perdre grand-chose, et peut même s'avérer bénéfique à certains égards. Ce d'autant plus que l'influence de la politique monétaire sur des variables réelles telles que l'emploi, les taux de change réels et les taux d'intérêt réels est en tout état de cause assez limitée et souvent de courte durée (un phénomène qui va aller s'amplifiant) dans un monde où les marchés des biens et des capitaux sont

intégrés. Le graphique 2, qui est extrait des *Perspectives de l'économie mondiale* publiées par le FMI en mai 1991, présente quelques exemples de relations à long terme entre l'inflation et le chômage dans divers pays qui semblent pour le moins positives, et non pas négatives comme les courbes de Phillips, qui portent sur le court terme, nous invitent à le croire. En bref, l'autonomie monétaire n'est peut être pas si importante, surtout dans une zone économiquement intégrée, et pour autant que la politique monétaire commune privilégie la stabilité des prix.

Graphique 2. Inflation et chômage, 1971-90¹



Source : Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale*, mai 1991 (Washington, 1991), p. 120.

¹ L'inflation des prix à la consommation est exprimée en pourcentage annuel; le taux de chômage est exprimé en pourcentage de la population active.

Et pourtant, demandera-t-on, que se passe-t-il si un choc sévère perturbe la demande extérieure de biens d'un pays membre? Disons tout de suite qu'un événement de ce type devient de moins en moins probable, particulièrement dans un contexte d'intégration croissante des économies; il y a plus de chances que les chocs

observés soient à l'échelle de la Communauté ou même de l'ensemble des pays industrialisés. En second lieu, les différents pays peuvent toujours faire appel à la politique budgétaire pour amortir ce type de choc, à condition que le budget de plein emploi soit compatible avec la solvabilité à long terme du pays, c'est-à-dire qu'il n'entraîne pas un accroissement régulier du ratio de la dette au PNB. De fait, il paraît tout à fait souhaitable que les pays membres se donnent les moyens d'assurer la discipline budgétaire à long terme au sein de l'UEM. On pourrait même envisager, je crois, de compléter la discipline du marché par le plafonnement du ratio de la dette (ou même du déficit) au PNB et l'imposition de conditions d'adhésion sévères aux candidats à l'union monétaire.

Il est bon de rappeler ici le dernier point concernant l'ajustement sans recours au taux de change. La flexibilité des prix relatifs et des salaires réels régionaux a un rôle important à jouer à cet égard et il convient d'éviter les politiques sociales et régionales qui risquent de limiter cette flexibilité. En un mot, il peut aussi y avoir trop de convergence.

Pour ce qui est du second point, la conception de la future banque centrale européenne, l'analyse du régime de Bretton Woods et le simple bon sens militent fortement en faveur d'une institution à l'indépendance nettement affirmée et dotée d'une charte faisant explicitement de la stabilité des prix l'objectif primordial de la banque. Mais l'expérience de Bretton Woods est porteuse d'une autre leçon. L'autonomie dont la banque centrale européenne bénéficiera effectivement dans la poursuite de cet objectif dépendra aussi, très largement, du régime de taux de change vis-à-vis de l'extérieur et des dispositions institutionnelles précises qui auront été adoptées en ce qui concerne la croissance et la composition des réserves internationales. Il s'ensuit que c'est à la banque centrale européenne que devrait être confiée la responsabilité de déterminer la politique et le régime de taux de change, au moins jusqu'à une éventuelle réforme du système monétaire international et à la création, qui sait, d'une banque centrale et d'une monnaie mondiales. Dans le cas contraire, il risque d'y avoir conflit entre l'objectif de stabilité des prix de la banque centrale européenne et le maintien impératif de la valeur extérieure de l'Écu à l'intérieur de marges de fluctuation imposées.

Les questions posées par l'ordre et le rythme des mesures à prendre pour la mise en place de la monnaie européenne commune sont les plus débattues à l'heure actuelle. Deux points méri-

tent toutefois d'être mis en avant. Premièrement, il n'y a guère de raison valable d'insister pour que l'union monétaire soit subordonnée à la réalisation préalable d'une plus grande convergence. Le rapprochement des taux d'inflation est d'ores et déjà suffisant, même si un ultime réalignement avant la fixation irrévocable des parités pourrait se justifier pour corriger les déséquilibres qui se sont creusés dans le passé entre les taux de change réels.

