

CONFÉRENCE SOUS LES AUSPICES DE LA FONDATION PER JACOBSSON  
à Rome, le 9 novembre 1966

---

LE RÔLE ACTUEL DE LA BANQUE CENTRALE  
par Louis Rasminsky, Gouverneur de la Banque du Canada

I. INTRODUCTION

Lorsqu'on m'invita à donner cette conférence, je n'ai pas hésité un seul instant, pas même le temps d'indiquer que je ne méritais pas ce grand honneur. Tout ce qui est associé au nom de Per Jacobsson provoque chez moi un enthousiasme immédiat et une réponse affirmative. Je l'ai connu intimement et je lui vouais une grande admiration. Ses réactions ne manquaient jamais d'être positives et constructives.

C'est en 1930 que j'ai rencontré Per Jacobsson pour la première fois, au moment où il allait quitter la Société des Nations, à Genève, pour entrer à la Banque des Règlements Internationaux, à Bâle, où il devint rapidement le grand confident des dirigeants des banques centrales d'Europe. Je sais que plusieurs parmi nous ont bénéficié de ses sages conseils et ont été réconfortés par sa bonne humeur. J'eus de nombreux rapports avec lui tout au long des années où il remplit la fonction de directeur général du Fonds Monétaire International - qui lui doit, dans une large mesure, de jouer aujourd'hui un rôle de premier plan dans le domaine de la finance internationale. Il apporta à son travail au Fonds Monétaire des qualités de chef qui dépassèrent même ce qu'attendaient de lui ceux qui l'avaient le mieux connu. Il avait un sens inné de l'histoire, mais toutes ses prises de position étaient invariablement orientées vers l'avenir. Sa vie entière, il demeura convaincu qu'une monnaie saine était une des premières conditions de la croissance

économique. Spécialiste de la théorie économique, il n'en avait pas moins un sens pratique remarquable; il savait reconnaître les limites du possible et ne permit jamais que le mieux devienne l'ennemi du bien. Pour ajouter une note très personnelle, je n'oublierai jamais son aide particulièrement précieuse lors de la grave crise du change au Canada, en 1962.

On m'a demandé de vous entretenir aujourd'hui du "Rôle actuel de la banque centrale". Je me propose de passer en revue quelques-unes des principales fonctions des instituts d'émission, telles que les conçois, et d'évoquer quelques-uns des grands problèmes auxquels ils doivent faire face actuellement ou qu'ils devront probablement envisager à l'avenir. Mes observations seront tirées de ma propre expérience au cours des dernières années, au Canada. Je tiens à faire cette réserve, car je ne voudrais pas risquer de compromettre mes excellentes relations avec mes confrères des autres banques centrales, en prétendant parler en leur nom; à ce sujet, je pense non seulement aux confrères des pays très industrialisés, mais aussi à ceux des pays en voie de développement, notamment à tous ceux que j'ai le plaisir de rencontrer régulièrement aux réunions des gouverneurs des banques centrales du continent américain et aux conférences du Commonwealth. Le rôle de la banque centrale varie, en effet, considérablement selon les pays, et selon la nature de leur organisation politique, le degré de leur développement économique et la structure de leurs marchés financiers; ainsi, par exemple, dans les pays dits sous-développés, où le manque de capitaux se fait sentir

de façon chronique, la banque centrale doit souvent, dans une large mesure, déployer ses efforts à améliorer les structures des institutions financières, parce qu'il est essentiel de mobiliser l'épargne, de lui assurer des emplois susceptibles de favoriser le développement de la production nationale et de réduire par là même les tensions qui pourraient conduire à un financement inflationniste du développement économique.

Je ferai d'abord quelques brefs commentaires sur le rôle de la banque centrale dans le fonctionnement des marchés financiers. Puis, je passerai du domaine de la finance à celui de la production et de l'emploi et j'exposerai, à grands traits, comment je conçois le fonctionnement des mécanismes monétaires et comment ils influent sur la demande et l'offre de biens et de services. Ces considérations m'amèneront à un examen des rapports entre la politique monétaire et les autres politiques économiques, et c'est à ce stade que je développerai le thème principal de ma causerie, à savoir: la politique monétaire n'est qu'un seul élément, si important soit-il, de la politique économique générale et la banque centrale, dans la mise en oeuvre des moyens dont elle dispose, ne peut espérer réussir que dans la mesure où toutes les politiques économiques forment un tout bien harmonisé; en d'autres termes, la politique monétaire ne saurait pallier l'insuffisance des autres politiques. J'examinerai ensuite quelques-uns des problèmes d'ordre pratique que pose la coordination ou le dosage des politiques économiques d'intérêt public. Puis, je ferai certaines observations concernant les

rapports formels entre la banque centrale et le gouvernement. J'évoquerai ensuite quelques problèmes concernant la prétendue incompatibilité de certains objectifs économiques et je parlerai brièvement de la stabilité des prix et de l'équilibre externe comme objectifs de la politique économique.

## II. LA BANQUE CENTRALE ET LES MARCHÉS FINANCIERS

Lorsqu'on cherche à préciser le rôle de la banque centrale, il est normal d'indiquer d'abord la place qu'elle occupe dans le fonctionnement des marchés financiers. Les pouvoirs accordés à une banque centrale lui permettent habituellement d'influencer le taux d'expansion du système bancaire, d'agir comme prêteur en dernier ressort des banques et autres agents du marché monétaire, et de remplir auprès de l'État les fonctions de banquier et de gérant de la dette publique; ce qui la place donc au coeur même du système financier et en fait une institution orientée vers les marchés. Il est donc naturel qu'elle s'intéresse au bon fonctionnement des marchés financiers. C'est par leur entremise que la politique monétaire exerce ses effets sur l'économie et que l'épargne de la collectivité est acheminée vers ceux qui sont en mesure de la faire fructifier. Dans un monde où la pénurie de capitaux est devenue presque permanente, il est particulièrement important de veiller au bon fonctionnement du marché financier.

C'est surtout en conduisant avec habileté ses opérations journalières que la banque centrale peut contribuer à la fluidité du marché des capitaux. Il n'existe aucune règle précise à suivre dans ce domaine.

La banque centrale doit, en tout premier lieu, être très sensible au comportement du marché, si elle veut pouvoir y intervenir sans produire d'effets néfastes et pouvoir réagir efficacement dès que des facteurs saisonniers ou autres risquent de perturber un secteur du marché. Cette sensibilité ne peut s'acquérir que par l'expérience et elle doit être entretenue par un courant continu de renseignements, puisés dans des rapports quotidiens avec les nombreux agents du marché financier.

Cette compétence de la banque centrale sur le plan des marchés financiers est particulièrement précieuse, non seulement pour elle dans la conduite de ses opérations, mais encore pour le gouvernement, lorsqu'il s'agit de la mise au point de ses politiques financières et de la gestion de la dette publique. Dans les cas où cette connaissance professionnelle du marché s'allie à une réelle compétence en matière d'analyse économique, la banque centrale est en mesure de collaborer pleinement et très utilement à l'élaboration de la politique économique générale.

