

Documents RTI

Robert Triffin. Une anthologie.
*Le “dilemme de Triffin” et autres per-
cées intellectuelles*

coordonné par Michel Dumoulin
avec la collaboration de Natacha Wittorski

CIACO

Louvain-la-Neuve

2015

Table des matières

Table des matières	1
Introduction	3
Bernard Snoy.....	
Monopoly in Particular-Equilibrium and in General-Equilibrium Economics	7
présenté par Manuela Mosca.....	7
The Unresolved Problem of Financing European Trade	17
La multilatéralisation progressive des devises en Europe	17
présentés par Sabine Godts-Péters	17
Economic Integration: Institutions, Theories and Policies	51
présenté par Ivo Maes.....	51
Convertibilité ou intégration?	63
présenté par Paul Mandy	63
The international monetary position of the United States	81
présenté par Jan Joost Teunissen	81
La percée est possible	97
présenté par Éric Bussière	97
La Communauté européenne face à l'imbroglie pétrolier et monétaire	103
présenté par Éric Bussière	103
The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform	121
présenté par Jérôme Wilson.....	121
Note personnelle à Monsieur U. Mosca	139

présenté par Michel Dumoulin.....	139
Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement.....	145
présenté par Christian Ghymers	145

Introduction

Pour beaucoup, le nom de Robert Triffin (1911-1993) reste associé au fameux « dilemme de Triffin », qu'il a mis en lumière par ses travaux scientifiques dans la seconde moitié des années 1950 et qui a trouvé sa plus complète expression dans le livre *Gold and the Dollar Crisis : the Future of Convertibility* (Yale University Press, 1960¹).

Ce dilemme peut s'énoncer simplement comme suit : lorsque la monnaie utilisée pour les échanges internationaux et les réserves de change des banques centrales est une monnaie nationale –dans les faits principalement le dollar américain - le pays émetteur de cette monnaie se trouve face à un dilemme : soit émettre de cette monnaie ce qu'il faut pour satisfaire aux besoins de son économie et garantir sa propre stabilité interne, soit en produire une quantité suffisante pour les besoins en liquidité internationale d'un monde dont l'expansion économique et démographique s'accompagne d'une croissance plus que proportionnelle des échanges internationaux ; dans le premier cas la liquidité internationale risque d'être insuffisante, et la croissance de l'économie mondiale en sera freinée ; dans le second cas l'émission monétaire sera excessive eu égard aux besoins du pays émetteur, et c'est la crédibilité de sa monnaie –et par conséquent de la monnaie internationale- qui en souffrira. Un système monétaire international ainsi conçu est donc condamné à l'instabilité.

Ainsi, dès la fin des années 1950, l'analyse de Triffin l'avait amené à prédire l'éclatement du système de Bretton Woods, qui s'est effectivement produit dix ans plus tard. Pour prévenir un tel éclatement et jeter les bases d'un ordre monétaire mondial stable, il avait alors proposé, notamment dans une intervention au Congrès des Etats-Unis, d'internationaliser les réserves de change des banques centrales en les convertissant en dépôts auprès du Fonds Monétaire International.

Mais laissons-lui plutôt la parole : « *The keystone of my proposals lies in the true 'internationalization' of the foreign exchange component of the world's monetary reserves. The use of national currencies as international reserves constitutes indeed a*

¹ La traduction française, sous le titre *L'or et la crise du dollar*, est parue aux Presses Universitaires de France en 1962.

totally irrational 'built-in destabilizer' in the present world monetary system. It is bound to weaken dangerously in time the key currencies –primarily sterling and the dollar- used as reserves by other countries under this system. These difficulties are then bound, in turn, to endanger the stability of the whole international monetary superstructure erected upon these key currencies.

The logical solution of the problem is obvious enough, and would have been adopted long ago if it were not for the enormous difficulties involved in overcoming the forces of inertia and reaching agreements among several scores of countries on the multiple facets of a rational system of international money and credit creation (...) Yet, the proliferation of regional, international, and supranational agencies since the war is slowly laying the groundwork for further, and long overdue, adaptations in the international monetary system, and particularly for the internationalization of the fiduciary portion- foreign exchange- of countries' monetary reserves. This portion should be made up of international deposits rather than of national currencies.”²

Nous croyons que cette proposition et l'analyse qui la fonde, faites par Robert Triffin il y a plus de 50 ans, sont plus que jamais pertinentes. C'est d'ailleurs cette conviction qui a conduit quelques économistes et historiens à fonder en 2001-2002 l'association internationale sans but lucratif « Robert Triffin International » (RTI)³ basée à Louvain-la-Neuve et présidée à l'origine par le regretté Alexandre Lamfalussy. La crise économique et financière qui a frappé le monde à partir de 2008, due pour partie au 'cercle vicieux systémique' et au mauvais fonctionnement du système monétaire international que Triffin n'a cessé de dénoncer, a encore renforcé cette conviction.

Dans cet esprit la RTI a produit en 2014 un rapport intitulé *Using the Special Drawing Rights as a Lever to Reform the International Monetary System*⁴. Ce rapport, issu d'un groupe de travail constitué à cette fin, a proposé un certain nombre de mesures pratiques visant à sortir progressivement du dilemme de Triffin et du cercle vicieux systémique au moyen d'une utilisation accrue des *droits de tirage spéciaux* (DTS) du FMI et le développement d'un marché privé de ces DTS.

Mais nous pensons aussi qu'il faut éviter de réduire l'œuvre économique de Robert Triffin à son fameux dilemme et aux propositions de réforme du système monétaire international qui en sont dérivées, car cette œuvre, constituée non seulement d'ouvrages et d'articles scientifiques mais aussi des innombrables notes, avis, rapports, lettres,

² *The international monetary position of the United States. Statement of Robert Triffin before the Joint Economic Committee of the US Congress, 28 October 1959. Document repris dans la présente anthologie.*

³ Dénommée au départ « Fondation Internationale Triffin »

⁴ Publié comme n° 1 de la série *The Federalist Debate Papers* par le C.E.S.I. Einstein Centre for International Studies.

conférences et articles de journaux dont Triffin bombardait inlassablement les décideurs politiques et les opinions publiques, est aussi vaste que variée. La présente anthologie vise à en donner un premier échantillon.

Chacun de la dizaine d'articles qui la composent fait l'objet d'une présentation par un économiste ou un historien familier de l'œuvre de Triffin. Sont ainsi illustrés à la fois ses apports à la théorie économique –notamment, dans le premier article, l'essence de sa thèse de doctorat à *Harvard University* intitulée *Monopolistic Competition and General Equilibrium Theory*⁵ -et ses contributions de nature plus politique et institutionnelle, notamment dans le domaine de l'intégration monétaire européenne, dont il fut assurément un des pionniers.

Nous espérons que ce florilège de la pensée de Robert Triffin pourra convaincre le lecteur non seulement de l'importance historique de cette œuvre mais aussi de son actualité.

Bernard Snoy
Président de l'aisbl Robert Triffin International

⁵ Publiée sous ce titre chez *Harvard University Press* en 1941

Monopoly in Particular-Equilibrium and in General-Equilibrium Economics

présenté par Manuela Mosca

On 27 July 1939, Robert Triffin delivered a lecture at the Fifth Annual Conference of the Cowles Commission for Research in Economics. His presentation was entitled *Monopoly in Particular-Equilibrium and in General-Equilibrium Economics*.

A footnote in the abstract⁶ of the paper announced the forthcoming publication of the PhD thesis he had submitted at Harvard the year before, i.e. *Monopolistic Competition and General Equilibrium Theory* (Harvard University Press, 1940)⁷.

In 1941, Triffin published in *Econometrica* the text of his 1939 lecture⁸. As this one expounds the core of the theory discussed in the book, it is appropriate to use Triffin's shorter contribution to resume his views at that time: they are as follows.

1. Joan Robinson suggested using the price elasticity of the demand curve for the firm's product to distinguish perfect competition from other market structures. Triffin criticizes this choice because it does not allow to distinguish between monopoly, imperfect competition and oligopoly: so he feels the need for another method.

This new method cannot be found within the Marshallian partial equilibrium approach, as the concept of an industry "is irreconcilable with monopolistic-competition assumptions" (p. 125), because of the "product differentiation".

It is necessary to find the new method within the general equilibrium of Pareto's monopoly theory. It is indeed important to analyse the relation of the firm with all the

⁶ Cowles Commission, *Report of the Fifth Annual Research Conference on Economics and Statistics held at Colorado Springs*, The University of Chicago, 1939, pp. 87-90.

⁷ Triffin's dissertation won the David A. Wells prize 1938-39.

⁸ *Econometrica* is the Journal of the Econometric Society: the Cowles Commission was affiliated to it.

other firms in the whole economy, therefore shifting the emphasis from the industry toward the firm.

2. The suggested method is the value of the coefficient $\partial q_i / \partial p_j$ ⁹. It allows to distinguish the “pure or Marshallian monopoly” (when $\partial q_i / \partial p_j = 0$), from the “monopolistic competition or Paretian monopoly” in which goods are imperfectly substitutable (when $0 < \partial q_i / \partial p_j < \infty$), and from the “pure competition and pure oligopoly” with homogeneous goods (when $\partial q_i / \partial p_j = \infty$).

In the oligopoly case, the presence of “mutually interdependent expectations” (p. 126) and “interaction between the competitors” is very important (p. 127).

The book provoked many criticisms¹⁰. Triffin answered them in quoting both his book and article¹¹. This confirms that both studies are closely linked, and should be considered together when analysing their influence on his further work. Even if his main research later focused on arguments which were far remote from those of the years 1938-42, economic literature remembers him for these two studies. All theories which aim to build a theory of general equilibrium under monopolistic competition refer to them¹². His approach was particularly used by J.P. Benassy¹³. Triffin’s studies

⁹ The coefficient indicates the influence on the sales of the firm *i* of price changes by the firm *j*. Please note that in the book edited in 1940, Triffin used the cross-elasticity of the demand ($\partial q_i / \partial p_j$) (p. 104).

¹⁰ See S. Weintraub, The Classification of Market Positions: Comment, *The Quarterly Journal of Economics*, 1942, Vol. 56, No. 4, pp. 666-673.

¹¹ See R. Triffin, The Classification of Market Positions: Reply, *The Quarterly Journal of Economics*, 1942, Vol. 56, No. 4, p. 676.

¹² See O.D. Hart, Imperfect Competition in General Equilibrium: An Overview of Recent Work, in K.J. Arrow and S. Honkapohja (eds.), *Frontiers of Economics*, Oxford, Basil Blackwell, 1985, pp. 100-177 and G. Bonanno, General Equilibrium Theory with Imperfect Competition, *Journal of Economic Surveys*, 1990, Vol. 4, No 4, pp. 297-328.

¹³ See J-P. Benassy, [The Disequilibrium Approach to Monopolistic Price Setting and General Monopolistic Equilibrium](#), *The Review of Economic Studies*, 1976, Vol. 43, No. 1, pp. 69-81; J.P. Benassy, Monopolistic Competition, in W. Hildenbrand and H. Sonnenschein (eds.), [Handbook of Mathematical Economics](#), 1991, Vol. 4, pp. 1997-2045.

are also analysed in the histories of the development of a satisfactory market definition¹⁴, as well as in a history of the beginnings of oligopoly theory¹⁵. So it is a surprise that Triffin does not appear in the De Jong and Shepherd's book, *Pioneers of Industrial Organization* (Cheltenham, UK – Northampton, MA, USA, Elgar, 2007), while it contains a specific chapter concerning the Low Countries.

Monopoly in particular-equilibrium and in general-equilibrium economics

by Robert Triffin

Monopolistic or imperfect competition is invoked to explain the most divergent types of market situations. The majority of economists attach an overwhelming importance to a simplified criterion which can successfully isolate pure competition from all other cases, but which is unfit to carry us any further, i.e., the slope (or the elasticity) of the demand curve for the firm's product. We are told that a perfectly elastic demand curve defines pure competition, but what is it that is defined by an *imperfectly* elastic demand curve – monopoly, oligopoly, or imperfect competition?

There seems to be a great deal of haziness about this. In fact, I believe that most English writers hardly draw any distinction between monopoly and imperfect competition. The inelasticity of the firm's demand curve is used indifferently to define either monopoly or imperfect competition¹⁶. Mrs Robinson herself prefaces her *Economics of Imperfect Competition* with the claim that it is merely a rewriting of "the theory of value, starting from the conception of the firm as a monopolist¹⁷".

¹⁴ See J.S. Bain, "Chamberlin's Impact on Microeconomic Theory," in R.E. Kuenne (ed.) *Monopolistic Competition Theory*, New York, Wiley, 1967, ch. 7., pp. 154-155, and more recently W. Briglawer, Conceptual Problems with the Hypothetical Monopolist Test in Ex-Ante Regulation of Communications under the New Regulatory Framework, *Journal of Competition Law and Economics*, 2008, Vol. 4, No 2, pp. 311-334; doi:10.1093/joclec/nhm034.

¹⁵ See K.O. Nti and M. Shubik, Entry in Oligopoly Theory, *Eastern Economic Journal*, 1979, Vol. 5, No 1-2, p. 272.

¹⁶ Cf., e.g. A.P. Lerner, « The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power », *Review of Economic Studies*, Vol. 1, 1935, p. 157; and R.F. Kahn, "Some Notes on Ideal Output", *Economic Journal*, Vol. 45, 1935, p. 20.

¹⁷ J. Robinson, *The Economics of Imperfect Competition*, p. 6

The confusion extends farther: the distinction is abolished not only between monopoly and monopolistic competition, but also between monopolistic competition and oligopoly. Oligopoly cannot be characterized and isolated by the mere shape of the demand curve for the firm's product. And in fact, if we read Mrs Robinson, we find that very little is said about oligopoly: perfect competition requires both a large number of sellers and the absence of buyer's preferences; when either condition is lacking, imperfect competition steps in. All the problems and difficulties traditionally ascribed to oligopolistic situations are beautifully juggled away through a rather startling definition of Mrs Robinson's main tool of theoretical investigation, i.e., the demand curve for the firm's product. This demand curve, indeed, is supposed to embody the full effect upon the entrepreneur's sales of a change in the price he charges, no matter whether his fellow sellers react to his move or not.

In an industry which is conducted in conditions of impact competition a certain difficulty arises from the fact that the individual demand curve for the product of each of the firms composing it will depend to some extent upon the price policy of the others. Thus, if one raises its price the demand curves for the others will be raised. This may cause them to raise their prices also, and the rise in their price will react upon the demand for the commodity of the first firm. In drawing up the demand curve for any one firm, however, it is possible to take this effect into account. The demand curve for the individual firm may be conceived to show the full effect upon the sales of that firm which results from any change in the price which it charges, whether it causes a change in the prices charged by the others or not¹⁸.

Thus, by the simple virtue of a definition, the problem of oligopoly is subsumed under the general case of imperfect competition. This, however, is mere sleight of hand. Such a definition of demand ignores the arising from mutually interdependent expectations. The "full effect" of a price change by seller A depends on seller B's reaction. The latter, however, involves a knowledge not only of A's influence on B's market, but also of the shape of the demand curve on which B bases his own price-output decisions. Thus A's demand curve presupposes a knowledge of B's demand curve while B's demand curve similarly presupposes a knowledge of A's demand curve. Mrs Robinson's definition of demand implies a circular reasoning which vitiates her ensuing analysis.

Indeed, oligopoly cannot be made synonymous with imperfect competition. Monopoly, monopolistic competition, and oligopoly may very well exhibit some superficial similarities. Nevertheless they belong essentially to different types of markets situations. Bundling them together just because in all three cases there is not perfectly elastic demand curve is conducive to confusion rather than to simplification and logical thinking.

¹⁸ *Ibid.*, p. 21

This breakdown of the most popular criterion used today to define the types of competition, i.e., the elasticity of the demand curve, should not surprise us. Competition is a problem in the relationships between firms. The elasticity criterion makes no reference to firms' interrelationships, but only to a characteristic relating to the individual firm, taken in isolation. A real definition should direct our attention, not to any attribute pertaining to an individual firm, but rather to interdependence relationships *between* the firms.

The present difficulties can be traced back to the very origins of monopolistic competition doctrines. Essentially, monopolistic competition is an offshoot of particular-equilibrium assumptions which seems so far to have escaped the attention of the economists. Logically, particular-equilibrium analysis can deal with only two cases: pure competition and pure monopoly. The theory of monopolistic competition tried to introduce a third and more realistic term but could do so only at the price of a highly contorted and untenable terminology.

The demand curve for a commodity expresses a two-variable relationship between quantities demanded and market prices, all other prices remaining constant at some given level. If these outside prices change, the demand curve under consideration is likely to shift, as a result of the competitive interrelationships between all goods. This is true, no matter how wide or narrow the definition of a commodity. It is true when we consider the demand curve for the differentiated product of one individual firm, and it remains true when we consider the demand curve for a commodity more broadly defined with reference not to a firm but to a whole industry.

Under particular-equilibrium assumptions, however, this ceases to be true. Attention is focussed on one industry in isolation. All prices outside that industry are assumed constant. Thus, the demand curve of an industry loses its instability and is pegged at a given level. All the shifts and vagaries associated with changes in outside prices are ignored and the analysis can proceed among much simplified lines.

The demand curve of the firm, however, does not share this fixity. Each time other sellers (within the industry) change their prices, the firm is faced with a new situation: its demand curve shifts upward or downward, following the price changes of rival sellers.

This contrast assumes an unexpected importance when monopoly is considered. According to traditional definitions and terminology, there is monopoly when the industry comprises only one single firm. Under such a setup, the demand curve of the firm and the demand curve of the industry become one and the same thing. The firm's demand curve inherits the same stability which particular-equilibrium methodology bequeaths to the industry's demand curve. Doors are closed on the outside world and on

all competitive influences. The monopolist can determine his policy without any consideration of outside reactions by other sellers. His relationships with them are completely severed. His sales depend only on his own price. In general-equilibrium terms, this represents a situation where price changes by other sellers would have no influence on the monopolist's sales. If we represent price by the symbol p , quantities sold by q , the monopolist by the subscript i , and any other firm in the economy by the subscript j , we can express the analytical significance of Marshallian monopoly by the condition $\partial q_i / \partial p_i = 0$. This, of course, is perfectly unrealistic. Within the boundaries of particular of particular-equilibrium methodology, however, it is an inescapable corollary of monopolistic assumptions.