Deuxièmement, les arguments ne manquent pas à l'appui d'une progression rapide vers l'union une fois que la décision politique aura été prise. Il s'agit là, c'est indéniable, d'une décision fondamentalement politique, comme l'a été celle relative à l'unification de la monnaie allemande. Au-delà des coûts et avantages économiques, au-delà des aspects techniques, l'adoption d'une monnaie unique est un acte hautement politique. Après tout, la monnaie est un des symboles essentiels de la nation. L'une des justifications économiques du passage rapide à l'union monétaire, une fois que la volonté politique existe et que la décision est prise, est qu'il faut éviter que les déséquilibres continuent de se creuser. Une autre raison, peut-être plus importante, tient à ce que les retards et les hésitations feront douter de la crédibilité de l'engagement pris et de l'approche retenue, qu'ils constitueront ainsi une menace pour la viabilité de l'union monétaire et qu'ils prolongeront l'existence, dans certains pays, de taux d'intérêt réels et de primes de risque de change plus élevés que nécessaire. Le choix d'un cheminement lent vers l'union monétaire créerait des problèmes similaires à ceux que la lenteur des réformes économiques et politiques entraîne en Union soviétique. On a pu dire à cet égard que la perestroïka s'apparentait à une refonte du code de la route qui substituerait la conduite à droite à la conduite à gauche, mais de façon progressive.

La nécessité d'un passage rapide à l'union a pour corollaire, entre autres, qu'une approche à deux vitesses de l'UEM risque bien d'être nécessaire, quels que soient les problèmes politiques soulevés. Les pays qui forment le noyau dur du mécanisme de change pourraient passer rapidement à l'union, et les autres y adhérer une fois leurs problèmes d'inflation et de discipline budgétaires résolus, en respectant éventuellement un calendrier précis. Une telle approche présenterait l'avantage d'être crédible et de conforter les pays plus lents dans leur volonté d'adhérer et de participer pleinement, à terme, à l'union monétaire.

Si donc il est souhaitable d'adopter une approche rapide, crédible et décidée de l'UEM, il faut alors que la seconde étape du

scénario présenté dans le rapport Delors soit assez brève et consiste essentiellement à mettre en place la banque centrale européenne conçue au cours de l'étape précédente, étape qui pourra d'ailleurs être prolongée pour permettre de mener à bien cette phase de préparation. Si l'on devait retenir le principe d'une union à deux vitesses, il serait plus facile de diminuer la seconde étape, dont le terme serait marqué par la création d'une banque centrale européenne regroupant les pays qui forment le noyau dur du mécanisme de change et à laquelle les autres pays adhèreraient progressivement durant la troisième étape. En tout état de cause, il semble superflu de prévoir un dispositif élaboré pour régir la collaboration et la coordination des efforts des banques centrales nationales pendant une deuxième étape prolongée si l'objectif final est de confier leurs pouvoirs à une banque centrale européenne commune.

REFERENCES

- Commission des Communautés européennes, «Marché unique, monnaie unique : une évaluation des avantages et coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire», *Economie européenne* (Luxembourg), n° 44 (octobre 1990).
- , *Rapport au Conseil et à la Commission concernant la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire dans la Communauté* (Rapport Werner), supplément au bulletin n° 11 de la Communauté européenne (Luxembourg, 1970).
- Comité pour l'étude de l'union économique et monétaire (Comité Delors), *Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne* (Luxembourg, 1989).
- Genberg, Hans, «The Concept and Measurement of the World Price Level and Rate of Inflation,» *Journal of Monetary Economics* (Amsterdam), vol. 3 (avril 1977), p. 231-252.
- et Alexander K. Swoboda (1977a), «Inflation: A Worldwide Phenomenon?» dans *Les relations internationales dans un monde en mutation (International Relations in a Changing World)* (Leiden : Sijthoff, 1977).
- (1977b), «Worldwide Inflation Under the Dollar Standard,» GII — Ford Discussion Paper n° 12 (Genève : Graduate Institute of International Studies, janvier 1977).
- , «Gold and the Dollar: Asymmetries in World Money Stock Determination, 1955-1971,» dans *The International Monetary System Under Flexible Exchange Rates: Global, Regional, and*

National—Essays in Honor of Robert Triffin, sous la direction de Richard N. Cooper et autres (Cambridge, Massachusetts : Ballinger, 1982).

Swoboda, Alexander K., «Gold, Dollars, Euro-Dollars, and the World Money Stock Under Fixed Exchange Rates, 1961-1971,» *American Economic Review* (Nashville, Tennessee), vol. 68 (septembre 1978), p. 625-642.