Quant au rôle traditionnel des banques centrales, celui de prêteur en dernier ressort et de pourvoyeur ultime de liquidités en cas de crise financière, nous en avons, fort heureusement, peu entendu parler ces derniers temps; il s'agit, cependant, d'un rôle que les banques centrales ne peuvent se permettre d'oublier. Il n'est pas exclu, en effet, que puissent se produire de nouveau des situations où la confiance dans nos institutions financières risquerait de se détériorer rapidement - les causes pouvant,

d'ailleurs, être bien différentes à l'avenir de ce qu'elles ont été dans le passé. Dans maints pays, se sont développés des établissements qui ressemblent fort à des banques, en ce sens qu'ils obtiennent des fonds du public en échange de leurs propres engagements à court terme, pour prêter ou placer ensuite ces fonds à long terme. Non seulement ces établissements ne peuvent généralement compter sur un prêteur attitré en dernier ressort, mais ils ne sont pas toujours assujettis aux mêmes normes de surveillance, d'inspection et de liquidité que les banques. La banque centrale doit être à l'affût de tout ce qui pourrait compromettre la confiance dans le régime du crédit, que les établissements en cause soient ou non affiliés au système de réserve qui dépend d'elle. La banque centrale ne peut pas s'en désintéresser sous prétexte que la loi ne lui a conféré directement aucun pouvoir ni aucune responsabilité en la matière. Un élément important du rôle de la banque centrale consiste précisément à limiter les effets nocifs que des perturbations soudaines pourraient avoir sur les marchés financiers et à prévenir le développement de situations financières critiques. On conçoit même que la liquidité de certaines catégories d'établissements puisse se détériorer au point d'inspirer à la banque centrale des inquiétudes qui l'amènent à modifier temporairement la mise en oeuvre de sa politique monétaire.

La bonne qualité des crédits, étroitement liée aux problèmes que je viens d'évoquer, est, à mon avis, une des questions que les banques centrales et les autres autorités monétaires, à travers le monde, n'arrivent pas toujours à résoudre facilement. Dans une certaine mesure, la santé du crédit est fonction

de la conjoncture économique; ainsi, par exemple, des crédits tout-à-fait sains en période de prospérité peuvent se détériorer rapidement dès que la situation devient moins favorable. Il y a d'ailleurs un autre facteur. Toute période d'expansion soutenue de l'économie entraîne un développement notable de l'encours du crédit et comporte par là même le risque que soient atténuées les normes en vigueur. Parfois, des crédits sont utilisés pour financer des positions plutôt précaires, ou même essentiellement spéculatives, ou encore sont consentis à des entreprises dont la capitalisation est nettement insuffisante; parfois, des capitaux à court terme sont affectés à des emplois qui exigent normalement des emprunts à long terme. Certes, même si elle est consciente de ces risques, la banque centrale peut difficilement empêcher le développement des crédits nécessaires à une saine expansion économique, sous le seul prétexte qu'une partie de ces crédits pourrait en dernière analyse ne pas être utilisée à bon escient. Elle ne doit jamais oublier, cependant, qu'il serait malsain de promouvoir l'aisance du crédit au point où la détérioration de celui-ci aurait tendance à se développer. Elle doit tout mettre en oeuvre pour rappeler à ceux qui accordent des crédits la nécessité d'être prudents et pour encourager les investisseurs - même, et peut-être surtout, en période de grande prospérité - à toujours apporter beaucoup de soin et de discernement dans l'appréciation des risques du crédit.

### III. LES MÉCANISMES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Permettez-moi maintenant de faire quelques observations au sujet des mécanismes de la politique monétaire.

La politique que poursuit la banque centrale sur les marchés financiers, comme d'ailleurs le bon fonctionnement de tout le système financier lui-même, ne sont pas des objectifs ultimes, mais plutôt intermédiaires. Ce qui importe, en dernière analyse, ce sont la production, l'emploi et le niveau de vie. Les banques centrales doivent donc accepter pour leur gouverne certaines hypothèses de travail concernant la nature de leur influence sur le niveau de l'activité économique. Il s'agit d'un domaine où les avis sont partagés. Certaines banques centrales concentrent leur attention sur le système bancaire, parce qu'elles y voient la principale source d'instabilité monétaire. Elles essaient dans ce cas de suivre attentivement l'évolution des prêts et des dépôts bancaires, ou encore de la masse monétaire. Pour ma part, comme je viens d'un pays où l'on trouve, à côté des banques, de nombreux intermédiaires financiers et d'autres emprunteurs qui émettent des titres de créance dont la liquidité est loin d'être uniforme, il me paraît utile, sur la plan pratique, de considérer que l'influence de la banque centrale se fait d'abord et surtout sentir sur les conditions générales du crédit, c'est-à-dire sur le coût et la disponibilité de l'argent.

Par ses opérations sur le marché financier, la banque centrale est, à mon avis, en mesure d'exercer une influence pénétrante sur l'ensemble des



conditions du crédit. Elle peut affecter directement le taux de croissance du système bancaire - des prêts et des liquidités bancaires, comme des dépôts du secteur privé dans les banques. Lorsque la banque centrale encourage le secteur privé à augmenter ses disponibilités monétaires, le développement des établissements financiers para-bancaires s'en trouve facilité. A mesure que se développent les ressources des banques et des autres intermédiaires financiers et que le public affecte ses disponibilités monétaires à des emplois liquides, on constate une tendance à la baisse des taux d'intérêt et une plus grande aisance du crédit dans l'ensemble du système. En revanche, lorsque la banque centrale adopte une politique restrictive, les taux d'intérêt ont tendance à monter et la disponibilité du crédit dans l'ensemble du système financier tend à diminuer.

La conjoncture du marché financier influe, dans une certaine mesure, sur les décisions de ceux qui envisagent d'affecter leurs fonds à l'achat de biens et de services, qu'il s'agisse de ceux qui désirent emprunter ou de ceux qui ont à décider s'ils doivent se porter acquéreurs d'avoirs financiers ou de biens et de services. Ces décisions affectent à leur tour la production, l'emploi et les prix; les décisions d'emprunter ou d'investir à l'étranger sont aussi influencées par l'évolution de la conjoncture du crédit.

Voilà, très schématiquement, comment, à mon avis, la banque centrale peut influencer le comportement de l'économie. Ce n'est là, qu'une des nombreuses façons dont on peut concevoir le processus monétaire et l'impact

des opérations de la banque centrale. D'ailleurs, quelle que soit la façon dont on envisage le sujet, un fait demeure indéniable: c'est que l'incidence des interventions de la banque centrale sur les conditions du crédit, puis la répercussion de ces conditions sur l'évolution des dépenses, de l'emploi, de la production, du niveau des prix et de la balance extérieure, s'effectuent suivant des modalités très complexes. Il serait souhaitable que nous possédions des renseignements très précis sur l'ampleur et l'enchaînement de toutes ces réactions; seules des études empiriques et des recherches poussées, portant sur des statistiques plus complètes et plus actuelles que celles dont nous disposons présentement, pourront satisfaire ce désir.