Monopoly is merely incidental to Marshallian economics. The general case investigated is one in which the industry comprises many sellers in competition with one another. The generality of the case, however, is enormously restricted by one assumption, implicit in the Marshallian concept of industry. Within one industry, competition is supposed to enforce complete price uniformity. The sellers that would charge a higher price would suffice to shift all the customers to the sellers with the lower price. Analytically the assumption may be written $\partial q_i / \partial p_i = 0$. It is the perfect antithesis of Marshallian monopoly, as defined by the condition $\partial q_i / \partial p_i = 0$. While Marshallian monopoly expresses the complete independence of the firm from any price changes by rival sellers, this latter case indicates perfect dependence of the firm's sales on its rivals' prices.

Most market situations fall in between these two limiting cases. It is the achievement of monopolistic-competition writers to have succeeded in forcing into the strait jacket of particular equilibrium the vast bulk of realistic situations in which the sellers are neither so completely dependent on, nor so perfectly indifferent to, one another's policies. The most general market relationship is one in which a change in seller j 's price, i 's price remaining constant, affects the sales of seller i , without, however, shifting all the customers from one to the other. The coefficient $\partial q_i / \partial p_j = 0$ takes a finite value.

This is an analytical expression for what Professor Chamberlin describes as product differentiation and Mrs Robinson as imperfection of the market. The logical approach to the case is to recognize the heterogeneity of what might be considered at first glance to constitute only products of the various sellers are *economically* different if the buyers do not consider them as perfectly interchangeable, but express market preferences between them. This was well perceived by Pareto, as shown by the following quotation:

There are the numerous cases in which the commodity Y , which superficially seems to be homogeneous, comprises in fact *several* commodities. Thus, a lady of fashion does not order her dresses from a department store; she goes to a dressmaker. There

are incidental circumstances, of credit, attention given to the customers, etc. which may differentiate commodities, otherwise identical¹⁹.

Under the classical concepts of industries and commodities, commodities so differentiated would belong each to a different industry, and each seller would become a monopolist. Such is indeed Pareto's conclusion. For particular-equilibrium economics, however, such a procedure would have been disastrous. As we have seen, the Marshallian analysis of monopoly does not go very far. Precluded by its techniques from considering more than one industry at a time, it has to stop short after having examined the individual conditions equilibrium for the single seller in isolation. This may do if the monopolies are only rare exceptions scattered over an ocean of pure competition. It cannot, however, be acceptable any longer if monopoly is well-nigh universal, and permeates throughout the whole field of economic activity.

Accordingly, the monopolistic-competition writers resorted to the limping device of keeping intact, for the purpose of analysis, that concept of industry which their study of differentiation showed to be untenable. Thus, having defined the industry as any group of firms producing a single commodity, i.e., « a consumer good... which may be regarded for practical purposes as homogeneous within itself », Mrs Robinson devotes the rest of her book to the seemingly impractical purpose of studying the consequences of the *heterogeneity* of that supposedly homogeneous commodity.

In this way, the various sellers of the differentiated commodity may still be grouped together into one industry, and the conditions of individual equilibrium can be supplemented, within the framework of Marshallian economics, by a study of equilibrium conditions external to the firm: the conditions for the equilibrium of the group of industry. The weak link in the system is the definition of this industry. As soon as we abandon as a criterion the *perfect* substitutability of the commodities in the buyers' market, we are left facing the well-recognized fact that *all* commodities are more or less substitutable, competing with one another for the consumer's dollar. After seven years of controversy, monopolistic competition is still without any satisfactory definition of its « group » or « industry ».

The way out has by now become obvious. The industry is a useful classification in a concrete investigation, after its content has been empirically ascertained. In the general formulation of value theory, it is irreconcilable with monopolistic-competition assumptions. Product differentiation forces us to tackle the problem of competitiveness between imperfectly substitutable commodities. If we do so, the boundaries of

¹⁹ V. Pareto, *Manuel d'Economie Politique*, p. 602 (translation mine)

the industries become a hindrance rather than a help. They limit the generality of the analysis without providing any compensating simplification.

Helpful for the analysis of pure competition, particular-equilibrium tools are ill fitted to the study of monopolistic competition. If we revert to the Paretian analysis, we can discover in the treatment of monopoly all the essential elements of our modern theory of monopolistic competition. I have drawn attention already to Pareto's discussion of product differentiation. His ensuing analysis evades Professor Chamberlin's indictment against the classical theory of monopoly. It does not stop with the problem of the individual equilibrium of the monopolist, but it embraces also conditions of equilibrium external to the firm. The analysis of monopoly is integrated into the general system of equations which describes the equilibrium of the whole economic collectivity.

Monopolistic competition was a development urgently needed by Marshallian economics. It was made necessary by the limitations imposed upon monopoly analysis by particular-equilibrium methodology. Paretian economics, however, was never hampered by such limitations and has always had the exact correspondent of monopolistic-competition analysis under the name of monopoly pure and simple.

If we restate the general-equilibrium terms the market situations encountered so far, we get:

1. Pure or Marshallian monopoly, when $\partial q_i / \partial p_i = 0$; the firm's market is perfectly isolated from the market of any other seller.
2. Monopolistic competition or Paretian monopoly when $\partial q_i / \partial p_i$ has a finite value; the sellers compete with one another, but the commodities sold are not homogeneous. This covers both the traditional case where the commodities sold are different in name and description and the more sophisticated case where the "same" commodity is differentiated as a result of buyers' preferences.
3. When the coefficient $\partial q_i / \partial p_i$ reaches an infinite value, the commodity sold by the various sellers economically homogeneous and no price discrepancy will be countenanced by the market.

The last two classifications must be subdivided further. The competition may be either few or many. Competition between them may or may not be oligopolistic. Professor Chamberlin distinguishes monopolistic competition with large and with small numbers, while our case (3) embraces both the traditional cases of pure competition and pure oligopoly.

Numbers, however, are only a very indirect and approximate indication in this respect. What matters is the presence or absence of a certain type of behaviour giving

rise to indeterminacy, and resulting from mutually interdependent expectations. There is oligopoly when the seller can affect his own market *indirectly*, by inducing, willingly or unwillingly, other sellers to take some action which they would not take otherwise. Thus a double influence is involved. First, seller i 's j . This condition ($\partial q_i / \partial p_i \neq 0$) is included already in our definition both of monopolistic and of pure competition. Secondly, seller i must have an influence on these price-output decisions of sellers j . He must be in a position to modify by his own actions j 's policies. Let us suppose j to be initially at the position of equilibrium $\partial q_j / \partial p_i = 0$ (where $\partial \pi_j / \partial p_i = 0$ (where π_j represents j 's profits)). A change in seller i 's price will induce j to react if

$$\frac{\partial}{\partial p_i} \left(\frac{\partial \pi_j}{\partial p_i} \right) \neq 0 \quad \left(\text{or, } \frac{\partial^2 \pi_j}{\partial p_i \partial p_i} \neq 0 \right).$$

A popular misconception is that the demand curve for the oligopolist's product is imperfectly elastic. In fact the shape of the demand curve is related not to oligopoly but the product differentiation. To give the demand curve of the firm an unambiguous definition, other prices must be supposed constant. Under such a setup, the demand curve of the oligopolist will be perfectly elastic if there exist no buyer's preferences; it will be imperfectly elastic in the opposite case. The idea of an imperfectly elastic demand curve for the case of pure oligopoly arises from a different concept of demand. If the various oligopolists poured their homogeneous commodity into a common market, each deciding on the quantities they supply, but letting the market work out a common price for all, then changes in one seller's supply would be sufficient to affect that common price. Such a type of market, however, is not very realistic when applied to oligopoly. The oligopolists of the real world make their decisions in terms of price policies rather than quantities.

What is true is that under oligopoly the demand curve becomes irrelevant to the seller's calculations. Outside prices can no longer be regarded as parameters of action. They become variables, but of a particular kind. The individual interactions between the competitors open the way to multiple possibilities and rational market behaviour can no longer be predicated on the basis of any simple profit-maximizing equation of the equilibrium type.

Robert Triffin, "Monopoly in particular-equilibrium and in general-equilibrium economics", in *Econometrica. Journal of the Econometric Society*, vol. 9, 1941, n° 2, p. 121-127.

The Unresolved Problem of Financing European Trade

La multilatéralisation progressive des devises en Europe

présentés par Sabine Godts-Péters

Un des problèmes majeurs pour la reconstruction économique, durant les années qui suivent la fin de la Deuxième guerre mondiale, est la restauration d'un système de paiements multilatéral et stable, indispensable à la reprise des échanges commerciaux. La Guerre et les mesures de restrictions monétaires prises par les Etats dans les années trente pour faire face à la crise, avaient abouti à un effondrement des échanges. Après la Guerre, l'objectif des Américains est de restaurer un nouvel ordre économique mondial et plus particulièrement un système monétaire international. La conférence de Bretton Woods se réunit dans ce but. Cette conférence aboutit à la mise au point d'un système, inapplicable dans l'immédiat, basé sur l'or (et le dollar), la stabilité des taux de change, la transférabilité et la coopération internationale au sein du FMI.

Les deux textes ci-après témoignent à la fois des difficultés liées à la restauration d'un système monétaire de compensation multilatéral et du rôle actif que Robert Triffin joua dans ce domaine.

Le mémorandum « The Unresolved Problem of Financing the European Trade » est coécrit par Robert Triffin alors qu'il travaille pour le FMI. La rédaction de ce mémorandum coïncide avec le début des débats au Congrès américain sur l'aide Marshall. Les premiers projets établis par l'administration américaine du Plan Marshall prévoyaient une aide essentiellement destinée à financer les déficits des pays européens participants à l'égard des Etats-Unis, et en partie, des pays de l'hémisphère occidental. Le but était de donner aux Européens les moyens de financer leurs importations en provenance des USA et de favoriser la reconstruction européenne par un mécanisme qui permettait de financer les investissements indispensables. Dans les plans élaborés en 1947, Robert Triffin souligne que rien n'est fait pour l'expansion, voire même, le maintien du commerce entre les pays européens eux-mêmes : le calcul de l'aide américaine, basé sur les déficits de balance de paiements en dollar, se fait sans tenir compte des déficits entre nations européennes. Robert Triffin considère que c'est une erreur qui risque d'aboutir à des distorsions commerciales. En effet, les pays européens, dans le cadre bilatéral en vigueur à l'époque, seront amenés à orienter leur commerce extérieur en fonction de leur position en termes de balance de paiements et non en fonction de leurs besoins réels ; ce qui, à terme, pourrait entraver une

reprise équilibrée des échanges commerciaux et la reconstruction. Pour régler ce problème, Robert Triffin, suggère non seulement l'octroi d'une aide américaine, mais également la mise en place d'un mécanisme de paiements multilatéral entre pays européens. Ce mécanisme prendrait la forme d'un accord nommé « European Clearing Union » dans lequel les positions débitrices ou créditrices ne se calculeraient plus de façon bilatérale mais à l'égard de l'ensemble des membres dans une unité monétaire spécifique appelée « European dollar » ou « Interfranc ». Le FMI devrait soutenir le projet et jouer un rôle actif dans le fonctionnement du système en remplaçant la BRI pour l'exécution des compensations.

Le second article « La multilatéralisation progressive des devises en Europe », écrit deux ans plus tard, témoigne de l'évolution relativement lente de la question de la multilatéralisation des paiements.

Robert Triffin, lui-même, après avoir été représentant en Europe du FMI en 1948-1949, est passé à l'automne 1949 au service de l'agence américaine chargée de l'administration du plan Marshall en Europe, l'Economic Cooperation Administration. La mise en place de l'aide conditionnelle, les accords de paiements et compensations de 1947 (négocié sans les USA), de 1948 et 1949 (négociés dans le cadre du Plan Marshall) avaient permis le maintien du commerce intra-européen et le financement d'achats aux Etats-Unis. Mais la portée des accords restait limitée dans la mesure où ils ne permettaient pas de sortir d'un cadre bilatéral de compensation des surplus et déficits des pays participants aux accords ; on n'est pas encore au projet d'union ébauché par Robert Triffin dans le mémorandum du FMI de 1947. Cependant, les dévaluations de septembre 1949 rétablissent un rapport plus juste entre les monnaies européennes et entre celles-ci et le dollar, les balances de paiements tendent vers un meilleur équilibre²⁰. Cette situation ouvre de nouvelles perspectives du point de vue des compensations multilatérales.

Dans ce texte, Robert Triffin nous livre un exposé magistral sur la question des paiements internationaux en la situant dans un contexte historique. Il commence par analyser les caractéristiques, les avantages et les inconvénients du système de l'étalon-or en soulignant que les principaux bénéficiaires de ce système étaient les pays développés dont la production était diversifiée et tournée vers le marché intérieur : le système leur garantissait une stabilité monétaire relative. Mais dans les pays neufs, exportateurs de matières premières peu diversifiées, le système conduisait à faire dépendre étroitement l'équilibre monétaire interne des fluctuations de la balance de paiements, ce qui conduisait à des mouvements d'expansion amples et brusques insoutenables sur les plans économiques et sociaux. En analysant les caractéristiques de l'Etalon-or et en faisant la différence avec le système de l'Etalon de change or,

²⁰ . Milward, A.S., *The reconstruction of Western Europe, 1945-1951*, London, 1984, pp322-324.

Robert Triffin démontre implicitement les raisons fondamentales (position commerciale et faiblesse des réserves d'or et de devises) de l'impossibilité de mettre en œuvre rapidement le système de Bretton Woods.

Dans une deuxième partie de cet article, Robert Triffin aborde une autre question pertinente : à peine fondé, le FMI n'est pas l'instrument de la restauration de la multilatéralisation des paiements intra-européens. Alors pourquoi, contrairement à ce qui est préconisé dans son mémorandum de décembre 1947, cette restauration partielle et progressive se fait-elle par le biais du Plan Marshall (OECE et ECA)? Cette question avait fait débat à Washington durant l'automne 1949, les représentants du FMI considérant que l'atténuation des déséquilibres devrait permettre au FMI de remplir son rôle²¹. Robert Triffin explique pourquoi finalement le processus se fait dans le cadre du Plan Marshall. Il invoque une série de raisons dont les contraintes du FMI en matière de statut (son pouvoir se limite au contrôle de la stabilité des changes) et la nécessité de régler la question à l'échelon régional essentiellement pour des raisons de praticabilité, ce que les statuts du FMI ne permettent pas. En effet, les risques de convertibilité auront des effets plus atténués entre pays voisins ayant une situation économique plus moins ou semblable. Enfin, les sommes allouées au Plan Marshall par le Congrès limitaient les engagements financiers américains vis à vis du FMI.

Enfin, Robert Triffin explique le plan d'Union Européenne de Paiements. Etudié et négocié dans le cadre des administrations européennes et américaines du Plan Marshall, ce plan doit permettre le rétablissement d'un système multilatéral de paiements en restaurant la transférabilité des monnaies entre les pays participants. Le plan prévoit également la libéralisation des paiements mais Robert Triffin insiste sur le fait que le système doit être complété par la création de facilités de crédit et la mise en place d'un fonds en dollars représentant une fraction de l'aide Marshall. Il recommande, ainsi qu'il le faisait déjà en 1947, que les dettes et les créances qui résulteraient des opérations faites dans le cadre de l'accord soient exprimées en une monnaie de compte européenne. Le rôle de cette monnaie de compte serait assez limité, « cependant on peut espérer que d'autres développements se grefferaient plus tard sur cette première mesure, si le mouvement d'intégration européenne continue à progresser dans l'avenir ». Cette première monnaie pourrait donc servir de base à un processus d'intégration plus poussé.

Pour Robert Triffin la restauration de ce cadre multilatéral au niveau européen doit se faire en collaboration avec le FMI qui devra assurer la coordination entre l'Union et les autres membres du FMI. Il considère que c'est une étape indispensable préalable

²¹ Ibidem

à la restauration de la multilatéralisation générale. Cette restauration est alors encore entravée par le problème posé par la balance fortement créditrice des Etats-Unis.

L'Union Européenne de Paiements est créée le 19 septembre 1950. Comme l'avait prévu Robert Triffin, elle sera une étape préalable à la restauration de la convertibilité générale des monnaies européennes entre elles et vis à vis du dollar. L'UEP est dissoute le 27 décembre 1958 avec le retour généralisé de la convertibilité des monnaies en Europe et la mise en œuvre du système de Bretton Woods.

Staff Memorandum No. 160

RD-463

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Research Department

The Unresolved Problem of Financing European
Trade

Prepared by Raymond Bertrand and Robert Triffin

Approved by E.M. Bernstein

December 16, 1947

1. The Problem

Present plans relating to the European Recovery Program concern themselves primarily with the financing of the participating countries' deficit toward the United States and, in part, toward other Western Hemisphere countries. Little attention is being paid to the problem of facilitating the expansion, or even the maintenance, of trade among the European countries themselves. It should be noted at the outset that the difficulty to be met here is one of providing adequate machinery, and not merely financial assistance in terms of gold or dollars. Indeed, the Report of the Committee of European Economic Cooperation stressed the fact that their recommendations for the transferability of European currencies would not require any American assistance additional to that needed to cover the deficit of the participating countries, taken as a whole, toward the dollar area.

The Unresolved Problem of Financing European Trade
La multilatéralisation progressive des devises en Europe

This issue, however, was somewhat confused with a separate proposal for \$ 3 billion to be used to rebuild gold reserves, so as to help restore currency “convertibility” as opposed to more “transferability”. The rather obscure comments accompanying this proposal²² suggest that the stabilization fund was thought of in part as window-dressing for the restoration of “confidence”, and in part as effective financial assistance to be used for the progressive abolition of restrictions on current transactions.