Questions et réponses

Après son exposé, le Professeur Swoboda a répondu aux questions de l'assistance.

Sir Jeremy Morse — Merci beaucoup, Professeur, pour ce brillant enchaînement d'idées et d'arguments et pour la provocation stimulante que vous avez su y instiller. C'est avec plaisir que je passe maintenant la parole à nos auditeurs pour les questions et les commentaires que vos propos leur inspirent.

J'ai été frappé par l'optimisme extrême de votre argumentation à propos du régime de Bretton Woods. En effet, l'union monétaire de l'Europe vers laquelle nous tendons serait quelque chose de plus fort encore que le régime de Bretton Woods. D'abord parce que cette dimension d'union politique n'existait pas dans le régime de Bretton Woods. Ensuite — et je me souviens fort bien, à ce propos, d'une phrase que j'avais fait inscrire dans le rapport à M. Heath en 1971 et dont j'étais assez fier — où nous nous efforcions de faire passer le message en disant : « Nous sommes rattachés à l'étalon-dollar, et le dollar est faible ». Il semble qu'en principe l'UEM devrait pouvoir compter sur un numéraire relativement fort.

Quelqu'un veut-il remettre en cause cet optimisme ou poser une autre question? Qui ouvre le feu? Wolfgang Rieke.

Wolfgang Rieke — Je me présente : Wolfgang Rieke, de la Bundesbank. Avant que quelqu'un ne vous interroge sur le fond de votre exposé, je suis curieux de savoir quelle réponse vous apporterez à la question suivante. Vous venez d'évoquer l'unification allemande, et vous voyez dans la forte hausse des salaires réels la cause essentielle des difficultés rencontrées. Des voix se sont élevées, dans la presse et dans les milieux universitaires, en faveur de la création d'une certaine forme de subvention des salaires. Quel est, en tant qu'économiste, votre point de vue sur la question?

Alexander K. Swoboda — Je ne connais pas les détails du plan de subvention des salaires proposé par Akerlof et al. Je lui reconnais toutefois une qualité : il propose une aide à l'emploi, ce qui vaut mieux que de financer le chômage. Et il semble qu'à l'heure

actuelle c'est le chômage que l'on subventionne. Quant à savoir si la forme d'aide particulière qu'il propose est celle qui convient, encore une fois, je ne connais pas suffisamment les détails de ce plan pour pouvoir vous répondre. Je crains que ce ne soit probablement pas le cas (en ce qui concerne, par exemple, la mobilité de la main-d'oeuvre ou la suppression de ces subventions) et il existe sans doute de meilleures solutions, mais ce plan a au moins le mérite de s'attaquer à un problème particulièrement grave.

Une remarque seulement. Ce qui me frappe, dans la situation allemande, c'est que le lourd processus de subvention engagé dans l'ex-RDA repose sur l'idée qu'il faut décourager la population de quitter cette région. En effet, si rien n'est fait, les écarts de salaires, entre autres, sont tels que l'on assistera à un vaste mouvement migratoire des Allemands de l'Est vers l'Ouest du pays. Les choses ne semblent pourtant pas se précipiter autant qu'on le craignait. Les gens préféreraient rester dans leur région, ce qui peut s'expliquer notamment par le fait que le logement est lui-même subventionné. Mais, et je pense qu'il s'agit là d'un argument avancé par Akerlof et al., l'un des problèmes posés est que si l'Allemagne orientale connaît un chômage élevé (indemnisé ou pas), l'émigration sera plus rapide que cela n'aurait été le cas autrement.

En outre, la situation actuelle est telle que très rares sont ceux qui veulent effectivement prendre le contrôle des entreprises existantes et investir en Allemagne orientale. Chacun sait que la seule manière d'assurer aux populations de cette région un emploi durable assorti d'un salaire réel plus élevé est d'attirer un volume considérable de capitaux productifs dans la région.

Sir Jeremy Morse — Je tiens à rappeler que, bien évidemment, les questions ne sont pas limitées à la comparaison avec Bretton Woods et aux problèmes posés par les négociations en cours sur l'UEM. La parole est à Andrew Crockett.