Tous ceux qui ont des responsabilités en matière de politique économique ont d'ailleurs à faire face à un problème analogue. Pour que les décisions prises dans le cadre d'une politique influencent l'activité économique de la façon désirée, ceux qui élaborent cette politique doivent pouvoir tabler sur une connaissance exacte de la situation et des principales forces qui conditionnent l'évolution économique. Toute décision de modifier la politique en vigueur devrait être précédée d'une analyse de la situation courante et d'une appréciation de la façon dont l'économie serait susceptible d'évoluer à défaut de cette décision. Bref, une bonne politique suppose une bonne documentation et de bonnes méthodes de prévision.

Il n'est guère possible de mettre en oeuvre une politique économique rationnelle si l'on n'a pas une connaissance précise des faits et si l'analyse qui lui sert de base n'est pas très sûre ou, encore, si l'on n'est pas en mesure

d'envisager l'avenir avec confiance. Je dois bien avouer que, sous ce rapport, les banques centrales, comme d'ailleurs tous ceux qui doivent élaborer des politiques économiques, me semblent parfois plutôt démunies. Il y a de nombreux aspects du comportement de l'économie que nous connaissons très mal. Nous avons toutes les raisons de vouloir obtenir des renseignements plus détaillés et plus à jour, de chercher à mieux les comprendre et à développer nos facultés de prévision. D'importantes ressources sont affectées à la recherche économique dans le monde - par les banques centrales, les administrations publiques, les organismes internationaux, les universités et d'autres encore - et nous pouvons compter que notre connaissance et notre compréhension des divers facteurs économiques feront à l'avenir des progrès constants. L'accord est, en effet, loin d'être fait sur les points suivants: comment, dans quelle mesure et dans quels délais les opérations de la banque centrale influent-elles sur la production, l'emploi, les prix et la balance des paiements. A regret, il faut parfois prendre des décisions sans pouvoir en mesurer d'avance toutes les conséquences. Le mieux que la banque centrale puisse faire en l'occurrence c'est d'adopter provisoirement, comme hypothèse de travail, la conception des mécanismes monétaires qui, sur le plan pratique, lui semble la plus conforme aux faits. Dans la mise en oeuvre de sa politique, la banque centrale doit pouvoir se faire une opinion précise de la nature des principaux dangers auxquels l'économie est exposée et être prête à modifier cette opinion à la lumière de tous nouveaux renseignements qu'elle pourrait recueillir.

De nombreux économistes, découragés par le manque de connaissances précises auquel j'ai déjà fait allusion et se méfiant en principe du jugement des

banques centrales, soutiennent que la mise en oeuvre de la politique monétaire ne devrait plus être discrétionnaire. A titre de solution, ils suggèrent l'adoption de règles et de critères précis pour la conduite des opérations monétaires. Ils croient que les banques centrales, en tentant d'atténuer les fluctuations à court terme de la demande, risquent de produire à la longue des effets plutôt défavorables. Les plus extrémistes voudraient que les banques centrales adoptent une règle très simple, d'application presque automatique: par exemple, que la masse monétaire, une fois définie, soit augmentée d'une année à l'autre, ou même d'un trimestre à l'autre, d'un pourcentage déterminé à l'avance. Je dois avouer qu'à mon avis ces propositions manquent de réalisme - et je crains qu'il ne soit pas possible de cerner ainsi la vie économique dans toute sa complexité et de la représenter par une ou deux formules aussi simples. La banque centrale a la responsabilité de prévenir le développement de conditions financières critiques, qui pourraient compromettre le bon fonctionnement du système financier. Par suite d'un changement brusque du comportement des investisseurs dans leur recherche de la liquidité, la banque centrale peut, parfois, se trouver dans l'obligation de réagir d'une façon qui provoque, à court terme, une variation importante des disponibilités. Je crois, cependant, qu'il convient de prendre en considération une opinion souvent exprimée, selon laquelle les banques centrales devraient éviter toutes réactions excessives aux variations temporaires et de moindre importance des pressions de la demande par rapport au

potentiel de production de l'économie et qu'elles devraient plutôt viser à utiliser la politique des crédits pour aider à prévenir des crises plus sérieuses ou prolongées de sous-emploi ou de surchauffe de l'économie.

Nul doute qu'avec le temps la recherche de normes précises pour l'élaboration des politiques vaudra aux banques centrales une meilleure connaissance des faits et une meilleure compréhension de l'incidence de leurs opérations sur les divers secteurs de l'économie. Espérons que des recherches empiriques nous permettront de découvrir la nature des rapports qui existent entre les divers facteurs en jeu. Je n'en demeure pas moins convaincu qu'en dernière analyse, après que les ordinateurs auront dit leur dernier mot, il faudra continuer de s'en remettre, pour de nombreuses décisions, au jugement des banques centrales.

#### IV. LES RAPPORTS ENTRE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LES POLITIQUES PUBLIQUES D'ORDRE ÉCONOMIQUE

Les dirigeants des banques centrales en sont progressivement venus à la conclusion, au cours des quelque trente dernières années, que leurs responsabilités ne devaient pas se confiner à la gestion de la monnaie, mais devaient tenir compte de la façon dont la politique monétaire s'agence avec les autres politiques économiques, en vue d'assurer la réalisation des grands objectifs économiques de la collectivité. Si l'intérêt s'est ainsi déplacé, c'est en partie grâce à la riche expérience que les banques centrales ont accumulée tout au cours de ces années; c'est en partie aussi le résultat du développement de la

pensée et des connaissances en matière d'économie. Cette évolution a été encouragée, d'ailleurs, par les examens minutieux qu'on a entrepris, dans plusieurs pays, des mécanismes du système financier. En partie, cependant, elle résulte du fait que, dans la plupart des pays, le gouvernement a assumé des responsabilités considérablement accrues, surtout depuis la dernière guerre, afin d'assurer la réalisation d'objectifs économiques bien précis, notamment le maintien d'un haut niveau d'emploi et d'un standard de vie toujours plus élevé pour toutes les classes de la société. Cette évolution s'est accompagnée d'un accroissement massif des dépenses publiques et des impôts, à tel point que, dans la plupart des pays du monde occidental, 30% et plus de la dépense nationale sont imputable à l'État ou passe par ses caisses sous forme de prestations sociales.

Par suite de cette expansion du secteur public, les décisions gouvernementales en matière de dépenses, d'impôts et de gestion de la dette publique ont aujourd'hui une influence profonde sur le comportement de l'économie. Depuis quelques années, on s'intéresse de plus en plus à la façon dont s'exerce cette influence. Je crois - et j'espère que je ne me montre pas là trop optimiste - qu'au cours des dernières années on s'est rendu progressivement compte que la politique monétaire n'est qu'un des éléments de la politique économique générale et que les chances de réaliser les objectifs économiques de la nation dépendent très largement d'un judicieux dosage de la politique monétaire et des autres éléments qui font partie intégrante de la politique économique.