Both proposals have largely been sidetracked in the current Washington discussions, although the Harriman Report endorses a revision of the International Monetary Fund’s statutes, if necessary, to make its resources available as gold reserves for any country that carries through an effective stabilization program. The other problem, i.e., the transferability of European currencies, has been the subject of protracted negotiations in Europe, leading to an interim agreement between Benelux, France and Italy. (See RD-465). This agreement however, is of a fairly limited character, earlier and broader proposals, such as that discussed in RD-434, having broken down for reasons explored in RD-462.

The exact nature of the difficulty of financing inter-European trade is not always clearly understood. It is sometimes assumed that a general payment agreement is needed to induce European countries to permit transferability of current account balances, or their convertibility into gold or dollars. Such convertibility, however, already exists in a majority of cases under present payment agreements, insofar as balances in excess of debit ceilings must be, and are currently, settled in gold or convertible currencies. The real problem is to make such convertibility possible or, alternatively, to limit the exercise by surplus countries of their convertibility claims through other methods than trade restrictions by debtor countries and the elimination, or near elimination, of bilateral deficits and surpluses.

Paradoxical as it may seem, the network of bilateral payments agreements concluded in the post-war years filled that very function of avoiding, or at least postponing, pressures for bilateral balancing of trade. Their effectiveness in this respect, however, was limited by the size of the credit ceilings granted under the agreements, and was further restricted by the bilateral character of these credits. By the fall of 1947, the effective credit or debit balances under existing payment agreements tended more

²² « Apart from its immediate purpose of stopping inflation and restoring confidence in the currency, this strengthening of the gold and dollar reserves would be of the greatest help to these countries when they had maintained or regained a position of stable equilibrium and would therefore be in a position to make their currencies convertible (as defined in the Articles of Agreement of the International Monetary Fund) if they possessed adequate gold and dollar reserves”. Committee of European Economic Cooperation, Vol. I, General Report, p. 29. See also pp. 135-136.

and more to exceed the bilateral ceilings, and forced a resumption of gold settlements. The decline in European trade in the latter part of 1947, reversing this remarkable growth since the end of the war, is probably due in part to this progressive paralysation of the payment agreements mechanism.

As long as gold and dollar reserves remain at their present low level, only further credits can relieve the pressure for bilateral balancing of inter-European trade. Insofar as this pressure expresses itself in the curtailing of luxury imports or other non-essential expenditures, something may be gained by it. Even then, however, the economic resources so released may lack the flexibility that would be necessary for their employment in more essential activities. Lace workers will not mine coal, nor will vineyards be turned into wheat fields. Moreover, such diversion would often be uneconomic in the long run. While efforts should be made to expand essential production, and to divert to other markets – especially the U.S. – the exportation of luxury goods, this policy has its limitations and could hardly be counted upon to produce by itself the bilateral balance of trade which is sought. Such balancing will involve primarily discrimination among export markets and sources of imports, to divert sales and purchases from their most economic pattern into the artificial directions required for bilateral compensation.

Each country will cut essential, as well as non-essential, imports from countries with which it is running a deficit, and increase imports, whether essential or not, from countries with which it has a surplus. The result will be a diversion of imports both from lower to higher cost sources, and from essential to non-essential goods. It may also mean an absolute decrease in the overall volume of trade. Exports from countries enjoying an overall surplus in Europe will be especially affected, slowing down their own recovery as well as that of their customer countries. Insofar as the Marshall Plan will provide financing primarily for imports from the U.S., goods previously bought in Europe will now be bought in the United States at higher cost, enhancing inflationary pressures in that country, retarding the recovery of production in Europe, and increasing the dependence of European countries on the American economy both as a source of imports and as an export market.

To avoid these harmful consequences of an enforced bilateralism of trade, two things are necessary:

1. Credits are necessary to prevent trade from degenerating into barter deals;
2. Such credits should be of a multilateral character in order to avoid a similarly artificial fitting of trade balances to credit facilities.

On the other hand, deficit countries should not be relieved of the pressure to curtail all unnecessary imports, so as to hasten economic rehabilitation and the readjustment of their balance of payments. The achievement of this aim supposes again two prerequisites:

1. An overall ceiling on the credits extended to them;
2. The multilateralization of these credits, so as to avoid their compulsory use for less essential imports from the lending countries.

The multilateralization of the credits granted is, therefore, nearly as important as the concession of the credits themselves. As far as U.S. loans are concerned, it means adequate provision for the financing of so-called “off-shore” purchases, as well as purchases in the American market. As far as European credit arrangements are concerned, it means the multilateralization of the payments agreements under which such credits are now granted.

2. Multilateralization of European Payments Agreements

The recent agreement between Belgium, France, Italy, Luxemburg and the Netherlands represents small progress in the direction of multilateralization. As explained in RD-465, it would not have permitted any transfers of balances as of the date analyzed by the Committee (August 31), and would have left the previous situation entirely unaffected. For multilateralization to be meaningful and effective, far broader measures are indispensable.

As a first step, the present credit commitments – or debit availabilities – under existing payment agreements should be transferred from individual countries to all participating countries as a group. That is to say, the sum total of the credits opened in favour of a country, e.g. France, by all other participants in the agreement, could be used without distinction by France for settling balances with any or all of the participating members, irrespective of the bilateral distribution of the original credit ceilings. Or, to look at it from the creditor’s point of view, the sum total of the credits opened by a country, e.g., Belgium, in favour of all other participants in the agreement, would be available without distinction to any or all of them for settling balances with Belgium. Only in this manner, can the flow of trade be freed from the artificial channels traced by the pattern of bilateral credit facilities.

This substitution of a general, multilateral agreement for the present network of bilateral agreements would find its most practical expression in the creation of a European Clearing Union. The total credit Commitments made by each country to other Clearing members would be paid into the Clearing in its own currency, and the country would receive an equivalent balance in the Clearing which it could then use to settle current account deficits with any Clearing member. That is to say – and this is the essence of the “multilateralization” aimed at – France’s deficit with Belgium, for instance, could be financed beyond the present ceiling in the bilateral Franco-Belgian agreement, the Clearing drawing for this purpose on the credits accumulated by other

countries against Belgium or against the unused credit Commitments made by Belgium to other countries.

The payments would be made most simply by debiting the paying country's balance in the Clearing and crediting the balance of the receiving country. Balances in the Clearing could thus most conveniently be expressed in an inter-European unit of account, rather than in various national currency units, since they are in fact expendable to pay debts in all or any of the participating countries. This essential aspect of the Clearing's mechanism could be dramatized by the introduction of an inter-European currency unit, equal in value to one American dollar, and called, let us say "European dollar" or "interfranc". All balances in the Clearing – i.e., the Clearing's Liabilities – would be computed uniformly in terms of that currency²³.

The assets of the Clearing, on the other hand, would necessarily remain in the various currencies of its members. Whenever a country makes a transfer through the Clearing, the Clearing authorities must register the corresponding shift in assets from the currency of the receiving country to the currency of the paying country.

At the time they enter the Clearing, all countries will already have accumulated net creditor or debtor positions under their present bilateral agreements. This will influence the initial position in two ways:

- a) The balance of each country in the Clearing will be larger, or smaller, than its quota by the amount of net credits, or net debits, previously accumulated;
- b) The distribution of the Clearing's assets among the various currencies of its members will also differ from the quotas, assets being larger in the currencies of debtor countries, and smaller in the currencies of creditor countries.

A simple example of this mechanism is presented in Appendix I, and a concrete example based on actual clearing balances as of June 30, 1947, in Appendix II.

The first result of this multilateralization of the payments agreements will be to increase the financial assistance of European creditors to European debtors, by promoting a fuller utilization of credit Commitments up to the sum of each country's ceilings under present payments agreements, irrespective of the bilateral pattern of trade surpluses and deficits. As a consequence, the currency of creditor countries will tend to become scarce in the Clearing and, if no way is found to replenish the Clearing's

²³ While limited at first to a mere bookkeeping function, this new currency unit might later serve as a basis for further monetary integration in various directions – such as a limited exchange guarantee for inter-European loans – if the movement toward European cooperation succeeds in gathering momentum.

holdings, the multilateral utilization of the Clearing's balances will have to be suspended with respect to payments in the scarce currencies and limited to payments in those that are not scarce.

Without external aid, therefore, the effectiveness of the Clearing in establishing a true multilateral system of payments is likely to be extremely short-lived. This may be one of the reasons why the prospects of a broad agreement on the matter have been waning ever since European countries began to realize that additional American aid was unlikely to be forthcoming for the financing of the Clearing.

If the Fund, therefore, deems it worthwhile to promote the multilateralization of European payment agreements, it can help in making the proposal workable as well as attractive to the European nations.

3. Replenishing of Scarce Currencies in the Clearing

Even that portion of inter-European trade which is bilaterally balanced over the year may give rise to seasonal or temporary unbalance during the year.

At the peak rate of trade reached in the last quarter of 1946, the total value of trade between the nine major Marshall Plan countries would run in the neighbourhood of \$ 4,500 million a year. Of this, about \$ 860 million represented the net balance between European creditor and debtor countries on trade account, \$ 440 million the bilateral deficits offset by bilateral surpluses and \$ 3,200 million the portion of trade which was bilaterally balanced.

If a drain on existing gold reserves is to be avoided, even the last item requires some financing in order to take care of seasonal fluctuations. Such financing, however, would be limited to a very small fraction of the total trade involved, and would be automatically liquidated over the year. The same would be true of the second item – i.e., the bilateral deficits multilaterally offset – if a multilateral clearing system were established. The main complication comes from the first item – i.e., the net overall inter-European deficit – which must be financed in its entirety, and which can be liquidated only, within the inter-European framework, through a reversal of the net surplus or deficit position of member countries. In the absence of special provisions in this respect, the cumulative impact of these net deficits and surpluses leads to the exhaustion of the deficit countries' credit availabilities and to a similar exhaustion of the Clearing's holdings in the currencies of the surplus countries. The final result is the paralysation of the whole clearing mechanism owing to the persistence of the net overall intra-European surplus and deficit positions, and of the confusion between financing (item 3) and clearing (item 1 and 2) requirements.

The crucial problem thus boils down to the limitation and financing of the net European deficits. In the absence of fundamental or structural disequilibria, such deficits would be offset by surpluses toward other areas – especially the Western Hemisphere – and could be settled from the proceeds of such surpluses. This is not the case at the moment. The French deficit in Europe, for instance, coincides with an even larger deficit toward the American continent. If American aid to France exceeds the latter deficit and were made available for “offshore” purchases in Europe, the problem could be solved. It is, however, unlikely that offshore financing will be provided on a sufficient scale to eliminate all difficulties in this respect. The countries which experience a persistent deficit in their European transactions will thus probably remain in need of additional financing beyond the aid received from the U.S. under the European Recovery Program.

On the other hand, if the dollar deficit of the countries which accumulate a net surplus in their European transactions is fully met by American aid, these countries will be able to finance such surpluses themselves, without any deterioration in their overall reserve position. They would, however, accumulate dollar debts toward the U.S., in exchange for soft currency claims against their European debtors. They would not be a very attractive proposition, and reluctance on their part should be anticipated, especially as they may feel that even the mere maintenance of their present reserve position would leave them in a very vulnerable situation.

The first step toward a logical and acceptable solution of the problem would be to define, for each European country, the maximum deficit which could be reasonably and safely incurred. The second step will be apportion the burden of the necessary financing, after deduction of the portion financed by the United States under the ERP. Thus, assuming that the dollar deficit of European countries will be adequately covered by ERP aid, the Fund could limit its transactions with European countries coming under the program to the sale of currencies other than dollars. Moreover, the aggregate of such sales would remain governed by the present yearly maximum of 25 per cent of each country's enforce in practice in view of the direct American aid.

The sale of European currencies by the Fund would initially be similar in effect to further credit extensions by the countries the currency of which is sold by the Fund. The difference, however, is that the resulting claims which they would accumulate would be general claims against the Fund, rather than specific claims against the borrowing countries. While the real burden on their economy would be the same, such a form of financing would, of course, be far more attractive to the European surplus countries.

From the point of view of the Fund, these operations would result in a shift of assets from relatively hard to relatively soft European currencies. This, however, is implicit in the very purposes of the Fund's mechanism, and is similar to the present concentration of sales upon the dollar, and of purchases on the weaker member countries'

currencies. Indeed, the situation would be improved as sales would now be distributed among a large number of currencies.

We must also envisage the hypothesis, however, that the ERF aid may not be fully adequate to meet all legitimate European dollar needs. In that case, the Fund might be called upon to sell dollars, as well as European currencies. The danger is, however, that if dollar sales are treated exactly in the same way as the sale of other currencies, all countries will continue, as they do now, to concentrate directly their demands upon the dollar, with a consequent acceleration of the trend toward a dollar scarcity. As long as drawing rights on the Fund can be exercised indifferently in any currency whatsoever, members will have a strong preference for buying the Fund currency for which their relative need is greatest, and will be reluctant to decrease their right to dollars by purchasing other currencies.

In order to avoid this and maintain a better distribution in its transactions, the Fund could exercise its discretionary powers in exchange transactions to make a distinction between dollar requests and requests for her currencies. Requests would be granted fairly liberally for any currency whatsoever, including the dollar, insofar as the Fund's holdings of the applying member's currency will not, after the transaction, exceed twenty-five per cent of the member's quota. On the other hand, dollar requests would be scrutinized much more severely than requests for other currencies, whenever the Fund's holdings of the member's currency already exceed, or would exceed after the transaction, seventy-five per cent of the member's quota.

The practical result of this would be to give the creditor members the clearing a strong inducement to extend additional credits to other clearing members through sales of their currency by the Fund, and to give the debtor members of the clearing an incentive to apply for needed European currencies without feeling that this will automatically reduce their chances to obtain dollars from the Fund.

The advantages of the system for the Fund are evident. The present situation leads inevitably to the concentration of practically all currency sales upon a single currency, the dollar. A restoration of a multilateral system of payments in Europe would avoid this danger and increase substantially the effectiveness of the Fund's resources. It would at the same time lessen the tendency of the Fund to become merely another dollar-lending agency, and bring its operations into closer conformity with the purposed of the Agreement as envisaged in Bretton Woods.

4. The Role of the Fund

It should be noted that the method suggested here for the Fund's transactions in Europe is independent of the creation of a European Clearing Union. The Fund, however, is vitally interested in a restoration of a multilateral system of international settlements and thus in the broadening of the present bilateral agreements into a true multilateral clearing system. The first step in this direction, even though a very modest and imperfect one, has been taken with the formation, this month, of a limited compensation system between Belgium, France, Italy, Luxemburg and the Netherlands. The Fund could hardly remain aloof from this experiment. It should, on the contrary, endeavour to broaden it both geographically and operationally. The original projects from which the agreement evolved all contemplated that the system would be operated by the Fund itself. It would be desirable to have the Fund replace the BIS in the operation of the plan.

A general European clearing based on the multilateralization of the present bilateral payment agreements would, of course, involve many, and daily operations among members, entirely independent of transactions between members and the Fund. It would be highly desirable to have the general supervision and centralization of these operations, if not their execution itself, entrusted to the Fund. This would give us precious information on the current evolution of international payments in Europe, and on the development of situations which make likely future cells for transactions with the Fund. Finally, it might also be possible to use such a clearing union for a preliminary screening and study of such requests.

Note by Mr. Bernstein

The above discussion still leaves unsettled the question whether the Fund would be justified in encouraging countries to purchase from each other goods they are not prepared to finance with aid from the Fund unless that aid is additional to their use of the Fund for dollars. If European countries do not find it worth their while to draw on the Fund to maintain a given level of European trade it is difficult to see just why the Fund should offer them special inducements to do so.

There is a real and urgent problem of financing inter-European trade. If the European countries are not prepared to finance it for each other, there may be an opportunity to finance it through the Fund provided such finance is not an increase in the use of the Fund's resources by European members beyond the use of the Fund open to other members. It may be that the European Recovery Program will meet as much of the dollar needs of the participating countries for payments to the United States and the Western Hemisphere as can be spared in the way of exports from this area. Under such conditions the participating countries would not have recourse to the Fund except to meet contingencies not provided for under the European Recovery Program.

If we may assume that countries prepared to enter into a European multilateral payments agreement do not in fact draw on the Fund for dollars to the full extent of their quotas they would then be free to draw on the Fund for other European currencies.

The Unresolved Problem of Financing European Trade
La multilatéralisation progressive des devises en Europe

The creditor countries under such an arrangement would find their net position in the Fund improved and the Fund's resources in the form of dollars or any other currency would be open to them whenever their need for such currencies appeared.

Appendix I

A simple example may facilitate concrete understanding of the functioning of a European Clearing.

Let us assume three countries with the following mutual credit-debit ceilings (translated into dollars) under existing payment agreements:

1. Belgium-France: \$ 80 million
2. Belgium-Italy \$ 30 million
3. France-Italy \$ 60 million

The quotas in the Clearing would be as follows:

1. Belgium: \$ 80 million / \$ 30 million = \$ 110 million
2. France: \$ 80 million / \$ 60 million = \$ 140 million
3. Italy: \$ 30 million / \$ 60 million = \$ 90 million

Before any transaction has been made, the Clearing's position would be:

Table A

<u>Assets</u> (in individual currencies, converted into millions of European dollars)					<u>Liabilities</u> (in millions of European dollars)	
Re- ceived from	In Bel- gian francs	In French francs	In Italian lire	Total	Due to	
Belgium	110			110	Belgium	110

France		140		140	France	140
Italy			90	90	Italy	90
Total	110	140	90	340	340	

If, however, either before or after the creation of the Clearing, France had already drawn \$ 60 million on Belgium, Belgium \$ 10 million on Italy, and Italy \$ 30 million on France, the position would be as follows:

Table B

<u>Assets</u>					<u>Liabilities</u>	Net Creditor (/) or Debtor (-) Position
Received from	In Belgian francs	In French francs	In Italian lire	Total	Due to	
Belgium	110	/ 60	- 10	160	Belgium 160	/ 50
France	- 60	140	/ 30	110	France 110	- 30
Italy	/ 10	- 30	90	70	Italy 70	- 20
Total	60	140	110	340	340	0

Vertical columns, under assets, show the amount of each country's currency still available in the Clearing. The amount received from each country in its quota, the amounts shown as received in other currencies correspond to credits granted to (/), or received from (-), other countries, and for which the respective claims or liabilities are transferred to the Clearing. The liabilities of the Clearing to each country express that country's outstanding drawing right. Finally, the difference between such liabilities and the country's quota reflects its net credit or debit position under the agreements.