Andrew Crockett — Merci, Monsieur le Président. Andrew Crockett, de la Banque d'Angleterre. Je ne résiste pas à votre invitation à contredire Alex Swoboda, ne serait-ce que pour éviter que l'on ne déduise de notre silence que, comme le veut le dicton, qui ne dit mot consent. Il me semble que les dernières années du régime de Bretton Woods ont prouvé combien il était difficile d'avoir à la fois des taux d'inflation bas et plus ou moins équivalents et un niveau d'emploi aussi élevé que souhaité dans l'ensemble du système. C'est ce problème qui a causé peu à peu la perte du système, car

les tentatives faites pour maintenir l'emploi à des niveaux acceptables ont entraîné une hausse et une divergence de plus en plus nette des taux d'inflation. Cela dit, je crois que l'un des défis qui nous seront posés avec l'UEM sera de pouvoir combiner ces desiderata, à savoir un taux d'inflation commun (et faible), ce que nous obtiendrons évidemment dans le contexte d'une monnaie unique, avec un niveau d'activité économique acceptable. Et permettez-moi d'ajouter que l'on ne peut pas se contenter d'écarter ce problème en disant que cela revient à passer de la conduite à gauche à la conduite à droite.

Il serait intéressant de développer un peu l'argument avancé par Alex (qui n'est pas si évident que l'on puisse se passer d'en poser les termes de façon précise et formelle), car il me semble que nous sommes actuellement dans une situation où de nombreux pays de la Communauté connaissent depuis longtemps un taux de chômage relativement élevé. Les types de pression, les chocs extérieurs auxquels nous sommes soumis sont différents. Je crois fermement, pour ma part, que nous devons attendre d'avoir acquis la conviction qu'il y a convergence non seulement vers des taux d'inflation faibles et plus ou moins comparables, mais aussi vers des structures économiques permettant d'enregistrer des taux de chômage acceptables avant qu'il soit sage ou prudent de faire ce pas qui consiste à adopter une monnaie unique, un pas que nous pouvons considérer comme inéluctable, mais qui risque de nous mettre dans une situation très difficile à soutenir s'il donne lieu à des tensions politiques et sociales.

Alexander K. Swoboda — Je répondrai tout d'abord que je n'ai en aucune manière indiqué si, en ce qui me concerne, j'aimerais ou non vivre dans un monde où il n'y aurait qu'une seule monnaie européenne. Ma réponse dépend en partie de ce que sera ce bloc monétaire, à savoir s'il sera protectionniste ou ouvert, et c'est une question un peu différente de celle dont nous discutons ici.

Mais je tiens à en faire mention parce que j'estime que lorsque nous parlons d'union monétaire c'est, fondamentalement, d'un type de mutation politique, sociale et culturelle profonde qu'il s'agit. Il faut au départ, et c'est fondamental, une volonté politique. L'union monétaire est un acte politique. En tant qu'économistes, nous cherchons à savoir si cette union sera techniquement possible et nous nous efforçons d'en évaluer les coûts et les avantages économiques en faisant l'hypothèse qu'elle pourra s'appuyer sur des structures lui

permettant de fonctionner à peu près correctement, mais la décision de base reste, j'en demeure convaincu, politique.

Pour en revenir à votre question, je ne crois pas que le fait de ne plus jouer la carte de l'inflation va permettre de créer beaucoup plus d'emplois. Vous semblez dire que le débat oppose les pays qui veulent un taux d'inflation bas et les partisans d'un taux d'emploi élevé, en supposant donc qu'à un taux d'emploi élevé correspond une inflation plus forte. Cela dit, même si ce processus peut fonctionner à court terme pour peu qu'on n'en ait pas abusé auparavant, l'expérience passée — et c'est là qu'entre en jeu le tableau des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI — montre qu'à long terme il n'y a pas d'arbitrage possible entre chômage et inflation, ou que celui-ci ne peut qu'être négatif.

Quant à la plus grande convergence des structures économiques, je pense que c'est un sujet sur lequel il convient d'être très prudent. Il s'agit là d'une antienne reprise sans relâche, depuis des années, dans le cadre du bras-de-fer qui oppose «économistes» et «monétaristes» et où votre position, Andrew, pourrait être assimilée à celle des économistes et la mienne à celle des monétaristes, même si je pense que ni vous ni moi ne souhaitons nous voir coller l'étiquette de l'une ou l'autre de ces écoles extrêmes. Le problème, avec la convergence, vient à mon sens de ce qu'elle ne sera jamais suffisante pour correspondre à l'idéal. Il sera donc toujours possible de dire, à chaque étape, que la convergence n'a pas suffisamment progressé, que tel ou tel pays reste trop pauvre et qu'il n'y a pas eu de rattrapage par rapport à tel autre trop riche en comparaison. À la limite, on pourrait aller jusqu'à prôner — ce qui serait un peu absurde, bien sûr, mais qui nous ramènerait à l'esprit du débat sur la zone monétaire optimale — l'éclatement des États. Il me semble pourtant que plus d'un pays a continué à vivre parfaitement au sein d'une union monétaire, sans rien perdre de sa spécificité. Il existe un certain nombre de pays tels que Panama, Haïti ou la République Dominicaine qui, s'ils ne figurent peut-être pas parmi ceux qui ont connu une croissance record, ont eu des taux de change fixes ou ont adopté la monnaie d'un pays tiers pendant de longues années sans en avoir trop souffert, ce me semble. Je dirais donc qu'il ne faut pas trop harmoniser, qu'il ne faut pas trop rechercher la convergence a priori, ou même a posteriori, car on risque alors de connaître le type de problème que l'Allemagne occidentale elle-même a connu entre le nord et le sud du pays,