La politique monétaire n'étant qu'une des politiques publiques de caractère économique, ses grands objectifs doivent être en accord avec ceux

de la politique générale du gouvernement. Dans la plupart des pays, on s'accorde pour inclure parmi ces objectifs un haut niveau de l'emploi et la stabilité interne et externe de la monnaie. Depuis quelques années, on attribue une importance spéciale à la croissance de l'économie et à la hausse du niveau de vie. Cet intérêt pour la croissance a eu pour heureux résultat de concentrer l'attention sur les politiques susceptibles d'augmenter la production économique par des mesures affectant l'offre plutôt que la demande, notamment par des politiques qui visent à accroître la mobilité des ressources ou à augmenter la qualité de la main-d'oeuvre et la compétence des directions. Nous avons cru trop longtemps, à cause sans doute de nos souvenirs des années 30, que le fait de maintenir la demande monétaire à un niveau satisfaisant était la marque d'une bonne politique économique. Certes, une demande adéquate est une condition essentielle de la bonne tenue de l'économie, mais c'est loin d'être la seule. Grâce à une évolution particulièrement encourageante de ces dernières années, les gouvernements sont mieux disposés à reconnaître l'importance des "politiques de l'offre", y compris la politique commerciale et tarifaire - toutes ces politiques pouvant jouer un rôle vital lorsqu'il s'agit de freiner la hausse des prix ou d'améliorer le taux de croissance.

De par leur nature même les " politiques de l'offre " sont essentiellement des politiques à très long terme et ne peuvent être modifiées rapidement. Sans doute est-il très souhaitable qu'on n'en néglige jamais l'importance exacte lorsqu'il s'agit de faire un "dosage" des différentes politiques et faut-il s'assurer qu'elles forment avec l'ensemble des autres politiques publiques un tout homogène, mais c'est surtout en matière de politiques monétaire et fiscale et de gestion de la dette publique que se posent, de la façon la plus immédiate et la plus constante,

les problèmes de coordination. C'est là un sujet qu'on a traité avec un brio remarquable à cette tribune l'an dernier et je n'entends pas le reprendre aujourd'hui. Je voudrais plutôt soulever certains problèmes d'ordre pratique qui se posent dès qu'on tente de coordonner les politiques monétaire et fiscale.

A moins de manquer de réalisme, la banque centrale doit bien reconnaître que, de temps à autre, certains facteurs ont naturellement tendance à contrecarrer la réalisation d'un équilibre optimal entre les politiques monétaire et fiscale. La politique fiscale est parfois influencée par des considérations bien différentes des considérations d'ordre économique général qui intéressent au premier chef la politique monétaire. Toute modification des impôts et des dépenses gouvernementales a des effets directs et variés sur différents groupes au sein de l'économie et est, par conséquent, sujette à de nombreuses pressions. Même si l'on admet assez facilement en théorie que la politique fiscale doit viser à stimuler l'économie en période de sous-emploi des ressources (par exemple, en réduisant les impôts), et doit au contraire chercher à freiner l'économie lorsque se manifestent des signes de surchauffe (par exemple, en augmentant les impôts), il semble que le premier remède ait de meilleures chances d'être utilisé efficacement que le second. Dans la mesure où l'on n'a pas eu suffisamment recours à la politique fiscale, en période de surchauffe, la politique monétaire se voit chargée d'un fardeau supplémentaire et, ce qui est beaucoup plus regrettable, l'objectif n'est que partiellement réalisé.

Une raison purement technique explique d'ailleurs que cette situation se présente si souvent. C'est que dans la plupart des pays les gouvernements



ne soumettent normalement leurs programmes de dépenses qu'une fois par an et que le taux des impôts est fixé par le législatif à cette occasion. D'un budget à l'autre, si l'on a sous-estimé la tâche à accomplir ou si la conjoncture prend une tournure inattendue, c'est sur la politique monétaire que retombe trop souvent le lourd fardeau de combler cette lacune.

La synchronisation des politiques monétaire et fiscale est particulièrement difficile à réaliser dans les états fédéraux. Une large tranche des dépenses publiques est souvent du ressort des gouvernements régionaux, qui, lorsqu'il s'agit de la mise en oeuvre de leurs pouvoirs fiscaux, ne se sentent pas obligés au même titre que le gouvernement central de tenir compte de la situation d'ensemble de l'économie nationale. Dans les cas où les gouvernements régionaux assument une large part des dépenses publiques, le gouvernement central peut tenter d'obtenir leur collaboration, mais il est évident que même dans ces conditions il est relativement difficile d'assurer un "dosage" parfait des politiques.

A mon avis, l'expérience générale semble indiquer que dans la plupart des situations où la politique nationale vise à freiner l'économie et à empêcher la demande monétaire globale de croître plus vite que la capacité réelle d'expansion de l'économie, il y a tendance à rejeter sur la politique monétaire une part démesurée du fardeau. C'est là une des principales conclusions de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier au Canada. Dans son rapport publié en 1964, elle écrit:

"La politique monétaire ne saurait tout faire à elle seule, sans risquer de provoquer une évolution déraisonnable des conditions de crédit; des considérations d'ordre international peuvent, d'ailleurs, empêcher parfois qu'on l'utilise à fond."

Voilà une opinion que la plupart des banques centrales endosseraient; on en trouve, d'ailleurs, un exemple frappant, à l'heure actuelle, dans la plupart des grands pays industrialisés. C'est sur la politique monétaire qu'est retombée de nouveau, en grande partie, la lourde tâche de freiner les tendances inflationnistes qui se sont manifestées; les taux d'intérêt ont, en conséquence, atteint des niveaux très supérieurs à tous ceux qu'avait connus notre génération. Dans plusieurs pays, les besoins financiers des gouvernements ont augmenté les pressions que subissaient déjà les marchés financiers. Il semble clair qu'un "dosage" différent des politiques eut, en l'occurrence, mieux réussi à contenir les tensions inflationnistes.

Il y a bien d'autres facteurs à considérer ici que le malaise fort compréhensible des dirigeants des banques centrales, obligés d'exploiter démesurément les ressources de la politique monétaire. Il faut bien se rappeler d'abord que toute modification des conditions du crédit ne touche pas de la même façon tous les secteurs de la collectivité. Les grandes sociétés semblent, en général, ressentir plus tard et moins durement que les petits emprunteurs le resserrement du crédit. Elles ont, dans bien des cas, d'importantes liquidités, et peuvent plus facilement faire appel au marché financier lorsque les banques se montrent réticentes. D'ailleurs, la facilité avec laquelle les différentes catégories d'emprunteurs peuvent s'adresser aux marchés financiers à l'étranger,

ou au marché de l'euro-dollar, varie, semble-t-il, selon les pays; d'autre part, la réaction des divers secteurs de l'économie à l'évolution de la conjoncture du crédit présente aussi de nombreuses différences. La construction de logements est particulièrement susceptible d'être affectée. A part toutes ces inégalités, il y a le risque réel qu'une confiance excessive dans la politique monétaire puisse aboutir à des conditions financières si onéreuses qu'elles gêneraient le fonctionnement de tout le système financier ou, en tout cas, entraveraient l'acheminement normal des capitaux vers des emplois productifs par l'entremise du marché de l'argent et du crédit.

Deux observations d'ordre général résumeront cette partie de ma causerie. La première c'est qu'il ne faut pas pousser à l'extrême la politique monétaire, parce que son incidence sur certains secteurs de l'économie est plus directe et plus brutale que sur d'autres. Elle doit être plutôt renforcée par d'autres politiques et, grâce à une coordination appropriée, former avec elles une politique économique générale qui permette de réaliser tout un ensemble d'objectifs connexes. Ma seconde observation, c'est qu'on ne peut juger dans l'absolu si une politique monétaire est pertinente ou non, mais seulement par référence aux autres politiques publiques mises en oeuvre pour faire face aux problèmes économiques de l'heure.