Appendix II

Example based on Actual Status of Agreements

as of August 31, 1947

Tables I and II correspond to Tables A and B in Appendix I, but are based on the actual status of the Agreements between twelve European countries as of August 31, 1947 of this year. Several countries, however, had in fact overdrawn their account.

Such overdrafts are not entered in Table II, but are shown separately in Table III. Table IV shows the net creditor or debtor position of each country, i.e., the sum of the net positions within the limits of the agreements (Table II) plus the net positions outside such limits (Table III). Finally, Table V compares the unused bilateral credit under each payment agreement to the original credit ceiling.

Table I indicates the theoretical maximum of credits made available under the agreements. Since the same amounts always appear twice, however, and since it is impossible for the same country to be simultaneously a creditor and debtor vis-à-vis the same partner, the maximum of available credits is only half of the total shown, i.e., \$ 659 million of the \$ 1 317,9 million shown in the table.

In practice, however, the bilateral character of the agreements prevents anything approaching a full utilization of the credit margins. Of the theoretical maximum of \$ 659 million, only \$ 271 million net had been utilized up to August 31. It should be noted, however, that the gross cumulative drawings were certainly far in excess of this figure, but were reduced to the lower amount through fluctuations and reversals of net positions over the period of the agreements.

Table III indicates the extent to which mutual credits were overdrawn as of the same date (August 31, 1947). It is striking to note that such overdrafts totalled \$ 144 million, bringing up total credits to \$ 411 million (Table IV), or more than 50 per cent above the credits used within the limits of credit ceilings. Eighty per cent of the total overdrafts, however, represent excess drawings by the United Kingdom, and may have been in part the object of informal understandings amounting in fact to an increase in credit ceilings. In the case of Belgium, it is known that the credit ceiling was raised on the 9th of September from \$ 20 to \$ 109 million.

Table IV shows the net position of the various countries, whether within or beyond the credit ceilings of the agreements. Seven countries, Belgium, Switzerland, Norway, Sweden, Portugal, the Netherlands and Austria, were in a net credit position, and five countries, Denmark, the United Kingdom, France, Italy and Germany (French Zone) in a net debtor position. The concentration both of creditor and debtor positions is indicated by the fact that three countries accounted for more than 85 per cent of the total net credits (Belgium, 37 per cent; Switzerland, 28 per cent, and Norway, 21 per cent), and three other countries for more than 98 per cent of the net debits (Denmark, 39 per cent, U.K., 37 per cent and France 22 per cent).

Table V compared, for all bilateral debtor positions, the amount of the original credit ceiling and the unused amount as of August 31, 1947. It can be seen that in a large number of cases, credit ceilings were nearly exhausted or even overdrawn, especially

with respect to credits extended by Belgium. The network of bilateral credit agreements was rapidly approaching a state of paralysis, from which it could be saved by new credit extensions or by the multilateralization of the agreements.

Robert Triffin, "The Unresolved Problem of Financing European Trade", International Monetary Fund, Research Department, Staff Memorandum No. 160, 16 décembre 1947

1^{er} mars 1950

La multilatéralisation progressive des devises en Europe

par Robert Triffin.

Les incroyables progrès réalisés depuis la guerre dans la reconstruction physique de l'appareil de production Européen rendent enfin possible, autant que nécessaire, un effort similaire de reconstruction du système monétaire, et spécialement du mécanisme des règlements internationaux. Ce n'est pas là tâche aisée, et l'une des premières difficultés à vaincre est de débarrasser nos esprits de vagues souvenirs d'un passé révolu, et de choisir clairement les objectifs les plus urgents et les plus réalisables dans les conjonctures présentes, économiques, sociales et politiques. A cet égard, rien ne risque d'obnubiler et de fausser notre jugement qu'une nostalgie émotive et quasi-maladive des grandeurs passées de l'étalon-or classique.

En dépit d'excellentes études sur le fonctionnement théorique et pratique de l'étalon-or – ou peut-être à cause d'elles – l'on a trop tendance à adopter à cet égard une attitude monolithique, acceptant ou rejetant en bloc l'étalon-or comme modèle d'action pour l'avenir. Tandis que les uns y voient la seule planche de salut, les autres n'y voient qu'une illusion vouée à un échec certain. De telles controverses sont essentiellement stériles sur le plan de l'action. L'étalon or classique était formé d'un conglomérat de mécanismes distincts, d'importante variable, et plus ou moins adaptés, ou même acceptables, à l'environnement économique actuel. Il importe donc de voir clairement quelles étaient les fonctions les plus essentielles de l'étalon-or qui font encore défaut dans le mécanisme – ou le chaos – monétaire actuel, et par quels moyens – anciens ou nouveaux – ces fonctions peuvent être pratiquement restaurées dans le monde aujourd'hui.

I. Imperfection des estimations

1. La convertibilité de la monnaie nationale en or métal, et vice-versa, de l'étalon-or classique servait à la fois une fonction interne et une fonction externe.

Sur le plan interne, elle imposait à l'émission monétaire des limites assez étroites, entraînant elles-mêmes certaines exclusives quant aux possibilités d'utilisation du système monétaire ou bancaire pour le financement des besoins de l'Etat ou de l'économie privée. Les variations de l'émission monétaire se trouvaient ainsi liées dans une large mesure aux fluctuations de la balance des paiements, un surplus net d'or ou de devises entraînant une expansion de l'émission, et un déficit net une contraction du volume monétaire. Expansion et contraction se trouvaient multipliées par le système fractionnel de réserves monétaires et bancaires. Ce mécanisme facilitait évidemment les réajustements internationaux de prix et de coûts et la stabilisation des parités monétaires internationales. Sur le plan interne, ses conséquences variaient grandement d'un pays à l'autre.

Dans les pays évolués, de production diversifiée et largement dirigée vers le marché interne, il assurait une stabilité relative, mais automatique, du volume monétaire. Dans les pays neufs, caractérisés par la monoculture et étroitement dépendant des échanges internationaux de matières premières ou produits agricoles contre produits manufacturés d'origine étrangère, il conduisait au contraire à de brusques et énormes mouvements d'expansion et de contraction, insoutenables en pratique sur le plan économique comme sur le plan politique. Il n'est donc pas étonnant de constater que la stabilité tant vantée de l'étalon-or au XIXe siècle se vérifiait surtout dans les pays de civilisation économique avancée. Ailleurs, et notamment en Amérique latine, l'étalon-or ne résistait que par intermittence à l'instabilité structurelle de la balance des paiements. Tout déficit profond des paiements internationaux conduisait rapidement à la suspension de l'étalon-or et à la dépréciation de la monnaie sur les marchés libres, tant à raison de l'insuffisance des réserves monétaires qu'à raison de l'excessive déflation interne résultant du déficit externe. D'autre part, un surplus prononcé de la balance des paiements était généralement suivi de la restauration de l'étalon-or avec changes fixes afin d'éviter une appréciation de la monnaie et une diminution correspondante des prix d'exportation traduits en monnaie nationale. Cette alternance de l'étalon-or et du change flottant communiquait dès lors au système monétaire une tendance constante vers l'inflation et la dépréciation de la monnaie. La stabilité monétaire était en fait incompatible dans ces pays avec le système classique de l'étalon-or, et n'eût pu être obtenue que par une politique de neutralisation des influences perturbatrices de la balance des paiements, combinée avec une abstention rigide de toute expansion monétaire interne de caractère inflationniste. Ce fût précisément la politique inaugurée avec succès par la banque centrale d'Argentine, sous l'impulsion de Raoul Prebisch, dans la décade précédant la dernière guerre. Ce fut aussi le sens des réformes profondes et systématiques du système monétaire et bancaire que j'eus l'honneur de préparer pour divers pays d'Amérique latine au cours des années 1943-1947.

Les fonctions externes de la convertibilité de la monnaie nationale étaient en partie liées à son rôle interne. Le contrôle exercé sur l'émission monétaire par les fluctuations de la balance des paiements était une des conditions essentielles du maintien de la stabilité externe de la monnaie. Point n'est besoin de ressasser ici la théorie bien connue des mécanismes classiques de réajustement de la balance des paiements. Il importe, cependant, de souligner ici également les graves limitations de cette théorie trop universaliste dans son application à la réalité concrète, notamment dans les régions périphériques de l'économie internationale²⁴.

Ces fonctions essentielles de l'étalon-or, dès lors, ne peuvent être servies que très imparfaitement par un système uniforme, tenant insuffisamment compte des caractéristiques régionales des économies qu'il doit servir. La même remarque s'applique, avec autant ou plus de force encore, aux différences historiques profondes qui séparent notre monde du XIXe, et qui doivent également se traduire par des réadaptations fondamentales de l'étalon-or classique.

2. Il importe, en second lieu, de distinguer radicalement entre diverses significations bien différentes du terme « convertibilité ». Une monnaie peut être considérée comme librement convertible s'il est permis à chacun de l'échanger librement en or-métal, ou même simplement en monnaies étrangères. La définition classique de la convertibilité impliquait davantage, car elle prévoyait également que cet échange serait assuré à une parité-or ou à des parités de change constantes, garanties par l'intervention de l'institut d'émission. De fait, la suspension de la convertibilité n'impliquait jamais autrefois que la suspension de la convertibilité fixe, mais laissait entière la libre conversion dans le premier sens indiqué plus haut. Cette distinction est essentielle pour l'analyse qui doit suivre. Qu'il suffise d'indiquer brièvement ici, que dans les cas où la rigidité croissante des coûts internes, ou les pressions politiques et sociales pour une politique de plein emploi ou même de suremploi, rendent impossibles les réajustements internes nécessaires au fonctionnement de l'étalon-or, les réajustements externes de change peuvent encore permettre le maintien de l'équilibre international de coûts et de prix essentiel à la libre convertibilité. En pratique, par conséquent, l'on pourra être amené, dans certaines circonstances, à devoir faire un choix entre le maintien de la libre convertibilité et le maintien des parités monétaires, la seconde alternative n'étant plus possible que par l'introduction de contrôles de changes ou de restrictions directes aux importations. La stabilité des changes est certes un but louable des efforts de reconstruction monétaire internationale. Il est moins sûr qu'elle doive prendre le pas sur un autre but de ces efforts, la restauration de la liberté

²⁴ Je renvoie à mon étude « National Central Banking and the International Economy » publiée par le Board of Governors of the Federal Reserve System, Post War Economic Studies, No 7, Washington, September 1947, et The Review of Economic Studies, Volume XIV, No 2

des changes. En tout état de cause, le terme « convertibilité » implique, sans doute aucun, un minimum de liberté dans les transactions et serait inapplicable à un système de changes stables, mais entièrement contrôlés.

3. Le troisième point à élucider est le degré de liberté des changes indispensables pour donner un sens à la notion de convertibilité. La convertibilité classique impliquait le droit pour l'individu d'échanger librement la monnaie nationale contre l'or-métal et, directement ou à travers l'or lui-même, contre les monnaies étrangères. On admettra aisément que la liberté de transaction en or destinées uniquement à la thésaurisation interne ne peut être regardée comme essentielle à la convertibilité externe de la monnaie. Par extension de ce principe, la plupart des économistes admettront également certaines limites à la thésaurisation interne des devises étrangères²⁵, ou même à la liberté des mouvements internationaux de capitaux en général. Sans nier la désirabilité d'un régime pleinement libéral à cet égard, on peut reconnaître que de telles limitations peuvent, si elles sont pratiquement applicables dans un pays donné, la réserve est importante, spécialement dans les pays latins renforcer dans certains cas une politique de libre convertibilité et de stabilisation des changes en ce qui concerne les mouvements courants, et spécialement le commerce des marchandises. Quoi qu'il en soit, on tend certainement aujourd'hui, dans les conventions internationales, à définir la convertibilité uniquement par rapport aux transactions courantes, et à admettre une latitude très vaste en ce qui concerne la réglementation des mouvements de capitaux (voir par exemple l'article VI des Statuts du Fonds Monétaire International).

4. L'essence de la notion de convertibilité externe se réduit ainsi à la notion de transférabilité généralisée de la monnaie nationale en devises étrangères pour le règlement des transactions courantes. La convertibilité-or de la monnaie, dans ce cadre restreint, n'a elle-même pour but que de permettre la transférabilité en n'importe quelle devise, et non pas seulement en certaines devises déterminées. Une transférabilité généralisée en devises atteindrait le même objectif.

Une telle définition est évidemment beaucoup plus restrictive que la définition classique de la convertibilité. D'autre part, elle ne peut avoir de valeur réelle que si elle implique également une extension plus vaste et un débordement du domaine monétaire vers le domaine économique. Rien ne servirait en effet de permettre la libre acquisition des devises étrangères, mais uniquement pour le règlement des transactions courantes, si ces transactions sont elles-mêmes limitées par des restrictions directes aux importations. Contrôle de changes et restrictions aux importations constituent,

²⁵ Le terme de thésaurisation interne est évidemment quelque peu paradoxal, mais pourrait se définir par opposition aux investissements extérieurs non motivés par les craintes de dépréciation de la monnaie nationale.

pour une large part, des techniques alternatives permettant d'atteindre un résultat identique. La restauration de la convertibilité, dans le sens restreint dont il est ici question impliquerait donc au minimum l'abolition intégrale de toutes restrictions quantitatives – de change et de commerce – en ce qui concerne les transactions courantes.

5. Même ainsi limitée, la convertibilité monétaire n'apparaît guère susceptible d'être rétablie immédiatement et sans transition par les pays Européens. Il est universellement admis que seul un progrès graduel, plus ou moins rapide, peut être réalisé en pratique dans cette direction. Ceci nous amène à considérer un dernier aspect – et peut-être le plus fondamental – de la notion classique de convertibilité. Je veux parler de la multilatéralisation des échanges et des paiements, par contraste avec les techniques bilatérales et discriminatoires qui caractérisent le système actuel.

En effet, et d'un point de vue purement international²⁶ des restrictions quantitatives, mais entièrement multilatérales, aux importations ne diffèrent pas essentiellement dans leurs effets des restrictions douanières, traditionnelles sous l'étalon-or lui-même. Il est en effet toujours possible de substituer un droit de douane à un contingent d'importation et d'obtenir une restriction exactement équivalente de l'importation correspondante. Un cas limite serait celui de la vente aux enchères de licences d'importations dans le cadre du contingent autorisé;

Sans nier aucunement l'importance d'une élimination rapide, bien que nécessairement graduelle, des restrictions quantitatives, il est permis d'observer que les arguments internationaux en faveur d'une telle politique se rapprochent des arguments pour l'élimination des barrières douanières elles-mêmes. On force l'argumentation au-delà de la logique, et même du sens commun, lorsqu'on se contente de souligner l'effet restrictif de telles mesures sur le commerce international. Un pays en déficit

²⁶ La différence et les énormes désavantages des restrictions quantitatives ont davantage trait à leur irrationalité du point de vue interne: arbitraire administratif, création de rentes (windfall profits) injustifiées au profit des obtenteurs de licences, incertitude et insécurité commerciales, distorsion des conditions internes de concurrence, ... On pourrait aisément démontrer que la sélectivité et l'efficacité des contrôles quantitatifs – principal ou unique argument en leur faveur – peuvent être parfaitement retenus par un système sélectif de contrôles basés sur les réactions du marché. Ceci resterait vrai même pour une économie planifiée où le contrôle des prix et le rationnement remédient partiellement aux défauts des restrictions quantitatives. Les recettes qu'assureraient à l'Etat les techniques de contrôle par le marché permettraient une souplesse additionnelle de manœuvre pour maintenir à un niveau préférentiel certains coûts de production ou de consommation. J'ai développé certaines de ces idées dans une contribution intitulée « Exchange Contrôle and Equilibrium » à Foreign Economic Policy for the United States, édité par Seymour E. Harris, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1948. Elles ont aussi servi de base aux réformes du contrôle des changes de divers pays d'Amérique Latine.

fondamental ne peut éviter à la longue des mesures de réajustement. Quelles qu'elles soient – restrictions de change ou d'importation, hausse des tarifs douaniers, dévaluation monétaire, déflation,... ces mesures tendront en général à réduire les dépenses à l'extérieur au niveau des recettes disponibles. La dévaluation ou la compression des coûts internes auront souvent – mais pas nécessairement toujours – l'avantage de développer en même temps que les recettes d'exportation. Il reste cependant des cas où des restrictions quantitatives ou forfaitaires, de caractère sélectif seront préférables à de telles mesures générales de correction du déficit.

Au point de vue international, la nocivité essentielle des restrictions quantitatives réside dans une administration bilatérale ou discriminatoire de ces restrictions. En régime d'inconvertibilité, les pays cherchent à éviter les paiements en or auxquels les exposerait normalement leurs déficits bilatéraux. Ils disposent pour ce faire de deux moyens principaux:

- A. L'adoption effective de restrictions discriminatoires à leurs propres importations en provenance de leurs créanciers bilatéraux, et autres transactions donnant lieu à des paiements des ces pays ²⁷;
- B. La menace d'adoption ou de renforcement de telles restrictions afin de forcer leurs créanciers :
 - a) Soit à discriminer eux-mêmes en faveur des importations en provenance du débiteur,
 - b) Soit à financer le déficit bilatéral du débiteur à leur égard, notamment par l'accumulation (limitée ou illimitée) de comptes créditeurs plus ou moins intransférables, ou mêmes bloqués, dans la monnaie du débiteur.

Les méthodes mentionnées à l'alinéa 2 conduisent à rejeter sur le créancier la responsabilité de réduire ou de financer le déficit du débiteur. Les pressions que le débiteur est à même d'exercer pour forcer son créancier à adopter de telles mesures dépendent de l'importance du marché débiteur comme débouché pour les exportations du créancier. Un petit pays, ou un pays dont les exportations sont de caractère peu

²⁷ Le débiteur peut aussi stimuler directement ses exportations vers ses créanciers bilatéraux, mais cette politique est généralement plus difficile à mettre en œuvre, et plus limitée dans son application pratique, excepté grâce aux méthodes de pression indiquées à l'alinéa 2.

essentiel ou sont sujettes à une forte concurrence internationale, sera particulièrement vulnérable à de telles pressions, surtout de la part de grands pays acheteurs.