lorsque l'application uniforme des conventions salariales, des régimes de sécurité sociale, etc. a eu tendance à créer des poches de chômage locales.

Alors, si l'union monétaire a pour conséquence d'harmoniser les économies à ce niveau, j'y réfléchirai à deux fois avant de m'engager dans ce processus.

Alexandre Lamfalussy — J'aimerais interroger Alexander Swoboda sur la question du passage rapide à l'union monétaire. Vous avez dit notamment que l'un des arguments en faveur d'une réalisation accélérée de l'union est qu'il y a déjà convergence des taux d'inflation. Si l'on examine le tableau 2, c'est effectivement très convaincant pour les pays qui participent au mécanisme de change. Il semble que cela l'est beaucoup moins, en revanche, si l'on prend en compte les autres pays du SME. Qu'avez-vous à répondre à cela?

Alexander K. Swoboda — Je suis heureux que vous souleviez ce point! Outre les écarts d'inflation, en effet, il importe aussi de tenir compte des différences bien connues entre les ratios dette/PIB (je pense ici à ceux de l'Italie et de divers autres pays membres), ce qui pose la question de l'utilité d'une union monétaire à deux vitesses. La réponse économique semblerait nettement favorable à la formule à deux vitesses. Que les pays qui constituent le noyau dur du SME créent une union monétaire, qu'ils décident qu'elle sera ouverte afin que les autres pays puissent y adhérer ultérieurement en prenant déjà, peut-être, un certain nombre de mesures pour préparer le terrain. Qu'ils entrent à petits pas, en d'autres termes, dans une pleine union monétaire. C'est une réponse économique, mais je n'ai pas de bonne réponse politique à votre question.

Il existe un autre argument en faveur d'un passage rapide à l'union, qui a été avancé par nombre d'observateurs et qui consiste à dire qu'une fois la décision arrêtée, mieux vaut aller vite si l'on veut que cette décision soit crédible. En effet, si les marchés sont sceptiques, ils intégreront des primes de risque aux taux d'intérêt, il risque d'y avoir des problèmes de chômage, etc., autant de conséquences qui peuvent être évitées si l'on opte pour une transition rapide.

Michael Hutchinson — Michael Hutchinson, de la Banque des règlements internationaux. Ma question portera sur le régime de Bretton Woods et la comparaison qu'on peut faire avec une éven-

tuelle banque centrale européenne. L'un des avantages des asymétries que vous avez relevées dans le système d'étalon-dollar de Bretton Woods est qu'au moins, si la monnaie-pivot est la monnaie forte, les pays membres doivent converger vers ce plus petit dénominateur commun en matière d'inflation. Si l'on regarde le fonctionnement du mécanisme de change du SME, il semble que l'Allemagne dispose sans doute de la plus forte des monnaies participantes et que, par conséquent, la convergence s'opère vers la monnaie du pays où l'inflation est le plus faible. Si l'on veut adopter une monnaie commune, quels sont selon vous les écueils à éviter pour se rapprocher d'un taux d'inflation européen moyen? D'une certaine manière, l'asymétrie du système pousse à adopter le plus petit dénominateur commun; pensez-vous qu'une éventuelle banque centrale européenne s'éloignerait de ce schéma?

Alexander K. Swoboda — Permettez-moi une remarque liminaire. L'une des différences entre le régime de Bretton Woods et le SME est qu'au sein du SME, les avoirs en deutsche mark sont limités et qu'à ce titre la convergence vers le taux d'inflation allemand se fait de manière plus volontaire, ce qui est rassurant, que cela n'a été le cas sous le régime de Bretton Woods, en particulier après 1965; le système avait été conçu de telle manière qu'il imposait la politique monétaire américaine au reste du monde, que celui-ci le veuille ou non. Encore une fois, la convergence vers le taux d'inflation allemand est plus volontaire dans le cas du SME.