## V. LES RAPPORTS DE LA BANQUE CENTRALE AVEC LE GOUVERNEMENT

J'aborde maintenant la question des rapports entre la banque centrale et le gouvernement. Le statut juridique des banques centrales varie considérablement d'un pays à l'autre et, de toute façon, il s'agit d'un domaine où les textes

légaux reflètent rarement toute la réalité. L'histoire et les traditions, comme la personnalité des hommes en place, sont ici des facteurs importants. Les avis sont très partagés au sujet de ce que devraient être les rapports entre la banque centrale et le gouvernement, mais il est assez facile de résumer les deux opinions extrêmes. D'un côté, d'aucuns soutiennent que la banque centrale ne devrait être, tout au plus, qu'un organe technique du Trésor et qu'en régime démocratique l'indépendance de la banque centrale est inconcevable, ce régime impliquant que le gouvernement est toujours responsable devant les électeurs de tous les aspects de la politique économique du pays, y compris ceux de la politique monétaire. A l'autre extrême, on allègue qu'en raison de la fragilité de la nature humaine, il est nécessaire que le pouvoir de créer la monnaie et le pouvoir accordé au gouvernement de la dépenser soient nettement séparés, si l'on veut prévenir l'abus de l'un ou de l'autre de ces pouvoirs.

Entre ces deux extrêmes, on peut concevoir plusieurs degrés d'indépendance pour la banque centrale. Personnellement, je tiens pour particulièrement avantageux un régime où cette indépendance est suffisamment bien établie pour que la conduite des opérations de la banque soit à l'abri des considérations d'ordre politique du gouvernement et pour qu'elle soit un obstacle redoutable à toute tentative de mésuser de l'instrument monétaire. Pour ce qui a trait à la politique générale, toutefois, on considère comme inacceptable aujourd'hui, dans la plupart des pays, que la banque centrale puisse contrecarrer le gouvernement - à condition, cependant, que celui-ci soit prêt à prendre lui-même l'entière

responsabilité de toute modification de la politique monétaire qu'il pourrait exiger, en respectant une procédure propre à porter ouvertement et clairement à la connaissance du public les divers aspects de la question. Tout régime qui prévoit une indépendance ainsi définie me semble avoir l'avantage de placer à la fois la banque centrale et le gouvernement dans une position où ni l'un ni l'autre ne peuvent d'aucune façon répudier leurs responsabilités quant à la politique monétaire mise en oeuvre.

Au Canada, où, comme vous le savez, nous avons eu nos difficultés à ce sujet, la banque centrale fonctionne, depuis plusieurs années déjà, dans des conditions analogues à celles que je viens de décrire et je crois pouvoir dire qu'elles se sont, en général, avérées pratiques. Le Parlement canadien a été saisi récemment d'un projet portant amendement de la loi sur la Banque du Canada et visant à bien établir juridiquement, dans cette optique, la nature des rapports entre la Banque et le gouvernement. Il y est prévu expressément que la politique monétaire doit, comme c'est déjà le cas d'ailleurs, faire l'objet de consultations suivies entre le gouvernement et la Banque. S'il advenait qu'un désaccord ne puisse être réglé à leur mutuelle satisfaction, le gouvernement pourra, après de nouvelles consultations et en suivant les formalités prévues dans la loi, remettre à la Banque une directive lui indiquant la politique monétaire qu'elle devra suivre. Toute directive de cette nature devra être donnée par écrit, en termes très précis, et ne sera valable que pour une période déterminée. Elle devra en outre être rendue publique. L'amendement en question ne laisse donc aucun doute quant à la responsabilité du gouvernement

en matière de politique monétaire et prévoit à cette fin des dispositions spéciales. Mais la banque centrale n'en est pas pour autant relevée de ses responsabilités concernant la politique monétaire et sa mise en oeuvre. On peut donc présumer que si le gouverneur recevait une directive lui demandant de poursuivre une politique monétaire qu'il ne pourrait, en toute honnêteté, considérer comme étant dans l'intérêt national, il démissionerait, après s'être assuré que toute la question a été clairement portée devant l'opinion publique.

Toutefois, comme je l'ai déjà précisé, je ne crois pas que, dans la plupart des pays, la place occupée par la banque centrale dans l'ensemble des services officiels soit strictement déterminée par les dispositions législatives qui la régissent. En dernière analyse, l'influence de la banque centrale sur la politique économique repose principalement sur le prestige de la banque, prestige qu'elle doit surtout au fait que l'expérience a confirmé dans le passé l'objectivité et le bien-fondé de ses avis et la compétence de ses services. Cette influence est aussi liée à la façon dont la banque centrale contribue à une meilleure compréhension dans le grand public des questions économiques et financières - en analysant, avec clarté, les forces complexes qui affectent sans cesse l'économie, ou encore en exposant la logique interne de la politique mise en oeuvre par elle.

VI. LA STABILITÉ DES PRIX, OBJECTIF DE LA  
POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Au cours des deux dernières décennies, la plupart des pays ont éprouvé des difficultés sérieuses à maintenir les prix à des niveaux raisonnablement stables. Non seulement des hausses soudaines de prix ont-elles été enregistrées dans les périodes où l'économie était nettement surchauffée, mais les prix ont presque toujours eu tendance à monter, même lorsque la capacité de production était sous-utilisée. Cette évolution a été favorisée en quelque sorte par les théoriciens de l'économie moderne, qui attachent une très grande importance au maintien de la demande, considérée par eux comme facteur essentiel de la bonne tenue de l'économie, et par le rôle de plus en plus important des gouvernements, qui, par leurs programmes de sécurité sociale et par d'autres dispositions, contribuent dans une très large mesure à soutenir le niveau de la consommation. Le haut niveau des revenus a donné naissance à un courant important d'épargne, mais la persistance des tensions inflationnistes dans plusieurs régions du monde, y compris les plus prospères, nous rappelle constamment que cette épargne risque de ne plus suffire aux besoins. La croissance démographique et l'augmentation des revenus entraînent des besoins considérables de capitaux pour le développement de l'agriculture et des richesses naturelles; même dans les pays les plus fortement industrialisés, les besoins ne peuvent que continuer à s'accroître, notamment pour le développement de l'infrastructure générale et de l'enseignement, ou encore pour l'exploitation rationnelle, au bénéfice

de la société, des techniques modernes de production sur une grande échelle. A tout cela il faut ajouter les énormes besoins en capitaux des pays en voie de développement.

J'ai rappelé, il y a quelques instants, que dans la plupart des pays on retient parmi les objectifs économiques nationaux un haut niveau de l'emploi, la stabilité des prix, l'équilibre de la balance des paiements et l'amélioration constante du standard de vie. On a beaucoup discuté ces dernières années la question de savoir s'il est possible en fait de poursuivre simultanément tous ces objectifs ou si certains compromis ne s'imposent pas. Je n'entreprendrai pas aujourd'hui d'apporter un supplément à la volumineuse et savante documentation qui existe sur ce sujet, mais je voudrais faire une ou deux observations, dont le ton, je le crains, paraîtra peut-être un peu dogmatique à quelques-uns.