Le financement plus ou moins forcé du débiteur par le créancier permettra de prolonger des courants commerciaux multilatéraux, en accord avec les conditions comparatives de prix et de coûts. Les possibilités d'un tel financement sont cependant étroitement limitées. Un pays bilatéralement créancier d'un autre peut très bien être lui-même un pays relativement pauvre et en déficit net global vis-à-vis des autres pays pris dans leur ensemble. Peu de pays, sauf peut-être les Etats-Unis, sont aujourd'hui en mesure de financer indéfiniment les déficits de leurs partenaires. Tôt ou tard, un tel financement trouvera sa limite, et le pays créancier n'aura d'autre alternative pour liquider ses créances accumulées – ou même simplement pour arrêter le processus d'accumulation – que d'instaurer des discriminations de commerce ou de change en faveur de son débiteur.

Les techniques d'invertibilité et de non-transférabilité discutées dans ce paragraphe aboutissent donc inévitablement à une distorsion profondément anti-économique des courants commerciaux par la création de pressions discriminatoires et plus ou moins étroitement bilatérales. Elles détruisent à sa base le mécanisme international d'ajustement des prix et des coûts, et permettent le maintien et le développement de structure artificiellement élevées de coûts internes protégés contre la concurrence internationale par des discriminations volontaires ou forcées. Les pays même ainsi protégés contre les adaptations traditionnelles de coûts ou de change voient décroître constamment leur capacité de concurrence sur les autres marchés, et par conséquent leurs recettes en monnaie convertible. Ceci les force à aggraver encore leurs discriminations et à acheter à prix plus élevés dans certains marchés des marchandises ou matières premières disponibles ailleurs à meilleur compte. Leurs coûts de production s'accroissent en conséquence, et leurs ventes dans les pays à monnaie convertible diminuent de nouveau, les obligeant à de nouvelles et dispendieuses discriminations. Une telle spirale ne laisse évidemment aucune place aux mécanismes traditionnels de réajustement de la balance des paiements, mais impose au contraire une aggravation constante des contrôles et de l'arbitraire administratif, et un abaissement général des niveaux de vie, surtout pour les pays les plus vulnérables aux pressions que d'autres peuvent exercer sur eux²⁸.

²⁸ Ces remarques, cependant, ne diminuent en rien les responsabilités que peuvent encourir les pays en surplus global dans le développement des déséquilibres internationaux de paiements, ni les inconvénients qu'il y aurait à faire porter uniquement sur les débiteurs le poids des mesures indispensables de réajustement. Les arguments en ce sens abondent aujourd'hui, mais tendent trop souvent à éluder toute responsabilité et tout mécanisme de réajustement de la part des pays déficitaires. Le professeur Ragnar Frisch, notamment, a développé devant les Nations Unies un argument extrêmement intéressant en faveur de restrictions discriminatoires par les pays débiteurs contre les

6. En conclusion, les efforts de reconstruction monétaire internationale devraient tendre essentiellement:

- a) d'abord, et surtout, à l'élimination des techniques bilatérales ou discriminatoires, et au rétablissement d'un système multilatéral d'échanges et de paiements;
- b) en second lieu, mais en second lieu seulement, à l'élimination graduelle des restrictions quantitatives de change et de commerce, tout au moins en ce qui concerne les mouvements courants;
- c) en troisième lieu, mais en troisième lieu seulement, à la stabilisation des changes et à l'abaissement des barrières douanières.

Il importe en outre de ne pas perdre de vue que ces deux derniers objectifs ne pourront être assurés pleinement et simultanément que si la politique monétaire interne des pays permet le maintien ou les ajustements de prix et de coûts nécessaires à l'équilibre externe de la balance des paiements. Si tel n'est pas le cas – et l'action internationale est ici particulièrement difficile et limitée – le troisième objectif devrait rester subordonné au second, tant dans l'intérêt national, que dans l'intérêt de la communauté internationale.

II. Convertibilité régionale ou internationale

La première partie de cet article nous a conduits à considérer comme l'objectif premier de la restauration monétaire internationale la multilatéralisation effective des échanges et des paiements, et comme second objectif, l'élimination aussi rapide que possible des restrictions quantitatives, tout au moins en ce qui concerne les transactions courantes. Toutes deux font partie intégrante du programme de coopération monétaire internationale assigné à Bretton Woods au Fonds Monétaire International. L'on peut légitimement s'étonner dès lors de les voir confier, dans les projets couramment discutés par l'OECE, à une Union européenne de paiements dont la création est considérée nécessaire à cet effet.

pays créanciers. Ses thèses me paraissent valides dans le cas de déséquilibres purement temporaires ou de déséquilibres dus exclusivement à une déflation excessive ou à d'autres politiques restrictives de la part des pays en surplus. D'autre part, les recommandations qu'il énonce supprimeraient toute discipline nécessaire à la correction de politiques inflationnistes, et seraient d'ailleurs inapplicables en pratique; les pays en déficit restreindraient-ils leurs importations de matières premières essentielles de provenance des créanciers, tout en admettant librement les parfums exportés par les débiteurs?

Les raisons de cette attitude sont extrêmement complexes et certaines sortiraient du cadre de cet article.

Tout d'abord, les statuts du Fonds lui assignent également la tâche de promouvoir la stabilité des changes. Ils prévoient à cet effet certaines procédures fort précises, trop précises même, et dont la rigidité s'adaptait mal au problème tel qui se posait dans l'immédiate après-guerre. Cette procédure, inspirée de façon excessive des craintes de voir se renouveler les dévaluations concurrentielles des années 1918-1919²⁹, permettait au Fonds de s'opposer à une dévaluation proposée par un membre, mais ne lui permettait guère de prendre l'initiative en ce qui concerne le taux, et moins encore la nécessité, d'un changement de parité par un membre³⁰.

Le fonds fut donc accusé, et bien à tort, dans les années qui suivirent d'avoir systématiquement préféré la stabilité de changes irréels à la liberté des changes, l'abolition des contrôles, et l'établissement graduel de parités réalistes, effectives, et durables entre les monnaies des pays membres. Il n'en reste pas moins vrai que, lié par ses statuts, le Fonds eût rencontré les plus grandes difficultés à promouvoir une libération générale des contrôles sur la base des changes existants. Il reste aussi vrai d'autre part que la procédure de consultation prévue par le Fonds en ce qui regarde les modifications de parités monétaires constitue une garantie précieuse pour l'avenir. Si certains assouplissements et amendements apparaissent aujourd'hui désirables, à la lumière de l'expérience acquise, ses déficiences se réfèrent avant tout au problème transitoire d'un retour général à la liberté et à la stabilité monétaire à l'issue d'une longue période de trouble et de chaos, et beaucoup moins au problème permanent de faciliter les ajustements individuels de change qui se révéleraient nécessaires plus tard dans le cadre d'un ordre monétaire international préalablement restauré.

Une seconde limitation, apparentée d'ailleurs à la précédente, dérive des règles du Fonds relatives à la libération des contrôles. Tout d'abord, la juridiction du Fonds est strictement limitée au contrôle des changes proprement dit, et ne s'étend en aucune manière aux restrictions directes au commerce. Les deux techniques, cependant, nous l'avons souligné plus haut, peuvent avoir des résultats identiques, et toute attaque contre l'une risque de rester futile si les états conservent les mains entièrement libres en ce qui regarde l'autre. En outre, l'Article XIV des statuts du Fonds, qui règle le retour à la liberté des changes, limite étroitement les pouvoirs de l'organisation jusqu'à la fin d'une période de transition qui s'étendra, pour le moins, jusqu'au 1^{er}

²⁹ On a d'ailleurs exagéré grandement l'importance de ce facteur dans l'instabilité monétaire, spécialement en ce qui concerne les dévaluations qui suivirent la crise mondiale.

³⁰ Les pouvoirs du Fonds étaient plus vastes lors de la détermination initiale des parités (automne 1946), mais les circonstances se prêtaient fort mal à cette époque à un choix judicieux de parités, le moment étant encore prématuré pour une stabilisation durable des monnaies.

mars 1952. Plus tard, la matière sera réglée par l'Article VII qui soumet à l'approbation du Fonds l'institution par un membre de contrôles de change sur les mouvements courants. De nouveau, par conséquent, les statuts du Fonds apparaissent bien adaptés à l'avenir qu'au présent immédiat.

Enfin, et toujours en harmonie avec ce qui précède, les statuts restent entièrement muets quant à la possibilité d'engagements mutuels et simultanés par un groupe de pays en ce qui concerne la libéralisation ou la multilatéralisation des restrictions de change. Ils ne traitent de façon explicite que du relâchement ou de l'élimination des restrictions par chaque pays pris isolément. Or, il est certain que toute action individuelle et isolée dans cette direction est infiniment plus risquée qu'une action concertée et réciproque entre un groupe de pays. L'Allemagne Occidentale en fait en ce moment même l'expérience.

Les accords bilatéraux de commerce et de paiements conclus en Europe à l'issue de la guerre mondiale constituèrent un premier pas en avant par rapport à l'action individuelle et isolée dans le cadre purement national. Leur extension progressive au plan régional et, plus tard, leur coordination avec d'autres systèmes régionaux ou avec les pays tiers apparaissent comme la transition la plus normale entre l'autarcie nationale et une organisation pleinement internationale des échanges et des paiements.

Une telle transition est quasi indispensable lorsque les risques de la convertibilité monétaire sur le plan mondial sont aggravés par des déséquilibres profonds entre les différentes régions. Les risques de la convertibilité seront plus facilement acceptés, et auront des conséquences moins brutales, entre pays voisins ayant suivi une évolution plus ou moins parallèle tant dans la désorganisation due à la guerre que dans la reconstruction qui a suivi. C'est ainsi que l'équilibre approximatif déjà atteint entre les pays du groupe Fibenel les disposent à une entente assez étroite, avec les risques limités que comptera l'interconvertibilité monétaire entre eux. L'interconvertibilité entre tous les pays de l'OECE requiert un effort plus grand et un appui financier important tant de la part de certains membres que de la part de l'ECA. La convertibilité immédiate en dollars, enfin, serait encore prématurée à ce stade et constituerait un risque inacceptable pour la plupart des pays Européens.

La minimisation des risques constitue sans doute le principal attrait de l'approche régionale vers la convertibilité mais d'autres avantages en découlent également. Des pays étroitement liés entre eux par la géographie et la tradition s'engageront plus facilement entre eux à s'accorder l'entraide financière qui apparaîtrait nécessaire pour surmonter les difficultés initiales. Les pays dont la balance des paiements profitera des accords financeront temporairement une partie tout au moins des déficits correspondants de leurs partenaires. Enfin, pour éviter un abus de ces facilités automatiques

de financement, les membres s'accorderont plus aisément entre eux sur certaines procédures de coordination de leurs politiques monétaires et économiques indispensables pour redresser les déséquilibres que révéleraient les mesures de multilatéralisation et de libéralisation mutuellement acceptées. De tels engagements financiers et politiques seraient irréalisables sur le plan mondial, entre pays se connaissant trop mal pour s'accorder la confiance nécessaire. Ils dépassent certes, comme les mesures de libéralisation qu'ils sont destinés à appuyer, les engagements acceptés sur le plan international par tous les membres du Fonds.

Tout ceci empêchait le Fonds d'imposer, mais non de proposer, à ses membres un effort concerté vers la multilatéralisation et la libéralisation de leurs relations de change et de paiements, fut-ce même dans le cadre régional. De nombreuses propositions de ce genre furent de fait longuement discutées par l'organisation au cours des trois dernières années. Les difficultés qui paralysèrent une action effective du Fonds sont du même ordre que celles que rencontre encore aujourd'hui l'Organisation Européenne de Coopération Economique. Il s'y ajoutait, en outre, un autre problème majeur. Le Congrès ayant voté le plan Marshall après une étude approfondie de la charge maximum que pouvait s'imposer l'économie américaine pour aider au rétablissement de l'Europe, il fallait craindre que toute dépense additionnelle de dollars par le Fonds en Europe n'incitât les Etats-Unis à réduire d'autant les allocations du plan Marshall. Le Fonds pouvait malaisément dans ces conditions appuyer financièrement les propositions qu'il aurait pu faire en vue de promouvoir la multilatéralisation et la libéralisation des changes en Europe. L'initiative en ce domaine passa donc temporairement du Fonds Monétaire International à l'Organisation Européenne de Coopération Economique et à l'ECA.

Les observations qui précèdent n'impliquent cependant en aucune façon un effacement définitif du Fonds Monétaire. Elles se rattachent toutes aux limitations du Fonds par rapport à une tâche essentiellement transitoire: le passage graduel de l'instabilité et de l'inconvertibilité générale des monnaies à une nouvelle structure internationale de changes raisonnablement libres et stables. Ce stade une fois atteint, le mécanisme normal du Fonds – c'est-à-dire un effort international de solution des difficultés monétaires rencontrées par l'un ou l'autre pays, pris isolément – recouvre sa validité. Les accords régionaux ne peuvent trouver leur aboutissement final que dans la convertibilité générale des monnaies, et non dans la constitution permanente de blocs régionaux plus ou moins autarciques. L'approche régionale s'adapte à merveille aux problèmes de transition, mais elle ne peut se substituer aux méthodes de coopérations pleinement internationales qui sont le but essentiel et la raison d'être même du Fonds Monétaire.

III. Le plan d'Union européenne de paiements

Le plan d'Union européenne de paiements qu'étudie en ce moment l'OECE répond essentiellement aux critères développés ci-dessus. Se plaçant sur le plan régional qui est celui de l'OECE il vise à atteindre trois buts limités, mais essentiels:

1. multilatéraliser immédiatement les restrictions de change et de paiement entre pays membres;
2. libéraliser et éliminer graduellement ces restrictions;
3. promouvoir les mesures fondamentales de réajustement indispensables à la réalisation des deux objectifs précédents.

1. Multilatéralisation des paiements

Le retour à un système commercial multilatéral, et d'élimination des restrictions bilatérales et discriminatoires qui entravent et faussent les échanges commerciaux, dépendent en tout premier lieu du rétablissement d'un système multilatéral des paiements, c'est-à-dire de la transférabilité des monnaies entre pays participants.

En effet, le maintien de relations commerciales multilatérales implique qu'un pays puisse régler ses déficits bilatéraux en transférant aux pays créanciers ses propres créances sur les pays vis-à-vis desquels il est en surplus. A défaut d'une telle transférabilité, les pays seront forcés d'éliminer leurs déficits bilatéraux, parce qu'incapables de les financer, et leurs surplus bilatéraux, parce qu'incapables à la longue d'accumuler indéfiniment les créances correspondantes sur leurs débiteurs.

Le retour à la transférabilité cependant ne peut être laissé, sans de graves inconvénients, aux initiatives individuelles et dispersées de chaque pays. En effet, un pays isolé, sera généralement incapable de régler en or, ou en monnaies convertibles, ses déficits bilatéraux aussi longtemps que ses propres débiteurs ne s'engagent pas de la même manière vis-à-vis de lui. Il ne peut davantage régler ses déficits bilatéraux par le transfert de ses créances bilatérales sans l'accord simultané des créanciers auxquels le paiement est dû et des débiteurs redevables du paiement.

Pour les mêmes raisons, un retour général à la transférabilité, tel qu'il résulterait par exemple du rétablissement pur et simple de l'étalon-or, resterait extrêmement vulnérable, si la transférabilité restait liée exclusivement aux décisions nationales des pays en cause. On oublie trop à cet égard que l'étalon-or classique ne constituait en aucune manière un système institutionnellement et juridiquement multilatéral. L'adoption ou le rejet des obligations imposées par l'étalon-or dépendait exclusivement de décisions nationales et unilatérales des pays intéressés, et chacun pouvait, à tout moment, reprendre son entière liberté à cet égard sans trahir aucun engagement international. Ceci n'avait qu'une importance secondaire pour le fonctionnement du système aussi longtemps qu'un abandon de l'étalon-or signifiait uniquement la substitution d'un taux de change – fut-il même temporairement flexible – pour un autre taux de change, la convertibilité en or ou du moins en devises, étant maintenue. De telles fluctuations

comportaient de graves inconvénients que cherche à parer le système de consultation établi par le Fonds Monétaire International. Bien plus grave, cependant, est le développement des techniques modernes d'inconvertibilité monétaire et de contrôle des changes. Une défection de l'étalon-or peut signifier aujourd'hui – et signifie généralement – le refus par un pays de couvrir en or, ou en monnaies convertibles, ses déficits bilatéraux³¹, à quelque taux de change que ce soit. L'abandon de l'étalon-or, ainsi entendu, revêt immédiatement des conséquences infiniment plus graves qu'un simple détachement de la parité monétaire. En effet, les pays créanciers du premier se trouvent ainsi empêchés, d'utiliser ces créances bilatérales pour financer leurs propres déficits bilatéraux dans d'autres relations, et peuvent être forcés à abandonner eux-mêmes la convertibilité. Une défection isolée risque ainsi de faire boule de neige et de provoquer à brève échéance l'écroulement de tout le système multilatéral de paiements.

Les plans d'Union européenne de paiements répondent à ces difficultés en proposant l'instauration d'un système de paiements juridiquement et institutionnellement multilatéral, protégé contre des décisions nationales et unilatérales d'inconvertibilité. L'EPU, en effet, abolirait tout règlement or de caractère bilatéral entre banques centrales. Un pays ne serait amené à faire des paiements en or qu'à l'EPU lui-même – et non à ses créanciers bilatéraux – et uniquement pour régler un déficit net global vis-à-vis des autres pays participants pris dans leur ensemble. Similairement, un pays ne recevrait de l'or que de l'EPU – et non de ses débiteurs bilatéraux – et uniquement en règlement d'un surplus net global vis-à-vis du reste du groupe.