Il m'est évidemment très difficile de répondre à votre question : comment mesurez-vous le niveau auquel vous voulez stabiliser les prix en cas d'union monétaire de l'Europe? Quel doit être l'objectif de la banque centrale commune en la matière? D'aucuns, vous le savez mieux que moi, s'opposent à la fixation d'un objectif de prix, et lui préfèrent un objectif de revenu monétaire, ou pour le moins un objectif intermédiaire s'appuyant sur une certaine forme de mesure du revenu monétaire. Il existe aussi des arguments en faveur d'une stabilisation des prix de gros moyens, des indices des prix à la consommation, etc. Une fois l'UEM réalisée, que ce soit avec une monnaie unique ou des taux de change irrévocablement fixés, il sera probablement possible de retenir un objectif d'indice des prix à la consommation, des prix de gros, etc., à l'échelle de l'Europe; peut-être serait-il préférable de se contenter de chercher à stabiliser un indice européen de ce type. Je ne sais pas si cela répond à votre question.

Sir Jeremy Morse — Nous avons encore le temps de poser une ou deux questions.

Jean Jacques Rey — Jean Jacques Rey, de la Banque nationale de Belgique. Vous avez dit que la banque centrale européenne devrait non seulement être indépendante et fermement attachée à la stabilité des prix, mais qu'elle devrait aussi être habilitée à déterminer la politique de taux de change de l'UEM. Je comprends parfaitement la logique de votre raisonnement. Le problème est que lorsque vous bâtissez un nouveau système, vous devez vous appuyer non seulement sur la logique mais aussi, parfois, sur les précédents, et les travaux de rédaction des statuts de la future banque centrale européenne ont montré que nous ne disposions pas réellement de précédents dans ce domaine. Nous comptons beaucoup sur la Bundesbank, mais il apparaît que nos collègues allemands ne sont pas si satisfaits de cette pratique, et que cette logique n'a pas vraiment l'assentiment de la Bundesbank. Pouvez-vous nous aider à trouver un précédent?

Alexander K. Swoboda — Si vous le permettez, j'inviterai également Wolfgang Rieke à répondre sur ce point.

La logique de mon raisonnement est de toute évidence particulièrement simple. Je dis en effet qu'une fois que vous avez un taux de change fixe, une fois que vous rattachez la valeur de votre monnaie à une unité de référence sur le marché des changes, vous renoncez de fait à la politique monétaire. C'est pourquoi il semble plutôt étrange de mettre en place une banque centrale européenne à laquelle on confie la responsabilité d'assurer la stabilité des prix, et de lui lier les mains, dans le même temps, en disant qu'il faut rattacher ou stabiliser la valeur de l'Écu par rapport à un certain nombre de monnaies sur les marchés mondiaux.

Je ne dis pas qu'une banque centrale ne doit pas rattacher sa monnaie à une unité de référence, loin de là. Mais cela revient à choisir un type particulier de politique monétaire. On ne peut pas lui demander d'avoir une politique monétaire indépendante et de chercher à atteindre des objectifs de niveau des prix ou de taux d'inflation et, parallèlement, lui demander d'intervenir sur les marchés des changes. Ou, si vous le faites, il faut que vous puissiez compter sur un système de coopération beaucoup plus explicite entre, en l'occurrence, les trois grands blocs que constituent le yen, le dollar et l'Écu, afin de stabiliser les taux de change entre ces

trois pôles, ce qui revient finalement à évoluer vers l'adoption d'une monnaie mondiale.

Cela étant dit, comment résoudre ce problème sur le plan juridique, en termes donc de transfert de compétences? Je vous avouerai que je n'en sais rien, n'ayant jamais suivi le moindre cours de droit.

Sir Jeremy Morse — Wolfgang, avez-vous quelque chose à ajouter à cela?

Wolfgang Rieke — Je suis un peu déçu de la façon dont le débat sur la vitesse de la transition a été occulté, car cela me force à exprimer à la fois mon accord et mon désaccord avec ce que vous venez de dire. Je suis d'accord avec vous si par transition rapide, vous entendez que le transfert de compétences en matière de politique monétaire du niveau national au niveau européen doit se faire en une seule fois et non de manière progressive. Je vous suis jusque-là. Mais certainement pas si vous voulez dire que cela doit être fait indépendamment du degré de convergence atteint. Il suffit de regarder le tableau que vous nous présentez : s'il montre quelque chose, c'est bien que la convergence semble enregistrer aujourd'hui un recul, limité je le concède. Tout cela m'amène à penser que si nous étions avisés, nous adopterions un processus prévoyant un peu plus de temps pour la première étape, un délai probablement très court pour la deuxième et un passage très rapide à la troisième mais, pour reprendre l'expression de madame Thatcher, seulement lorsque le moment sera venu, soit ici quand la convergence sera suffisante.