La question que l'on soulève le plus souvent est de savoir s'il y a conflit entre le maintien d'une stabilité raisonnable des prix et un haut niveau d'activité économique; en d'autres termes, n'y aurait-il pas lieu de sacrifier parfois la stabilité de la valeur de la monnaie, au profit de l'expansion économique. Quant à moi, je crois qu'il est plus pertinent et plus pratique de se demander si une croissance économique maximale et soutenue serait possible malgré des hausses importantes de prix.

Les points de vue que les dirigeants des banques centrales ont exprimés, de temps à autre, dans toutes les parties du monde, au sujet des tensions inflationnistes ont apparemment fourni l'occasion à certains auteurs



de prétendre qu'en général nous nous alarmons plus facilement devant la menace d'inflation que devant la perspective d'un haut niveau de chômage. Je tiens à m'inscrire en faux contre cette accusation. Je ne vois pas ce qui pourrait autoriser personne à croire que les dirigeants des banques centrales sont obsédés par l'inflation et sont déterminés à maintenir la stabilité des prix sans se soucier des conséquences pour la production réelle et le chômage. J'ajouterai même que ce qui différencie véritablement les dirigeants des banques centrales de ceux que l'inflation ne préoccupe pas, c'est la façon dont les uns et les autres envisagent le résultat auquel aboutira à la longue toute économie où l'on tolère une certaine dose d'inflation, qu'elle soit rampante ou accélérée. Il est fort possible qu'à la faveur d'une hausse des prix, la production réelle augmentera pendant quelque temps. Mais les autorités publiques ont l'obligation de regarder plus loin. S'il devenait notoire, sans même qu'on l'ait admis explicitement en haut lieu, que la politique nationale envisage de laisser monter les prix indéfiniment, disons de 3% par an, tous les membres de la société, y compris les épargnants, tenteraient, par les moyens dont ils disposent sur le plan économique et politique, de se protéger contre cette dépréciation de la monnaie. L'effet stimulant de la hausse annuelle des prix, de l'ordre de 3% dans le cas envisagé, se dissiperait vite et de nouvelles pressions s'exerceraient en vue de promouvoir l'expansion par des mesures supplémentaires. Celles-ci provoqueraient une augmentation des prix à un rythme plus rapide que le 3% jugé "acceptable" au départ. La politique qu'il faudrait mettre en oeuvre pour maintenir la hausse

en deça de cette limite serait vite considérée comme "déflationniste"; on se rendrait bientôt compte, d'ailleurs, qu'elle peut provoquer autant de problèmes que les politiques auxquelles on avait eu recours antérieurement pour prévenir l'inflation. Où s'arrêtera alors ce processus? N'aboutira-t-il pas à des hausses de prix de plus en plus considérables, qui impliqueraient une injustice de plus en plus grave - les membres de la société ne pouvant pas tous se protéger de la même façon contre l'inflation - et qui se solderaient à la longue par une dislocation sérieuse de l'économie.

Il est inquiétant de voir certains économistes tenir pour acquis que tout le monde peut s'adapter à l'inflation, alors même que d'autres s'emploient à déterminer le "coût" de certaines inflations dans le passé, afin de le comparer au coût du "manque à produire" attribuable au chômage en d'autres périodes. Cette méthode semble supposer qu'un régime d'inflation peut, à la longue, donner de meilleurs résultats. Or, je ne crois pas que ce soit le cas.

Ce qu'il faudrait, me semble-t-il, ce n'est pas déterminer jusqu'à quel point on peut tolérer l'inflation, mais tout mettre en oeuvre pour découvrir le moyen de faire fonctionner l'économie à un rythme satisfaisant, sans hausse du niveau des prix. Il semble bien que nous ayons beaucoup à apprendre sur la possibilité de bénéficier d'une économie prospère sans hausse de prix. Mais je ne suis pas prêt à abandonner tout espoir. Notre cause n'est pas nécessairement perdue, même si dans le passé, surtout lorsque l'emploi

était à un haut niveau, nous avons eu trop souvent à déplorer la montée des prix à un rythme inacceptable. Des politiques visant à accroître la mobilité de nos ressources et à améliorer la qualité de la main-d'oeuvre et la compétence des directions peuvent contribuer à la stabilité des prix en développant la productivité. Il peut même être nécessaire d'adopter des politiques visant spécifiquement à aligner l'augmentation des revenus sur celle de la productivité et à limiter le pouvoir, sur les marchés, de certaines positions monopolistiques, si nous voulons que soient réalisés simultanément les deux grands objectifs que sont un haut niveau de l'emploi et la stabilité des prix. Voilà un problème particulièrement épineux et difficile à résoudre. On allègue parfois, et il s'agit là d'un argument de poids, que si les politiques monétaire et fiscale réussissent à prévenir le développement d'une demande excessive, une politique des revenus et des prix n'est plus nécessaire; que si, au contraire, elles n'y parviennent pas, la politique des prix s'effritera d'elle-même. On ne connaît d'ailleurs que peu de cas où il est manifeste qu'une politique des revenus a pu résister avec un réel succès à un test rigoureux. Mais le grand principe qui sert de base à la politique monétaire, tout comme à la politique fiscale et aux autres politiques visant directement à influencer le niveau de la demande globale, c'est que si la demande n'est pas excessive, la concurrence au sein de l'économie assurera une stabilité raisonnable des prix. D'autre part, si l'on ne peut être assuré que, grâce aux forces concurrentielles

de l'économie, les progrès techniques réalisés dans les méthodes de production se reflèteront sur la politique des prix pratiquée par les industriels et que les pressions pour l'augmentation des revenus pourront être contenues dans des limites raisonnables - c'est-à-dire en deça de ce que l'économie peut réellement offrir sous forme de biens et de services à des prix raisonnablement stables - il faudra, cela va sans dire, mettre en oeuvre des mesures supplémentaires. Ces dispositions particulières ne sauraient, toutefois, remplacer des politiques de portée générale, lorsqu'il s'agit de contenir le développement de la demande monétaire globale dans des limites qui ne dépassent pas la capacité réelle d'expansion de l'économie. Mais l'expérience de plusieurs pays semble suggérer que les politiques monétaire et fiscale ont besoin d'être renforcées, par des moyens susceptibles de mobiliser la force de l'opinion publique en faveur d'un comportement non inflationniste de la part de tous ceux qui sont en mesure de déployer sur les marchés une influence prépondérante.

## VII. L'ÉQUILIBRE EXTERNE, OBJECTIF DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Je passe maintenant, avant de conclure, des problèmes de la stabilité monétaire à ceux de l'équilibre externe. Il est évident qu'il y a une relation étroite entre ces problèmes. Ainsi, par exemple, dès que les autorités d'un pays permettent une trop forte dévaluation interne de la monnaie, elles risquent de provoquer une baisse de sa valeur à l'étranger. La banque centrale est donc directement intéressée dans les deux cas.