Dans ces conditions, aucun pays n'aurait intérêt – tout au moins du point de vue de sa balance des paiements – au maintien de restrictions bilatérales ou discriminatoires contre d'autres pays participants. Le but essentiel, et le corollaire direct, du nouveau système de paiements intra-européens serait de permettre, de stimuler, et même d'imposer, une multilatéralisation complète et immédiate de toutes restrictions de commerce ou de change entre pays participants. Le premier des objectifs monétaires internationaux analysés plus haut serait ainsi atteint.

2. Libéralisation des paiements

Le second objectif, c'est-à-dire la libéralisation du commerce et des paiements, requiert certaines mesures additionnelles. Tous les pays Européens ne sont pas encore à même d'assurer le paiement en or de leurs déficits globaux en Europe, même limités par les contrôles quantitatifs existants. Une application stricte du système de paiements décrit plus haut irait donc au-delà des possibilités actuelles, et retarderait en

³¹ Quasi équivalente à cette technique d'inconvertibilité monétaire proprement dite, est l'application de contrôles discriminatoires de change ou de commerce visant à éliminer directement les déficits bilatéraux eux-mêmes.

tout cas le mouvement vers la libéralisation des échanges, récemment amorcé par l'OECE. De plus, toute détérioration future – même transitoire – de la balance de paiements d'un pays pourrait l'obliger, en l'absence de réserves monétaires adéquates, à restaurer dès la première bourrasque, les restrictions qu'il aurait abandonnées.

Le système doit dès lors être complété par la création de certaines facilités de crédit, qui jouent le même rôle amortisseur que les réserves d'or des pays sous l'étalon-or. Ces facilités de crédit existent déjà aujourd'hui, dans les accords de paiement existant, mais sous une forme purement bilatérale. Ces accords, en effet, prévoient dans chaque relation bilatérale, certaines marges réciproques de crédit qui peuvent être utilisés pour solder un déficit bilatéral, évitant dès lors – ou plutôt retardant – la nécessité de paiements en or.

Les divers accords intra-européens de compensation monétaire, patronnés par la BRT et l'OECE tentèrent de multilatéraliser ces accords à travers la transférabilité des soldes créanciers ou débiteurs accumulés dans les relations bilatérales. Ces efforts n'aboutirent cependant qu'à des résultats extrêmement limités. Les membres de l'OECE s'engagèrent, après de longues négociations, à accepter automatiquement toutes compensations dites « de première catégorie », c'est-à-dire les compensations qui ne produiraient que des réductions de soldes. Ils refusèrent, d'autre part, de s'engager en ce qui concerne les compensations « de seconde catégorie », c'est-à-dire celles qui ne seraient réalisables qu'au prix d'un accroissement d'un ou de plusieurs soldes bilatéraux. Cette distinction pourrait s'exprimer différemment en disant que les compensations de seconde catégorie sont celles qui laissent derrière elles certains transferts de créances, non absorbés par les règlements courants à effectuer.

Ces règles limitaient les compensations automatiques à ce que l'on a appelé des « circuits fermés » où la dette d'un pays est compensée par un crédit sur un second pays lui-même créancier d'un troisième, etc. Le dernier pays de la chaîne étant enfin créancier du premier. De telles conditions étant rarement réalisées en pratique, les compensations n'ont pu jouer qu'un rôle dérisoire dans la multilatéralisation des paiements.

Un accord plus vaste de compensation était cependant impossible aussi longtemps que les relations entre créanciers et débiteurs restaient sur une base purement bilatérale. En effet, le résultat automatique d'un tel accord eut été de nettoyer les positions des pays en équilibre relatif et de concentrer les créances sur les pays en surplus global, et les dettes sur les pays en déficit global en Europe. Les créanciers nets auraient donc trouvé leurs créances concentrées sur les pays les plus faibles, et les débiteurs nets auraient trouvé leurs dettes concentrées sur les pays dont la monnaie était la plus dure en Europe. L'un et l'autre groupe devraient inévitablement s'opposer à de telles opérations qui auraient profité exclusivement aux pays intermédiaires dont les dettes

en monnaies relativement dures auraient été éteintes par des cessions de créances sur les pays relativement faibles.

Cette difficulté ne pouvait être surmontée que par la multilatéralisation des créances et des dettes elles-mêmes à travers un organisme commun. Le plan EPU prévoit que les créanciers seront créanciers de l'EPU, et les débiteurs, débiteurs de l'EPU. Ceci impliquera sans doute une garantie solidaire, par tous les membres, des obligations en cause. C'est au travers d'une telle garantie solidaire que les pays dits intermédiaires apporteront leur indispensable contribution aux risques découlant de la compensation multilatérale intégrale des dettes et des créances.

Cette compensation intégrale des soldes conduit logiquement à la multilatéralisation des accords de paiements eux-mêmes. En effet, tous crédits accumulés dans certaines relations bilatérales pourront maintenant être transférés à l'EPU, en compensation de positions débitrices accumulées dans d'autres relations. Ex post, les crédits ou les dettes couverts par les accords bilatéraux de paiement se traduiront par des crédits ou des dettes vis-à-vis de l'EPU, plutôt que vis-à-vis du partenaire dans l'accord bilatéral.

Le projet d'Union Européenne de paiements prévoit par conséquent, en principe, le remplacement des accords bilatéraux actuels de paiement, par un accord multilatéral intra-européen. Chaque pays recevrait de l'EPU une ligne de crédit, pleinement multilatérale, qui lui servirait à financer son déficit global net en Europe. De même, chaque pays ouvrirait en faveur de l'EPU une ligne de crédit, pleinement multilatérale, qui servirait à financer tout surplus global net en Europe.

Les dettes et créances qui surgiront entre chaque pays et l'EPU seraient exprimées en une monnaie de compte unique, reflétant leur caractère multilatéral, et indispensable pour les opérations comptables de la compensation. La dénomination des dettes et créances en cette monnaie de compte impliquerait également une garantie de change, protégeant l'EPU et ses créanciers contre les pertes de change qui résulteraient de dévaluations monétaires nationales par les débiteurs.

La création d'une monnaie de compte européenne n'aurait donc initialement qu'une signification assez limitée. Cependant, on peut espérer que d'autres développements se grefferaient plus tard sur cette première mesure, si le mouvement d'intégration européenne continue à progresser dans l'avenir. L'emploi de la monnaie de compte européenne pourrait s'étendre au-delà de l'EPU à certains contrats gouvernementaux ou même privés facilitant par exemple le lancement d'emprunts intra-européens et la restauration progressive des marchés financiers paralysés aujourd'hui par le contrôle des changes et les craintes de dépréciation monétaire.

3. Mécanisme de réajustement

La multilatéralisation des paiements en or et la création d'un système également multilatéral de crédits intra-européens sont destinés à mettre sur pied un système de

paiements qui permette la transférabilité immédiate et la libéralisation progressive, mais rapide, des échanges Européens. Ces deux méthodes, cependant, doivent être coordonnées et harmonisées de façon à établir le rôle progressif des paiements or et des crédits dans le règlement des déficits et des surplus nets intra-européens.

On aurait pu se contenter de prévoir des plafonds multilatéraux de crédit – similaires aux plafonds bilatéraux des accords de paiement existants – à l'intérieur desquels le financement des soldes se ferait uniquement par des opérations de crédit, et au-delà desquels le règlement se ferait exclusivement en or. Un tel système, cependant, serait par trop rigide et risquerait de conduire successivement à un abus des facilités de crédit prévues, et au rétablissement des restrictions quantitatives dès l'épuisement de ces crédits.

Le système envisagé prévoit une coordination plus souple, qui serve en même temps à accroître graduellement la pression sur les pays débiteurs et créanciers pour corriger des déficits ou des surplus persistants et excessifs. Les débiteurs de l'EPU devront régler en or une fraction de leurs déficits, cette fraction augmentant graduellement jusqu'à 100 pour cent à mesure que leur position débitrice s'accroît. Un déficit modéré serait donc financé en grande partie par les crédits de l'EPU, mais la proportion de ces crédits au déficit à financer s'amenuiserait progressivement si les déficits continuent à s'accumuler. Les débiteurs seront donc soumis à une pression croissante pour les forcer à adopter les mesures de correction indispensables au rétablissement de leur équilibre.

On a également envisagé un système parallèle pour les créanciers, leur surplus sur l'EPU leur donnant droit à des règlements or en proportion décroissante – et les forçant à étendre à l'EPU des crédits croissants – à mesure que leur position créancière augmente. Ceci soulève cependant certaines difficultés dont la discussion alourdirait excessivement l'exposé sommaire qui est ici tenté.

En tout état de cause, le système de paiements fractionnels gradués de manière distincte par les créanciers et les débiteurs entrainera certaines discordances entre les recettes or de l'EPU en provenance des débiteurs et les paiements or de l'EPU aux créanciers. L'EPU perdra de l'or au début de ses opérations, mais regagnera ces pertes aux stades ultérieurs de ses opérations. En outre, certaines pertes d'or, peut-être définitives – mais nécessairement limitées – doivent également être envisagées comme possibles au cas où se produirait une convergence excessive de déficits nombreux,

mais modérés sur un nombre restreint de pays créanciers³². Ce second problème cependant, est moins grave en pratique qu'il n'apparaîtrait en théorie, et son incidence quantitative sur le montant de réserves or nécessaires peut aisément être réduite à des dimensions raisonnables. De nouveau, l'examen détaillé de la question nous entraînerait au-delà des limites assignées à cette étude.

Il n'en reste pas moins qu'un fonds de réserve en or ou en monnaies convertibles est indispensable au fonctionnement de l'EPU. Il est prévu qu'un tel fonds sera constitué en dollars libres apportés à l'EPU par une allocation spéciale de l'aide EGA pour l'année à venir.

Le réajustement de déficits ou surplus excessifs ne dépendra pas uniquement des mesures automatiques discutées ci-dessus. Il est également admis que l'EPU aura le droit et le devoir de suivre régulièrement la situation de chacun des pays membres et d'édictier toutes recommandations utiles pour assurer la correction de politiques économiques de nature à perpétuer les déséquilibres. Ces recommandations pourraient porter non seulement sur les parités de change – en plein accord avec le Fonds Monétaire International – mais également sur la politique interne des pays associés pour autant qu'elle se répercute sur leur balance de paiements. Ces recommandations pourraient être appuyées, s'il est nécessaire, par une assistance spéciale aux pays en difficulté, ou au contraire par le retrait total ou graduel des privilèges de l'EPU aux membres qui se refuseraient à accepter les recommandations de l'institution.

Notons enfin que ces mécanismes semi-automatiques et administratifs de réajustement s'ajoutent aux pressions expansionnistes ou déflationnistes résultant des surplus ou déficits eux-mêmes. Le mécanisme de l'EPU devrait, à cet égard, tenir compte des critiques – trop dogmatiques et absolues cependant – formulées l'an dernier au Congrès des Economistes de langue française par Monsieur Rueff contre l'acceptation de certificats de Trésorerie par le Fonds Monétaire International.

IV. Transition vers la convertibilité générale

Nous avons indiqué plus haut les raisons qui militent en faveur d'un accord régional de multilatéralisation des paiements comme objectif immédiat d'un programme plus vaste d'action en faveur d'une transférabilité générale des paiements dans le cadre

³² Le problème ne pourrait être évité que par le rationnement de la monnaie de tels créanciers – ce qui réintroduirait le bilatéralisme et la discrimination dans le système – ou par l'octroi éventuel par les créanciers de crédits égaux à la totalité des facilités d'emprunt à la disposition des débiteurs. C'est précisément ce problème qui joua un grand rôle dans le rejet du plan Keynes et l'adoption par le Fonds Monétaire de dispositions spéciales concernant les « monnaies rares ».

mondial. Il n'en reste pas moins que la limitation d'un tel accord au plan régional implique de sérieuses difficultés et requiert certaines sauvegardes contre la perpétuation des discriminations par les pays EPU contre les pays tiers.

Tout d'abord, il est clair que si l'EPU doit tendre à rétablir un équilibre global dans la balance de paiements des pays membres, il ne doit pas conduire à un équilibre de leur balance à l'intérieur de l'Europe. Il est normal et souhaitable que dans le cadre d'une position globalement équilibrée, tel ou tel pays maintienne un surplus intra-européen qui lui permette de financer un déficit extra-Européen, ou maintienne un déficit intra-européen compensé par ses surplus en-dehors de l'Europe même.

Tout pays membre de l'EPU pourra donc régler ses déficits intra-européens par l'apport de ses créances extra-Européennes, si ces créances peuvent à leur tour être utilisées par l'EPU en remboursement de ses propres obligations vis-à-vis des pays créanciers. Similairement, les pays créanciers de l'EPU devront accepter de tels transferts en règlement de leurs créances sur l'EPU s'ils peuvent utiliser les avoirs ainsi transférés pour le règlement de leurs propres déficits à l'extérieur de l'Europe. L'EPU pourra faciliter, par conséquent, en les centralisant, la compensation des créances et des dettes extra-Européennes des pays participants.

Des soldes nets, non compensables, apparaîtront cependant nécessairement dans les relations entre l'Europe et les pays étrangers. Le Fonds Monétaire trouvera ici un rôle essentiel dans la coordination nécessaire à établir sur le plan international entre l'EPU et les autres membres du Fonds. D'autres mesures, de caractère plus ou moins exceptionnel, entreront également en application. Telle sera par exemple l'aide aux pays moins développés prévue par les statuts de la Banque Internationale et le point IV du Président Truman.

A l'intérieur même de l'Europe, le Plan Marshall continue à prévoir le financement de déficits nets intra-européens – autant qu'extra-Européens – liés aux besoins de reconstruction et de développement de l'immédiate après-guerre. Le système actuel de droits de tirage et d'aide conditionnelle sera préservé, sous une forme ou sous une autre, pour résoudre de tels déséquilibres. A l'issue du plan Marshall, cependant, et compte tenu de l'aide extérieure et des importations normales de capitaux dont certains pays pourront disposer, chaque pays deviendra responsable de son équilibre global, et ne pourra financer à travers l'EPU un déséquilibre persistant de ses transactions internationales. Les crédits de l'EPU seront limités à faciliter le financement de déséquilibres transitoires qui devront être résorbés, soit par le renversement normal et automatique de déficits essentiellement temporaires, soit par les mesures indispensables au réajustement de déséquilibres de caractère plus fondamental. Le rôle des crédits EPU sera essentiellement de renforcer les réserves monétaires des pays afin d'éviter le rétablissement des restrictions quantitatives à la moindre bourrasque. Toute

utilisation substantielle de ces crédits devra s'accompagner des mêmes mesures de réajustement que provoquerait la perte de réserves monétaire.

Enfin, les crédits mis à la disposition des débiteurs par les créanciers, à travers l'EPU, ne peuvent atteindre de telles proportions qui retarderaient le progrès de ces pays vers la convertibilité générale. Cette précaution indispensable ne s'oppose pas à un système fractionnel raisonnable de règlement en or, car seul un tel système peut permettre l'abolition des discriminations et restrictions qui entravent les exportations normales des pays créanciers en Europe. Un retour brutal au règlement or de tout déficit intra-européen réduirait en fait le volume de tels règlements, en stimulant de nouvelles restrictions au commerce intra-européen.

CONCLUSIONS

Le projet d'Union européenne de paiements ouvre la voie à un progrès concret et immédiat vers la convertibilité internationale des monnaies. Il facilite pour autant la mission du Fonds Monétaire International, mais sans s'y substituer. Bien au contraire, le caractère régional d'un tel accord impose au Fonds Monétaire une vigilance particulière pour assurer les liens nécessaires entre l'Union européenne et les autres membres du Fonds, et pour empêcher la transférabilité régionale des monnaies européennes d'aboutir, et de s'arrêter, à un bloc autarcique d'échanges et de paiements dans le cadre européen.

Tel qu'il est aujourd'hui conçu, le plan d'Union européenne de paiements permettra la multilatéralisation immédiate des échanges et des paiements à travers le territoire des pays participants. Il permettra également d'accélérer les progrès de la libéralisation des échanges et des paiements en Europe. La Multilatéralisation générale des paiements et l'extension de la libéralisation au-delà du territoire Européen continueront à réclamer d'autres efforts, nécessaires notamment à la solution du problème mondial posé par la balance fortement créditrice des Etats-Unis. En Europe même cependant, la multilatéralisation et la libéralisation du commerce forceront un ajustement des niveaux nationaux de prix et de coûts, base indispensable du retour à la convertibilité des monnaies.

Enfin, le maintien effectif des mesures de libération imposera également une coordination des politiques monétaires internes et des parités de change. Une des tâches les plus difficiles de l'EPU sera de veiller à une telle coordination et au renforcement

The Unresolved Problem of Financing European Trade
La multilatéralisation progressive des devises en Europe

des mécanismes de correction, automatiques et administratifs, nécessaires à tout équilibre durable des balances de paiement.

Robert Triffin, « La multilatéralisation progressive des devises en Europe »,
in *Economia Internazionale*, vol. 21, mai 1950, n° 2.

Economic Integration: Institutions, Theories and Policies

présenté par Ivo Maes

The early post-war period were “Years of High Theory” for integration economics. During these years problems of economic integration were widely debated. They were stimulated by the attempts to build a new order, both on a world and on a regional level, after the destruction of the old regime during the war. The term integration was introduced in the economic jargon. Indeed, according to Machlup, prior to 1953 the word was not to be found in the subject index of any book on international economics (Machlup, 1976, p. 62).

In the article in *World Politics*, Robert Triffin reviews three books on economic integration: William Diebold, *Trade and Payments in Western Europe*, Robert Marjolin, *Europe and the United States in the World Economy*, and James Meade, *Problems of Economic Union*. These are three very different books. Diebold is a rather historical account of the postwar negotiations, Meade is a more theoretical book, while Marjolin is more policy oriented. It should be no surprise that Triffin prefers the Marjolin volume.

Meade received the Nobel Prize in economics in 1977, especially for his contributions to the theory of international trade and payments. *Problems of Economic Union* was a prominent part of this. Triffin, in his review, emphasises how Meade's work fits into the British position, "In the best tradition of British political economy, Meade's 'general theory' glorifies as eternal truth the particular approach of an able and well-meaning Englishman to one of the major problems confronting his country and the world today" (p. 527).