Sir Jeremy Morse — Merci beaucoup. Une autre question?

Kombo J. Moyana — Kombo J. Moyana, de la Reserve Bank du Zimbabwe. Je me demandais, Professeur Swoboda, si d'un point de vue purement économique les leçons de l'unification monétaire de l'Allemagne ne sont pas les suivantes : si les salaires réels sont plus élevés et le chômage plus faible en Allemagne occidentale et si la situation est meilleure, en ce qui concerne les biens d'équipement, qu'en Allemagne orientale, ne faudrait-il en fait, du point de vue de l'efficacité économique, permettre aux chômeurs d'Allemagne orientale d'aller à l'Ouest, ce qui amorcera une baisse du taux de salaire réel en Allemagne occidentale et aggraverait la pénurie de main-d'oeuvre à l'Est, entraînant par là-même une amélioration de la productivité du travail et un relèvement des salaires réels en

Allemagne orientale? La question de la distribution inégale du capital se résoudra de la même manière à mesure que les investisseurs ouest-allemands s'engageront à l'Est du pays. Pourquoi donc ne laisserions-nous pas le processus d'ajustement se produire naturellement? Pourquoi payer des gens à rester chez eux? Merci.

Alexander K. Swoboda — Je crois que vous venez de décrire très exactement le type d'ajustement qui est souhaitable et auquel on pourrait s'attendre lorsque la main-d'oeuvre et les autres facteurs de production sont mobiles au sein d'une zone monétaire donnée, et c'est précisément ce qui devrait faciliter le processus d'ajustement. Le cas qui nous occupe est un peu différent. L'une des raisons pour lesquelles les choses ne se passent pas aussi facilement que dans les manuels, c'est tout simplement que les politiques auxquelles je faisais référence tout à l'heure — et que je n'approuve pas forcément — ont pour but d'empêcher les gens d'aller d'une région à l'autre. Cela dit, il s'agit pour partie d'une décision politique prise pour des raisons sociales — l'idée que la société ouest-allemande n'est pas en mesure d'absorber si rapidement l'Allemagne orientale — et pour partie d'une politique que les syndicats allemands, dominés par les Allemands de l'Ouest, prônent pour des raisons qui sont précisément celles que vous évoquiez, à savoir que le meilleur moyen de maintenir la population est-allemande sur place est de faire en sorte qu'elle ne soit absolument pas compétitive à l'Ouest et de lui offrir des salaires élevés à l'Est pour limiter les incitations à venir en Allemagne occidentale. La tactique des syndicats à cet égard me paraît tout à fait claire. Mais, encore une fois, vous avez parfaitement raison.

Sir Jeremy Morse — Une question? Allez-y, je vous en prie.

Ariel Buira — Ariel Buira, de la Banque du Mexique. Il me semble que les arguments très généraux que vous avez développés en faveur d'une union monétaire européenne sont susceptibles d'une application universelle. La seule raison peut-être qui vous paraît justifier que l'on renonce à l'union est un choc perturbant la demande extérieure, auquel le pays pourrait être conduit à s'ajuster en adoptant une politique de taux de change indépendante. Je ne sais pas si j'ai bien compris votre raisonnement, mais pouvez-vous identifier d'autres problèmes ou d'autres cas dans lesquels vous ne seriez pas favorable à l'union monétaire? Peut-on, par exemple, opposer d'autres arguments à la création d'une union monétaire nord-américaine ou est-asiatique?

Alexander K. Swoboda — Il est probable que si l'on reste à un niveau très général, on peut toujours avancer certains types d'arguments en faveur d'une union monétaire et dire, par exemple, qu'elle permet d'économiser des coûts de transaction, qu'elle améliore l'information sur les prix et qu'elle peut réduire la variance entre les taux d'inflation nationaux. Tous les arguments économiques avancés à Bruxelles sont universels. Si l'on raisonne selon ce critère, il faudrait avoir une monnaie universelle.