Aux beaux jours de l'étalon-or, les banques centrales réussissaient à maintenir la valeur extérieure de leur monnaie avec des réserves très modestes d'or et de devises. Les mouvements de capitaux entre pays étaient très sensibles aux changements des taux de l'escompte et aux resserrements du crédit provoqués par d'autres causes. Sans doute, les ajustements qui en résultaient avaient-ils parfois des effets néfastes sur l'économie du pays, c'est-à-dire sur le niveau de l'emploi, de la production et des prix, mais on considérait tout cela comme conforme aux règles du jeu.

La situation est aujourd'hui bien différente. En plus de la stabilité du change, les gouvernements de nos pays, soutenus en cela par l'opinion publique, se sont fixé plusieurs objectifs, en particulier un haut niveau de l'emploi et un rythme soutenu d'expansion économique. La banque centrale, comme je l'ai déjà signalé, est l'un des instruments qui permettent d'atteindre les grands objectifs économiques de la collectivité. Certes, la sauvegarde de la valeur externe de la monnaie doit continuer d'intéresser souverainement la banque centrale, mais ne saurait être aujourd'hui pour elle un objectif exclusif. La banque centrale doit au contraire chercher à réaliser au mieux la coordination de la politique monétaire et des autres politiques, en vue d'assurer non seulement l'équilibre de la balance des paiements, mais la réalisation des autres objectifs de la politique économique.

Depuis la fin de la dernière guerre, nous avons en fait consacré une bonne partie de nos efforts à créer un appareil institutionnel destiné surtout à

aider les différents pays à corriger les déficits de leur balance des paiements, sans qu'ils aient à prendre des mesures susceptibles de compromettre la prospérité nationale et internationale. Parce que les problèmes particuliers de certaines monnaies et le besoin d'améliorer le système monétaire international retiennent davantage l'attention de nos jours, peut-être sommes-nous trop enclins parfois à perdre de vue les immenses progrès accomplis dans ce domaine.

Le Fonds Monétaire International se situe au coeur même de ce système de collaboration. Il a solidement établi comme principe que le niveau des taux de change était réellement une question d'intérêt international; il a rédigé un code d'éthique à suivre en matière de change; il a aussi mobilisé d'importantes ressources financières, dans le but d'aider ses membres à faire face à des déficits temporaires de la balance des paiements et de leur donner ainsi le temps de prendre, au besoin, des mesures de redressement. Les Accords Généraux d'Emprunts du Fonds Monétaire ont permis d'assurer la disponibilité d'importantes sommes supplémentaires pour parer aux situations qui pourraient menacer le système monétaire international; ils fournissent, en outre, aux principaux pays industrialisés un lieu de rencontre, tout comme au Fonds lui-même et à l'OCDE, pour examiner en toute franchise et dans les moindres détails les problèmes de liquidité internationale et les ajustements qui s'y rattachent, ainsi que les répercussions des politiques nationales sur les autres pays. Ajoutons que la collaboration traditionnelle entre les banques centrales des principaux pays industriels s'est considérablement développée. Orientées

vers les marchés et conscientes de leurs responsabilités professionnelles en matière de change, les banques centrales se sont montrées capables de prendre très rapidement, au besoin, d'importantes mesures pour supporter les monnaies exposées à des pressions spéculatives et pour maintenir la stabilité des cours en période de crise. Grâce au leadership du Système Fédéral de Réserve et à la précieuse collaboration de la Banque des Règlements Internationaux, tout un réseau d'ententes bilatérales concernant les portefeuilles-devises et de facilités de crédit réciproques (swaps) a été mis sur pied par les principales banques centrales. Il s'agit là évidemment de facilités essentiellement à court terme. En accordant ces crédits, les banques centrales peuvent difficilement imposer des conditions aux banques qui bénéficient de leur aide, puisque les redressements nécessaires sont plutôt du ressort des gouvernements que des banques centrales. Ces crédits ne peuvent donc pas être considérés comme des sources de financement à moyen ou à long terme des déficits externes. Ils donnent, cependant, aux pays bénéficiaires le temps nécessaire à la mobilisation de crédits à moyen terme, auprès du Fonds Monétaire International ou ailleurs, et leur permettent de mettre en oeuvre les mesures correctives qui s'imposent.

Le développement impressionnant des dispositifs de collaboration internationale n'élimine évidemment pas la nécessité pour les pays de prendre de temps à autre des mesures internes spéciales pour corriger tout déséquilibre de leur balance des paiements. Aucun pays ne peut, pendant une période

prolongée, mettre en oeuvre des politiques intérieures qui entraîneraient une utilisation de ressources réelles - par voie de consommation, d'investissements privés ou de programmes gouvernementaux - au delà de la capacité de production du pays, sauf le cas où les prêteurs et investisseurs étrangers sont prêts à fournir les ressources supplémentaires. Il arrive parfois que le besoin de maintenir l'équilibre extérieur limite en quelque sorte l'initiative d'un pays dans la mise en oeuvre de ses politiques internes; certains en ont conclu qu'il y avait une certaine incompatibilité naturelle entre l'expansion de l'économie nationale et l'équilibre externe - en sous-entendant qu'un pays soucieux de son expansion économique ne devrait pas se préoccuper de ses paiements extérieurs, ou encore que le volume des liquidités internationales devrait être suffisamment important pour que l'expansion des économies nationales ne risque pas d'être gênée par des considérations externes. Il s'agit là évidemment d'une illusion. Les liquidités internationales sont des créances, qui donnent droit à des biens et des services, et on ne voit pas pourquoi les pays qui fournissent leur aide seraient prêts à absorber continuellement les déficits des autres pays. Une contrepartie nécessaire des liquidités internationales, c'est le redressement des balances de paiements.

L'équilibre externe est en effet une condition essentielle de l'expansion économique interne et de l'amélioration du niveau de vie. Dans un monde qui a aussi bien réussi que le nôtre, depuis la guerre, à maintenir l'activité économique à un haut niveau, c'est une erreur sérieuse que de croire à l'incompatibilité de ces divers objectifs. Sans doute, si un pays est disposé à ne pas tenir compte



des effets de ses politiques internes sur sa balance des paiements, il jouira à court terme d'une plus grande liberté d'action. Cependant, il convient de le rappeler, les pays dont les politiques entraînent des déficits externes qui ne peuvent être couverts d'une manière soutenue, compromettent leurs chances de réaliser pleinement les objectifs qu'ils se sont fixés pour l'expansion de leur économie interne - de la même façon que s'ils ignoraient les exigences de la stabilité interne de leur monnaie.