The article clearly shows Triffin's policy oriented approach of the issue of economic integration. Clear elements, like as in the EPU experience, are a link between abolishing trade barriers and measures of cooperation in the monetary area and a regional approach. Moreover, Triffin focuses on the sequencing of reforms and, especially, the dynamics of the integration process and how it will affect economic growth, "I have far more confidence in the continued progress of these forms of international cooperation, rooted in practical considerations of each participant's national interests and of the feasibility of administrative and political implementation, than I have in universal agreements that are based on abstract economic ideologies and are extremely difficult to negotiate and administer effectively in practice. Economic integration is a process

of growth and may easily be smothered rather than accelerated by premature, over-all landscaping" (p. 537).

Reference

Machlup, F. (1976), A History of Thought on Economic Integration, *Economic Integration: Worldwide, Regional, Sectoral. Proceedings of the Fourth Congress of the International Economic Association*, London: Macmillan, pp. 61-85.

ECONOMIC INTEGRATION: Institution, Theories and Policies

by Robert Triffin

William Diebold, Jr. *Trade and Payments in Western Europe: A study of Economic Cooperation, 1947-1951*, New York, Harper & Brothers (Council on Foreign Relations), 1952, 488 pp. \$ 5.00.

Robert Marjolin, *Europe and the United States in the World Economy*, Durham, N.C., Duke University Press, 1953, 106 pp. \$ 2.00.

James E. Meade, *Problems of Economic Union*, Chicago, University of Chicago Press, 1953, 102 pp. \$1.75.

I

Each of the three books reviewed below makes a very distinct contribution to the fast-growing literature on economic integration.

Diebold's book is primarily a historical and critical account of the post-war negotiation of intra-European trade and payments agreements.

The pages that follow are, with few exceptions, concerned with those proposals that actually reached the tables of cabinets and conferences. What governments have not done is as important a part of this account as what they have done... This book is an account and an analysis but not a prescription. It does not attempt to provide the "right" solution for Western Europe problems... It is simply an attempt to help understand the events of these four year (pp. 6-7).

Taken as such, this book must be counted an outstanding success. Diebold takes us to the international conference table, and resurrects for us in lively fashion the negotiating processes of no clearer and more comprehensive explanation of the successive agreements for multilateral compensation and intra-European payments, or of the

gradual development of the OEEC codes for the liberalization of trade and invisible transactions, or of the failure of more ambitious plans for customs unions, tariff preferences, or structural integration by economic sectors.

In sharp contrast with Diebold, Meade purports only to discuss, in the strictest academic manner, the abstract issues involved in economic unions. "It is the general principles of economic union rather than their application to a particular union which I intend to examine" (p. 9). His abstraction, however, fit admirably the general positions adopted by Britain toward the very concrete issues involved. Progress toward integration should be slow and gradual, building on institutions already at hand (p. 84), and within the framework of an Atlantic Union of America, Britain, and continental Europe, rather than of Western Europe as such (p. 9). In the best tradition of British political economy, Meade's "general theory" glorifies as eternal truth the particular approach of an able and well-meaning Englishman to one of major problems confronting his country and the world today.

His main theme is that the full potentialities of economic union cannot be realized without "an integration of the market for the factors of production, as well as for their products, "that the latter" would involve serious limitations upon the intervention of national governments in domestic markets for particular goods and services," and that the first would similarly require a considerable surrender of national sovereignty to the Union authorities with respect to the choice of financial weapons for economic stabilization and general fiscal measures for influencing the distribution of income and property (pp. 82-83).

The logic of Professor Meade's arguments is unimpeachable. All it demonstrates, however, is that far-reaching surrenders of sovereignty over domestic as well as external economic policy would be necessary *to maximize the benefits of economic union*. For instance, the full advantages of free trade may be thwarted by divergences between social and private costs – the external economies or diseconomies dear to Pigou – by differential taxation – or subsidization – of particular commodities, by monopolistic restrictions on output, etc. All this is undoubtedly true but, as Meade himself points out, the United States economy itself would fail to pass the rigorous integration test proposed by the author, i.e., the full equalization of market prices with "marginal utilities to consumers and marginal costs to society". Such an achievement would certainly be far beyond the reach of any administrative or political machinery conceivable today within a single country as well as among independent countries. If Utopia is set up as the goal of economic integration, it is easy to demonstrate how difficult and improbable its achievement is. I cannot but agree with Marjolin and Diebold, who both distinguish integration as an *end* – i.e., the achievement of full economic unification – and as a *process* – i.e., "all the steps taken toward this objective, even though they may fall very short of the final objective" (Marjolin, pp. 40-41; Diebold, p. 8).

The Secretary General of the OECC, presents a far less ambitious, but on the whole far better balanced, discussion of European integration than either Diebold or Meade. His brief sketch of the OEEC and EPU machinery and methods of operation highlights the essential features which explain both their achievements and their limitations. The parallels drawn between the OEEC, the European Coal and Steel Community, and the Council of Europe are very brief, but extremely revealing, particularly in connection with the vital distinction emphasized by Marjolin between the legal and practical implications of the unanimity and majority rules in the operation of international organizations.

The historical summary of Europe's achievements under the Marshall Plan, and of the difficult problems raised by the rearmament program adopted after the outbreak of the Korean War, is followed by a keen analysis of the long-run task of maintaining a satisfactory pace of economic expansion throughout the free world, together with a tenable equilibrium among the dollar area, Europe, and the underdeveloped countries. The policy conclusions of this part of the book go far beyond the historical analysis of Diebold and the theoretical analysis of Meade. I find myself in close agreement with Marjolin's concrete suggestions for complementary policies of international development by North America, Europe, and the underdeveloped areas, even though I sense more pessimism on his part about the so-called "dollar shortage" problem that can be justified either by facts or theory³³.

II

All three authors find it hard to dissociate their concept of "economic integrations" from the "free trade" ideal of classical economics.

This is particularly true of Diebold, who reflects in this the prevalent attitude of American policy-makers toward the problem. Economic integration is discussed almost exclusively in terms of the removal of national barriers to trade or payments. The success of economic integration is measured by its success in lowering trade and currency barriers in general, not only among the members of the area but also with countries outside the area. The pros and cons of regional integration revolve mainly around Viner's distinction between the "trade-creating" and "trade-diverting" effects of a customs union. Diebold's conclusions is therefore a very guarded one: "It cannot be taken for granted that the dynamics of EPU will make Western Europe better able to participate in a larger, freer trading area. Some elements in it promote that objective; others hinder it" (p. 415).

³³ See my paper on « International Currency and Reserve Plans », presented at the Second Conference on Policies to Combat Depression, Universities-National Bureau of Economic Research, Princeton, N.J., May 1954.

Meade recognizes the same problem, but only to exclude it from his analysis.

I shall consider only the economic relationships between the countries forming the union and not their relationships with the countries outside the union... By neglecting the very existence of countries outside the economic union, I shall be considering the advantageous effects of the union in creating trade and shall be neglecting the possibility that the union merely makes matters worse by diverting trade (p. 8).

Having thus narrowed down the problem to that of free trade, he immediately broadens his horizon, however, by relating free-trade objectives to the goal of economic stabilization.

We consider a group of countries which are coming together to form an economic union. They wish to raise their economic efficiency and so their standard of living by creating a large free-trade area and perhaps also by creating a large area within which factors of production can freely move to the most productive employment. They wish to do this in a way which is at least compatible with the avoidance of domestic booms and slumps and with the maintenance of equilibrium in their balances of payments... In modern economic conditions this would be desirable on purely economic grounds which are too familiar to need repetition. In modern economic conditions this would be desirable on purely economic grounds which are too familiar to need repetition. In modern political conditions it is also, I am glad to say, a *sine qua non* without which countries would be unwilling to participate in any economic union (pp. 6 and 33).

Finally, Marjolin's integration objectives are even broader.

Let it be clear that all the objectives I have stated – non-discrimination, freedom of transaction and transfer on current account stability of exchange rates, controlled freedom for capital movements – are subject to the overriding consideration that the modern world cannot stand a large amount of unemployment for any length of time. Furthermore... the basic condition for the survival of our free societies is a dynamic, continuously expanding economy (p. 82).

Meade and Marjolin both derived the same practical conclusion from their analysis. The complete abolition of trade barriers among independent countries would be inconceivable today without simultaneous agreements on the coordination of other phases of their economic policy – internal as well as external – designed to replace trade restrictions as a means toward other fundamental objectives related to the level of economic activity and employments, the pace of development, national security, etc. Such objectives have far more influence on modern governments and public opinion than does the rational allocation of resources which is the basic aim of free trade.

Secondly, the pursuit of these objectives by international co-operation and agreements – rather than by national policy – requires such vast commitments and surrenders of sovereignty as to rule out their sudden and radical implementation. A gradual, step by step, approach remains the only possible one for a long time to come.

III

We cannot rest content, however, with such a vague policy prescription. We can give it a far more concrete content on the basis of both theoretical analysis and historical experience. The following suggestions may appear as obvious and trite to some readers as they do to me. And yet they are still hotly opposed by many excellent minds in both academic and government circles.

- (1) First of all, progress toward freedom of trade and payments can hardly be achieved, and particularly consolidated, by unilateral national action. This has long been recognized in the tariff field, and has prompted both bilateral and multilateral negotiation of tariff agreements, binding the partners to *simultaneous* and *reciprocal* commitments. We cannot rely on Platonic appeals to international cooperation to prevail upon the national interests which are necessarily the first preoccupation of national governments. Desirable tariff action can only be made attractive and undesirable action unattractive, from the national point of view through a system of collective agreements making the benefits of trade liberalization for each country dependent on its own trade policy toward the others.

What is true in the tariff field is equally true with respect to direct trade or exchange controls, including the multiple techniques of currency inconvertibility which have cropped up in the last twenty-five years. Marjolin rightly points out, in this connection, the contributions made by EPU

To the cause of world convertibility by experimenting with mechanisms which I personally believe to be not only valid but necessary for the whole. The EPU system, which includes both rules and safety clauses, is based on an international agreement. This is the great superiority of the EPU system over the gold standard. There was never any agreement between countries using the gold standard, whereas the EPU is a system of simultaneous commitments. This essential feature explains a great deal of its success. It would be extremely difficult, if not impossible, to bring any country to give up restrictive practices, monetary or commercial, if it did not feel with some degree of assurance that the other countries were going to do the same. In other words, it is much easier to get all the countries to agree together to a measure of freedom in trade and payments than to agree one after the other. I cannot help feeling, therefore, that this system of simultaneous and reciprocal commitments holds great promise for the future (pp. 83-84)?

- (2) Extensive trade and exchange commitments will still remain dependent, however, on other measures of cooperation designed to moderate the impact of external fluctuations on the domestic economy of the countries entering into such agreements. Complete freedom of trade and payments could not be achieved and maintained, and should not even be sought, in the absence of cooperative measures of a positive nature designed to cushion temporary fluctuations in the countries' balances of payments, and to facilitate desirable methods of adjustment to long-run fluctuations of a more fundamental character. The success of EPU in the elimination of all trade and currency discrimination among members, and in the progressive liberalization of other non-discriminatory restrictions, is intimately related to:
- (a) the provision of stabilization credits – both automatic and discretionary – by the creditor countries to the debtor members of the system;
 - (b) the willingness of the creditor countries to speed up their own liberalization measures beyond the formal commitments agreed to by all members, and to release temporarily from such commitments partner countries which encounter heavy balance of payments pressures;
 - (c) the willingness of all countries to submit to international discussion and scrutiny the whole range of their economic policies, internal as well as external, which may have a bearing on persistent or excessive balance of payments disequilibria threatening either the liquid resources of the Union or the continued progress of its members toward trade liberalization;
 - (d) the existence of a highly effective machinery for continuous consultation and negotiation among members, both at the technical and at the highest policy-making level, on the problems confronting the organisation.
- (3) Such extensive commitments, negotiations, and coordination of national policies are hardly feasible or desirable at this stage on a worldwide basis. Nor can they, even on a regional basis, aim at a total elimination of all trade barriers and protectionist measures. Three different levels of cooperation should be recognized as equally desirable in the interests of economic efficiency, stability, and development:
- (a) the full integration of economic policy which can be achieved only on the basis of political unity, and which alone can ensure the total elimination of all trade and exchange restrictions within the national boundaries;
 - (b) the incomplete, but still intimate, integration of economic policies which is feasible among countries that are highly inter-dependent, keenly conscious

of this interdependence, and easily amenable to close cooperation because of the similarity of national viewpoints and policies resulting from a common geographical and historical background and a relatively homogeneous stage of economic development;

- (c) the looser agreements which prove both necessary and feasible on a worldwide basis as a framework for national or regional decisions and policies.

The degree of coordination to be pursued at each one of these three levels should depend upon a weighing of the advantages and urgency of centralized decisions against the real costs and friction inseparable from such centralization. Internationalism is not desirable *per se*. A fishing rights convention among the Scandinavian countries should not be forced to wait upon the agreement of a landlocked country, such as Switzerland, or even of a far distant country, such as Australia. Many issues of trade or exchange policy arise primarily among a limited group of countries and can be most fruitfully explored first through regional negotiation. About 70 per cent of Latin American trade takes place within the Western Hemisphere, and two-thirds of EPU trade within the EPU area. Considerable progress may often be achieved with greater ease and speed by direct discussion among the countries most vitally concerned and should not be delayed or impeded unnecessarily by insistence on a worldwide negotiation of all the issues involved. The IMF consultations on the September 1949 devaluations, for instance, could have been far more significant, and less purely formal, if they had been preceded and prepared by more careful exploration at the regional level, before being brought up to the Fund's Executive Board for decision. Worldwide cooperation and agreements are certainly essential to avoid or resolve worldwide conflicts of interests, but they should not be overburdened with issues which can best be handled by a more limited negotiation among the countries most directly concerned.

The advantages of the regional approach are all the more evident when, as indicated above, agreements are dependent upon the acceptance by all participants of positive, long-range commitments about financial assistance, coordination of domestic monetary and fiscal policy, etc. To insist here upon worldwide agreements will often be tantamount to blocking action altogether.

Similar remarks apply to the substantive content, as well as to the geographical scope, of international agreements. We should be ready to exploit every area of feasible agreement rather than to insist on an "all or nothing" procedure, which usually ends up with "nothing" rather than with "all". The two criteria which should determine the choice of objectives at any point of time are: (a) the relative urgency of the cooperative measures aimed at; and (b) the feasibility of agreement. The EPU negotiation, for instance, centered primarily on the elimination of bilateralism, i.e., upon the restoration of competition among all participating countries' exporters over the whole EPU area. The harmfulness of bilateral negotiating techniques had become evident to all, and complete agreement proved feasible on this point. The second objective of

EPU was the removal of all direct trade and exchange restrictions on Intra-European trade. This was far more difficult to achieve in view of the heavy balance of payments pressures to which many countries were still subject at that time. Only gradual progress could be achieved, with a 50 per cent liberalization target at first, rising quickly to 60 per cent, and later to 75 per cent of each country's private import trade. Even then, escape clauses had to be provided and were temporarily restored to, at one time or another, by many of the participating countries.

The definition of ultimate integration goals is far less significant in practice than a clear order of priority among the objectives to be pursued. I would personally rank them roughly as follows:

- (a) the immediate and complete elimination of all bilateral trade and exchange restrictions;
- (b) the extension of non-discrimination over as wide an area as is made possible by the policy commitments which can be negotiated among members, or by the de facto policies followed by non-members;
- (c) the gradual relaxation of other forms of restrictions and trade protection, and particularly of direct, administrative trade and exchange controls;
- (d) the avoidance of unnecessary fluctuations in exchange rates.

I have an uneasy feeling that worldwide attempts at post-war cooperation followed the exactly reverse order, negotiating exchange rate commitments before tariff commitment, tariff commitments before the liberalization of other forms of restrictions, the liberalization of restrictions before the elimination of bilateralism. The latter-most urgent and feasible fields for effective cooperative action were therefore left fallow, thus stimulating the regional forms of cooperation which are responsible for most of the post-war progress toward economic integration, trade liberalization, and currency convertibility.

- (4) This gradual and flexible approach to the ultimate ideals of international economic integration carries with it some implications totally alien to the pure logic of classical, or neo-classical, political economy. I shall mention only one of these by way of example.

Regional agreements, such as a customs union or preferential tariff area, have been subjected to heavy criticism because of their discriminatory, or trade-diverting, implications. Even the milder forms of regional integration implicit in the present OEEC trade code and EPU settlement system undoubtedly stimulate to some extent a diversion of imports from lower-cost suppliers outside the area to higher-cost suppliers

within the area. If we accepted the full logic of this kind of reasoning, however, we should roundly condemn not only regional integration but national integration as well. If a tariff wall could be erected around each one of our forty-eight states, many of them would probably buy from cheaper sources of supply outside the United States goods which they now import from higher-cost suppliers within the United States. The elimination of such uneconomic trade-diversion could be carried even further through the erection of non-discriminatory tariff walls around each one of our three thousand counties.

In pure economics, I would agree with Professor Viner's criterion and weigh in each case the advantages of the trade-creating impact of integration against the disadvantages of its trade-diverting impact. Very clearly, however, national boundaries and tariff walls have never been chosen, and could never be chosen, on such a basis. And yet they are usually accepted by the economists as a valid test in defining discriminatory or preferential trade practices. Mutual tariff or trade liberalization within the sterling area or EPU area is regarded as discriminatory, and therefore bad, but the absence of tariffs or other trade controls between northern and southern France is taken for granted and escapes condemnation by the economics as a 'discriminatory' trade practice.