Comment expliquer alors que nous n'en ayons pas et même que nous n'en voulions pas? J'y vois plusieurs raisons, toutes plus importantes que l'ajustement à des chocs asymétriques. La première prendra la forme d'une question : faites-vous confiance à votre banquier? Peut-être ferez-vous davantage confiance à votre propre banque centrale qu'à celle d'une éventuelle union monétaire. C'est là une des raisons pour lesquelles on peut ne pas vouloir d'une union monétaire. Je pense, en deuxième lieu, à des raisons fiscales, par exemple, au droit de battre monnaie, etc. Troisièmement, il existe des considérations politiques et sociales essentielles. L'union monétaire implique presque nécessairement l'union économique. Je pense qu'il est très rare que vous ayez une union monétaire sans une certaine forme d'union économique, ou du moins une évolution dans ce sens. Et on peut aussi justifier le refus de l'union économique par des raisons d'ordre protectionniste ou autres, et même par des motifs rationnels.

Quatrièmement, enfin, l'union monétaire est lourde de sens sur le plan politique. Vous abandonnez un symbole de la souveraineté nationale, en même temps qu'un des instruments de la politique monétaire nationale, et vous vous engagez, selon toute probabilité, pour une longue période. Pour ma part, je crois que certains pays hésiteront longtemps avant d'abandonner ce symbole et cet instrument.

Str Jeremy Morse — À moins qu'il n'y ait un dernier sujet brûlant à aborder, voilà une réponse qui fait une excellente conclusion. Nous avons légèrement dépassé le temps qui nous était imparti, mais l'intérêt des questions posées et des réponses que vous y avez apportées montre que cela a été une excellente séance. Je crois que nous pouvons tous applaudir le Professeur Swoboda.



Alexander K. Swoboda

Biographie

Alexander K. Swoboda est Directeur de l'Institut universitaire de hautes études internationales de Genève, où il enseigne aussi l'économie internationale. Il est également professeur d'économie à l'université de Genève, et membre du Conseil et Directeur exécutif du Centre international d'études monétaires et bancaires, dont il a été l'un des fondateurs en 1973. Après avoir obtenu ses diplômes de licence, maîtrise et doctorat (1966) à Yale University, le Professeur Swoboda a bénéficié, durant l'année universitaire 1966-67, d'une bourse «post-doctorat» d'économie politique de l'université de Chicago. Il a enseigné à la Graduate School of Business of the University of Chicago, et a été professeur d'économie à la Johns Hopkins School of Advanced International Studies à Bologne, à la London School of Economics and Political Science et à Harvard University.

Le Professeur Swoboda est l'un des tout premiers spécialistes des problèmes financiers internationaux, auxquels il a consacré nombre d'articles et d'ouvrages. Ses recherches, à la fois théoriques et appliquées, ont été centrées sur la macroéconomie, les finances internationales, la théorie de l'ajustement international et la transmission internationale de l'inflation et des cycles économiques. Le Professeur Swoboda est également un spécialiste reconnu des marchés des eurodevises et des questions bancaires internationales. Ses travaux les plus récents portent sur le développement international et la question de la dette. Il a reçu plusieurs bourses et dirigé des projets de recherche importants, notamment une étude sur les politiques économiques nationales et le système monétaire international, financée par la Fondation Ford.

De nationalité suisse, le Professeur Swoboda a été membre du comité de la Société suisse de statistique et d'économie politique et du panel d'universitaire du Groupe des trente. Il participe régulièrement à des séminaires et à des conférences organisés par de grandes universités à travers le monde et par des organisations internationales. Consultant occasionnel auprès de diverses institutions publiques et privées (dont le Fonds monétaire international et la Banque mondiale), il assiste régulièrement aussi aux grandes conférences monétaires et financières internationales.

Il a publié récemment *Threats to International Financial Stability*, sous la direction de Richard Portes (Cambridge University Press, 1987); «Policy and Current Account Determination Under Floating Exchange Rates», en collaboration avec Hans Genberg et publié dans les *Staff Papers* du FMI (mars 1989); «Swiss Banking after 1992», paru dans *European Banking in the 1990's*, sous la direction de Jean Dermine (Basil Blackwell, 1990); et «Financial Integration and International Monetary Arrangements», dans *The Evolution of the International Monetary System*, sous la direction de Yoshio Suzuki, Junichi Miyake et Mitsuaki Okabe (University of Tokyo Press, 1990).

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'anxiété 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 Guindéy; 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).
- 1991 *La route vers l'union monétaire de l'Europe : les leçons du régime de Bretton Woods* — Exposé de Alexander K. Swoboda (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 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	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 Gudín	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
Aldolfo 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>