La tâche d'harmoniser les objectifs de l'économie interne et ceux de la balance des paiements est loin d'être simple; elle exige une volonté bien arrêtée d'utiliser tous les instruments dont dispose la politique économique et d'éviter tout recours excessif à la politique monétaire. Le cas très simple d'un déficit extérieur qui serait dû à de très fortes pressions de la demande intérieure ne soulève pas le problème de l'incompatibilité des objectifs; en effet, le déficit est précisément un signal d'alarme, qui rappelle aux autorités le besoin de prendre sans retard des mesures restrictives, pour des raisons aussi bien domestiques qu'externes. En toute autre circonstance, il faut faire appel à un ensemble plus complexe de politiques. Si la balance des paiements est lourdement déficitaire, alors que la pression de la demande intérieure est plutôt modérée, que la situation de l'emploi est peu satisfaisante et que la parité de la monnaie n'est pas à un niveau injustifié, c'est que le pays a probablement besoin à la fois d'une politique fiscale stimulante, pour promouvoir l'expansion de l'économie interne, et d'une politique monétaire restrictive, pour faciliter les entrées de capitaux. Si, au contraire, le pays a une balance excédentaire,

alors que la pression de la demande sur le marché intérieur est excessive, il lui faut probablement une politique fiscale ferme, visant à freiner la demande, et une baisse des taux d'intérêt, susceptible d'encourager les sorties de capitaux. Pour relever le défi que pose la prétendue incompatibilité de certains objectifs, il faut une forte dose d'initiative, de compétence et d'habileté pour adapter les instruments aux besoins de la politique à suivre et les utiliser au mieux. Cette habileté est nécessaire non seulement dans les pays dont les comptes se soldent par des déficits, mais aussi dans ceux qui ont une balance excédentaire et qui, pour cette raison, ne se sentent pas poussés par les mêmes impératifs d'ordre financier à rechercher l'équilibre de leurs comptes.

Il est possible qu'au cours des dernières années, nous n'ayons pas fait preuve d'autant d'initiative et de détermination dans ce domaine que la situation l'exigeait. La grande confiance qu'on a mise dans la politique monétaire, en la considérant comme l'outil principal de la lutte contre l'inflation - non seulement dans des pays en forte position sur le plan des réserves, mais aussi dans des pays qui voyaient fondre leurs réserves - a empêché le rétablissement de l'équilibre des paiements internationaux et nous a valu des taux d'intérêt élevés et une forte tension sur les marchés financiers internationaux - et, par voie de conséquence, tous les inconvénients et tous les risques dont j'ai fait mention il y a quelques instants. Parmi ces risques, et ce n'est pas le moindre, il y a la menace que les fortes tensions sur les liquidités nationales et internationales puissent aboutir à une réduction importante des mouvements internationaux de

capitaux à long terme vers des emplois favorables à la production, mouvements dont le monde a si largement bénéficié au cours de la dernière décennie.

Les banques centrales ont pris une part active au cours des dernières années à de nombreuses et longues consultations, au sujet des prochaines étapes à prévoir pour l'évolution du système monétaire international. On y a recherché surtout le moyen de faire de la création des réserves une question de responsabilité internationale. Je crois que tôt ou tard il nous faudra faire un grand pas vers l'aménagement d'un dispositif pour la création de réserves par une action délibérée et collective et qu'il importe, par conséquent, de nous mettre d'accord le plus tôt possible sur la nature précise de ce dispositif. Ce qu'il nous faut rechercher, c'est le moyen de mettre plus d'ordre et de discipline dans la façon dont se constituent les réserves et d'élargir le domaine où la raison et le jugement pourraient intervenir davantage dans la détermination du montant global des réserves et de leurs variations éventuelles. Il n'y a pas lieu, à mon avis, de créer un mécanisme nouveau complètement en dehors du Fonds Monétaire pour remplir ce rôle. Il est, au contraire, essentiel de maintenir le Fonds au centre du système monétaire international. Le dispositif devra être conçu de façon à ce que les décisions à prendre reçoivent l'appui de la grande majorité des pays dont le commerce extérieur représente une bonne partie des transactions internationales et dont les devises sont largement utilisées par les autres membres du système. La forme même des nouveaux instruments de réserve est une question moins importante. Ce qui est essentiel, c'est de maintenir une souplesse d'action, de façon à pouvoir nous acheminer,

à mesure que le permettront les circonstances, vers l'élaboration d'une forme de monnaie internationale dont l'acceptation serait générale. Le montant global de ces réserves devra être placé sous contrôle collectif international et ce contrôle devra s'exercer de telle façon que les liquidités ne soient, ni rares au point d'obliger les pays qui doivent équilibrer leurs comptes internationaux à prendre des mesures de restriction dont le caractère trop déflationniste nuirait à leur économie, ni abondantes au point que les pays dont la balance est déficitaire seraient tentés de ne rien faire en dépit des tensions inflationnistes au sein de leur économie, ce qui contribuerait à propager l'inflation dans le monde. Le succès de tout nouveau dispositif sur lequel nous pourrions tomber d'accord dépendra, dans une large mesure, des efforts déployés par les dirigeants des banques centrales et leurs collègues dans les gouvernements, non seulement pour faire face à leurs propres problèmes, mais aussi pour comprendre les problèmes de leurs homologues dans les autres pays et pour chercher dans tous les domaines des solutions qui tiendront pleinement compte de l'intérêt général.

\*

\* \*

Le thème principal que j'ai tenté de développer au cours de cette causerie, c'est que les dirigeants des banques centrales modernes sont non seulement des banquiers, mais aussi ce que nos amis anglais appellent des "Public Servants". Leur rôle est de mettre en oeuvre un des instruments de la politique nationale, en vue de la réalisation des objectifs économiques de la société. Ils n'ont pas à poursuivre une série d'objectifs dont ils seraient seuls responsables, mais

doivent s'employer à assurer la coordination des grands objectifs de la collectivité et l'harmonisation des politiques qui permettront de les atteindre. Ils doivent aussi chercher à coordonner les politiques de leur banque et de leur pays avec celles des autres banques centrales et des autres pays. Cette conception de notre rôle était partagée, je crois, par Per Jacobsson, qui ne manquait jamais une occasion de rappeler à ses collègues des banques centrales que la politique monétaire n'est qu'un des aspects de la politique générale.

J'ai refusé d'admettre que la stabilité des prix soit devenue une obsession des dirigeants des banques centrales, mais je crois que nous avons, pour la plupart, le sentiment qu'il nous appartient d'agir en quelque sorte comme la conscience de la société dans ce domaine. D'ailleurs, je ne vois pas bien qui d'autre pourrait le faire. L'inflation à ses débuts est toujours populaire, car elle crée un sentiment d'aisance et de bien-être, et peu de gens au sein de la communauté sont enclins dans ces conditions à poser des questions au sujet de l'avenir. Keynes a dit quelque part que la marque d'un parfait gentleman en société, c'est de savoir se maintenir au même degré de sobriété ou d'ébriété que les autres invités. A ces conditions, j'ai bien peur que les dirigeants des banques centrales ne puissent jamais aspirer au titre de gentlemen. Comme l'a déjà signalé le président Martin, ils ont le rôle plutôt ingrat de l'hôtesse qui doit se résigner à soustraire les vins trop capiteux dès que la fête devient trop gaie.

Les banques centrales travaillent dans un monde imparfait et elles utilisent des instruments dont la portée n'est qu'imparfaitement comprise -

en vue de réaliser des objectifs qui ne peuvent être définis qu'en termes très généraux. Certes, il s'agit d'une profession des plus intéressantes mais, il ne faut pas s'en étonner, on y connaît souvent le doute et l'anxiété. La plupart de mes confrères admettront, j'en suis certain, que pour accomplir pleinement notre mission, il nous faudra plus que jamais - et j'emprunte ici les paroles du pasteur Rheinhold Niebuhr - la sérénité d'accepter ce que nous ne pouvons changer, le courage de changer ce que nous ne pouvons accepter et la sagesse de faire la distinction entre les deux.