Such contradictions can be resolved only if trade liberalization is considered in its full economic, administrative, and political context. Mutual commitments, ranging over a wide area of economic policy, are indispensable to the success and consolidation of trade liberalization measures, particularly under present-day conditions. The economically undesirable trade-diverting effects of regional agreements must be weighed not only against their trade-creating effects, but also against the stability and security which they provide against sudden, unilateral changes of policy by the partner countries. The gradual elimination, in the nineteenth century, of internal barriers to the movement of goods within each country's national borders could hardly be regarded as a retrogressive step in their economic life. We are witnessing today the gradual development of free – or at least freer – trade areas across national borders, on the basis of reciprocal commitments involving various degrees of surrender of national economic sovereignty. I have far more confidence in the continued practical considerations of each participant's national interests and of the feasibility of administrative and political implementation, than I have in universal agreements that are based on abstract economic ideologies and extremely difficult to negotiate and administer effectively in practice. Economic integration is a process of growth and may easily be smothered rather than accelerated by premature, overall landscaping.

To conclude with an old French saying which might be worth some meditation in our State Department as well as in our universities: "Le mieux est souvent l'ennemi du bien".

Economic Integration: Institution, Theories and Policies

Robert Triffin, "Economic Integration: Institutions, Theories and Policies" in *World Politics, A Quarterly Journal of International Relations*, vol. VI, Oct. 1953 - Jul. 1954, p. 526-537
© Trustees of Princeton University, published by Cambridge University Press, reproduced with permission.

Convertibilité ou intégration?

présenté par Paul Mandy

Avant tout, essayons de *situer* l'article repris ci-après, à la fois dans l'évolution de la pensée de l'auteur et dans son contexte général.

Dans la longue liste des publications de Robert Triffin, l'article en question constitue, me semble-t-il, une *étape intermédiaire* entre son étude substantielle intitulée *La théorie de la surévaluation monétaire et la dévaluation belge* (in *Bull. Inst. Rech. Écon.*, Louvain, 1937) d'une part, et les publications bien connues, comme le livre intitulé *Gold and the Dollar Crisis, The Future of Convertibility*, (éd. rev., Yale Univ. Press, 1961).

La première étude se situe au milieu des bouleversements monétaires consécutifs à la Grande Dépression et cherche de nouveaux équilibres de change par l'aménagement des structures internes de prix. Les secondes études se situent au début du rétablissement de la convertibilité externe en Europe occidentale (décembre 1958), tout en prévoyant le caractère intenable du système de Bretton Woods fondé sur la convertibilité en or du dollar en tant que monnaie-clef du système.

En vue de remédier aux difficultés provenant de la guerre, notamment du bilatéralisme des relations économiques européennes, le *contexte* de l'article en question est constitué par la mise en oeuvre d'institutions *temporaires*, comme le Plan Marshall ou bien l'Union Européenne des Paiements, dont Robert Triffin a été la cheville ouvrière et qui préparait précisément le passage à la convertibilité dans les pays européens.

C'est dans ce cadre que l'article ci-après aborde les problèmes des relations entre convertibilité et intégration. D'emblée mettons en lumière *l'analyse conceptuelle* entreprise par l'auteur au sujet de ces deux notions. En effet, sans la formation de concepts analytiques, aucune science ne peut prendre corps car les concepts du langage courant donnent lieu à des équivoques et à des perceptions multiformes. Or, il importe de sortir de cette ambiguïté sinon la logique des déductions est faussée et la validité même de la science est entamée. Ainsi, l'auteur définit les notions de convertibilité idéale ou intégrale, de convertibilité pratique (« *working convertibility* »), et de convertibilité externe concédée aux non-résidents. Il clarifie la convertibilité entendue en termes de *stabilité* et la convertibilité en termes de *liberté*, celle-ci étant centrale dans la conception moderne du terme. Mais cette liberté est souvent

contraignante et la convertibilité peut être limitée aux seuls biens et services sans s'étendre aux mouvements des capitaux, ou encore être limitée par des restrictions commerciales, souvent *discriminatoires*, domaine qui est soumis à une analyse approfondie. De toute façon, « *la véritable convertibilité supposerait une libéralisation du commerce aussi bien que le change lui-même* » (p. 362).

Ceci conduit l'auteur à un élargissement de la notion de convertibilité du plan strictement monétaire au plan commercial. Ainsi, les *relations* entre convertibilité et intégration sont soumises à l'analyse. Dans la vision de l'auteur, convertibilité et intégration ne sont *pas* des *alternatives*, mais des processus *complémentaires*, comme le montre les mesures de libéralisation intra-européenne en cours au moment de la parution de l'article. L'Union *Européenne* des Paiements convainc l'auteur qu'une marche vers la convertibilité s'opère plus aisément au niveau *régional* qu'au plan mondial. Et l'article trace, étape par étape, le chemin de la convertibilité.

L'actualité de l'article ne fait aucun doute lorsqu'on songe, à titre d'exemple, au problème délicat de la convertibilité du renminbi ou yuan chinois. En effet, l'économie chinoise constitue aussi un bloc régional sans convertibilité, comme ce fut le cas de l'Europe après la guerre. Certes, une soi-disant Union *Est-Asiatique* des Paiements, sous l'égide du yuan, commence à poindre à l'horizon. L'accord de libre-échange conclu récemment entre la Chine et les pays de l'ASEAN, constitue un pas important vers cette union de paiements entre les parties contractantes. Hélas, le contrôle des changes, celui des mouvements des capitaux, l'éventail des restrictions commerciales, en un mot, la politique monétaire et commerciale dirigiste de la Chine communiste, ne semble pas susciter d'espoir pour une convertibilité générale du yuan dans le proche avenir, même si l'on en parle souvent.

L'auteur évoque, enfin, *l'unification monétaire*, qui constitue le terme ultime d'une politique de convertibilité et d'intégration. Promoteur infatigable de notre monnaie unique, il n'a pas pu voir de son vivant l'avènement de l'euro. Mais dans la crise actuelle de celui-ci, à la suite du débordement d'une spéculation enragée contre l'euro, l'admonition de l'auteur renforce encore l'actualité de l'article. D'après les « *gens sérieux* » - dit-il - une telle utopie - l'idée d'une monnaie unique en 1954 - impliquerait « *l'égalisation des salaires, des niveaux de vie, de la productivité, ainsi que l'adoption d'une politique commune monétaire, financière, économique et sociale* » (p. 372). C'est précisément l'écart de la compétitivité et des niveaux de vie, issu de la différence des productivités, qui constituait l'argument de poids contre la survie de l'euro. Mais ces gens sérieux, - dit encore notre auteur - ces démolisseurs de l'euro ont tort. Car, « *à la veille de la guerre, ces différences allaient du simple au double ou au triple entre les diverses régions des Etats-Unis eux-mêmes* » (ib.). Et, d'après ces arguments spécieux, en combien de zones monétaires différentes devrait-on fragmenter le yuan chinois à la suite des différences énormes entre les régions côtières et l'intérieur du pays ? De surcroît, « *l'unification monétaire ne requiert pas davantage l'unification des politiques économiques des Etats membres, mais bien au contraire*

leur diversité » (ib.) La vocation d'une monnaie unique est de rapprocher progressivement, au cours du temps, la productivité et le niveau de vie des différents membres dans un même esprit et au moyen d'une solidarité sans défaut. Et qui pourrait nier le rapprochement extraordinaire de nos pays du Sud, même de la Grèce, par rapport aux pays nordiques, depuis qu'ils sont entrés dans notre système monétaire européen finalement unifié ?

De toute façon, la relecture attentive de l'article de Robert Triffin, nonobstant son origine remontant à un demi-siècle, pourra libérer le lecteur d'un nombre de préjugés et le faire réfléchir sur le caractère intégrateur de la convertibilité et sur la marche de l'histoire monétaire vers l'unification des monnaies. La Chine elle-même, pour le bien-être de son peuple, devrait s'engager sur la voie de la convertibilité.³⁴

Paul MANDY

Professeur émérite de l'Université
Catholique de Louvain

³⁴ Rappelons que la présente introduction a été rédigée en 2010

CONVERTIBILITÉ OU INTÉGRATION?

CONVERTIBILITY OR INTEGRATION?

Monetary convertibility and economic integration are complementary rather than alternative objectives.

Full convertibility implies the absence of both exchange control and trade restrictions. It is thus equivalent to free trade, and impossible in practice.

Workable convertibility is defined by the free arbitrage between currencies and the absence of discriminatory trade restrictions. It is antagonistic to bilateralism.

Thus defined, convertibility requires some degree of integration of the monetary and economic policies of the main countries. This is necessary to avoid both the danger of unemployment and the risk of any one country reaping the benefits of making its currency inconvertible, when other currencies remain convertible.

In practice, worldwide integration would be clumsy and unnecessary. There is therefore wide scope for regional arrangements. Even then, monetary integration may call for some degree of political integration.

The paper ends by suggesting some lines along which intra-European monetary institutions and policies should be modified so as to reach the objective of convertibility.

I. Convertibilité intégrale

La politique économique et monétaire, tout comme la haute couture, a ses modes et ses engouements. On parle aujourd'hui beaucoup de convertibilité comme on parlait hier de marché commun et d'intégration.

Si les résultats effectifs des efforts d'intégration de ces dernières années restent encore bien en-deçà des espoirs qu'ils avaient éveillés, ils n'en ont pas moins contribué puissamment à l'extraordinaire redressement de l'Europe d'après guerre. Pourrait-on discuter sérieusement aujourd'hui de la convertibilité généralisée des monnaies si l'Union européenne de Paiement ne lui avait pas préparé la voie en établissant leur transférabilité dans le cadre européen? Et pourrait-on envisager la suppression totale des contingentements si l'OECE n'avait commencé par la libération progressive des restrictions au commerce entre pays membres?

Paradoxalement, c'est le succès même de la politique d'intégration qui menace aujourd'hui son existence et sa survie. De plus en plus, la politique d'intégration européenne apparaît comme une politique transitoire, destinée à acheminer l'Europe vers sa réintégration à un système mondial de change et de paiements, tel qu'il fonctionnait avant 1914 et tel qu'il fonctionna de nouveau, mais combien brièvement, entre 1926 et 1931.

On assiste aujourd'hui à une opposition marquée entre « européens » et « internationalistes », tant dans le domaine économique que dans le domaine politique. Les premiers restent fidèles à l'idéal d'intégration européenne tandis que les seconds y voient un grave danger de repliement de l'Europe sur elle-même, d'asphyxie économique, d'isolement politique, de conflits entre blocs, plus mortels encore pour notre civilisation que les conflits entre états nationaux. Le beau livre de François Perroux, *L'Europe sans rivages*³⁵ défend cette seconde thèse avec une force qui impose notre réflexion, même si elle n'emporte pas notre conviction.

Je ne puis aborder ici ce vaste problème dans toute son ampleur. Me limitant donc essentiellement au domaine monétaire, je voudrais cependant essayer de voir si ces deux politiques « intégration » et « convertibilité » représentent réellement les deux termes d'une alternative, s'il y a là véritablement un choix à faire, un dilemme à trancher. Cet examen une fois terminé, je m'efforcerai d'en dégager quelques conclusions pratiques, quant à la direction de la politique monétaire européenne et internationale dans les mois et années à venir.

Mais, tout d'abord, qu'est-ce que la convertibilité?

On la définissait naguère comme le maintien d'une parité stable par rapport à l'or, soit directement, soit indirectement au travers d'un taux de change stable par rapport à d'autres monnaies elles-mêmes convertibles en or.

Les temps ont bien changé. Les monnaies européennes sont demeurées officiellement stables par rapport à l'or et au dollar depuis la vague de dévaluation de septembre 1949, mais elles n'en restent pas moins inconvertibles. Et l'on propose aujourd'hui de les rendre convertibles en renonçant à cette stabilité et en lui substituant un système des changes flexibles et fluctuants ! Le paradoxe n'est cependant qu'apparent. En effet, la stabilité actuelle des changes est liée à des systèmes de contrôle et de restrictions qui limitent – plus ou moins sévèrement selon les pays et les circonstances du moment – l'accès du marché officiel des changes. Il en est du change comme des prix. Leur stabilité n'acquiert sa signification réelle que si elle s'accompagne d'une véritable liberté du marché. Elle n'offre qu'une satisfaction toute platonique aux acheteurs si ceux-ci ne sont pas admis à en profiter en fait.

La définition traditionnelle de la convertibilité comme identique à la stabilité pré-supposait la liberté comme implicite. La véritable inconvertibilité, c'est-à-dire l'impossibilité de convertir une monnaie en une autre, à *quelque taux que ce soit*, est un

³⁵ Presses Universitaires de France, Paris, 1954

phénomène relativement moderne et dont les conséquences économiques sont incomparablement plus graves que la fluctuation des changes sur un marché libre. Notons que les monnaies européennes étaient restées totalement convertibles, au sens moderne du mot, dans les années qui suivirent la première guerre mondiale. Ce que l'on désignait alors comme inconvertibilité ne signifiait en fait que la *flexibilité*, mais non l'inconvertibilité du change.

Dans les discussions présentes, on s'accorde généralement à définir la convertibilité en termes de liberté. Une monnaie deviendra convertible lorsqu'on pourra la convertir librement en une autre. On admet généralement cependant – et d'ailleurs beaucoup trop aisément à mon avis – que cette convertibilité pourrait demeurer limitée en ce qui regarde les mouvements de capitaux, et ne s'appliquer pleinement qu'aux règlements de marchandises et de services.

Mais ceci conduit immédiatement à un élargissement de la notion de convertibilité du plan monétaire au plan commercial. En effet, le droit de convertir librement, disons, la livre en dollars afin de régler des importations de marchandises américaines, resterait encore platonique si l'Etat se réservait le droit d'interdire ou de limiter les importations elles-mêmes. Tel est d'ailleurs le cas aujourd'hui en ce qui concerne les relations entre le sterling et la zone dollar. Tout importateur britannique jouit déjà, depuis longtemps, du droit de convertir son sterling en dollars afin de payer des importations en provenance de la zone dollar. Ce sont ces importations elles-mêmes qui sont contrôlées. Le rétablissement de la convertibilité véritable supposerait une libéralisation du commerce aussi bien que du change lui-même. Telle est bien d'ailleurs la signification des mesures de libéralisation intra-européenne prises depuis 1949 sous l'égide de l'OECE. Ne sont considérées comme libérées que les marchandises dont l'importation et le règlement sont libres de toutes restrictions, tant de change que de commerce.

Mais qu'entend-on par restrictions?

Le mot « restrictions » est généralement interprété ici de façon très particulière. En ce qui concerne le contrôle des changes, toutes les restrictions seront considérées comme incompatibles avec la convertibilité, qu'il s'agisse de restrictions proprement dites, quantitatives et administratives, ou de restrictions de marché – change multiple ou différentiel – laissant aux individus le libre accès du marché. Au contraire, dans le domaine commercial, les restrictions de marché – tarifs douaniers – ne seront pas considérées comme incompatibles avec la convertibilité: on réclame l'abolition des contingentements mais non des droits de douane.

Cette distinction me paraît injustifiable à bien des égards. Les effets pratiques du change multiple sont à peu près équivalents à ceux des tarifs douaniers. Et s'il est vrai que les incidences *internes* des contingentements sont infiniment plus graves que

celles des restrictions douanières³⁶, leurs conséquences *externes* sur les pays partenaires et le volume du commerce national peuvent être à peu près identiques, en l'absence de discrimination quant à l'origine des marchandises. Il me paraîtrait assez vain, par exemple, de réaliser la convertibilité par l'abolition des contingentements aux importations et des licences de changes, si cette mesure devait s'accompagner d'une élévation, simultanée et équivalente des tarifs douaniers.

On a vu dans les derniers mois d'ailleurs que la France ayant diminué ses contingentements à l'importation, mais ayant en même temps établi certaines taxes compensatoires, le volume des importations françaises a été réduit davantage par l'effet de ces taxes qu'il ne l'était du fait des contingentements. C'est une illusion que de vouloir faire la convertibilité en remplaçant une méthode de restrictions par une autre.

Si l'on définit la « convertibilité » par la « libération », on devrait être conduit logiquement à en étendre la notion à l'abolition des restrictions douanières aussi bien que des restrictions quantitatives. Mais alors la notion de convertibilité se confondrait avec celle du libre échange et l'on devrait conclure que la convertibilité n'a jamais existé encore en ce monde. A l'apogée même de l'étalon-or, la liberté du change et du commerce devait s'accommoder d'un degré plus ou moins poussé de protection douanière.

II. Convertibilité pratique

Dès lors, nous devons chercher la différence spécifique entre la convertibilité et l'inconvertibilité dans une autre direction. Cette différence ne réside pas dans la présence ou l'absence de certaines restrictions aux échanges ni d'ailleurs dans la simple technique de ces restrictions.

Le *protectionnisme* traditionnel cherchait essentiellement à protéger les producteurs nationaux contre la concurrence étrangère *en général* et uniquement à l'*intérieur* des frontières nationales. La concurrence internationale subsistait intégralement sur tous les marchés tiers entre les exportateurs des différents pays qui tous rencontraient les mêmes tarifs douaniers dans les pays vers lesquels ils exportaient. Cette concurrence entre exportateurs suffisait à établir un niveau concurrentiel de prix internationaux, reliant entre eux les divers marchés et exerçant une influence profonde sur les systèmes nationaux de coûts et de prix.

L'inconvertibilité est infiniment plus destructrice de la concurrence internationale. Elle vise à la protection des producteurs nationaux sur les marchés tiers aussi bien qu'à l'intérieur de leur pays, au-delà aussi bien qu'en-deçà des frontières nationales. Avant

³⁶ Distorsion des profits et du système de prix; absence d'absorption de pouvoir d'achat, etc.

l'institution de l'Union européenne de Paiements, par exemple, l'inconvertibilité de la livre sterling forçait l'Italie – et de nombreux autres pays – à discriminer en faveur des importations sterling aux dépens d'importations plus essentielles et moins chères, mais en provenance d'autres zones monétaires, parce qu'elle ne pouvait pas convertir ses recettes sterling dans les devises requises pour régler ses importations en provenance des autres pays. L'Italie n'aurait pu se soustraire à cette discrimination que par une accumulation continue de sterling inconvertible ou par des mesures l'exposant à une discrimination contre ses propres exportations sur les marchés britanniques ou même dans la zone sterling toute entière. Les échanges entre l'Italie et les pays britanniques se trouvaient donc réglés non plus par la concurrence internationale des prix et qualités, mais par le marchandage bilatéral entre les autorités britanniques et italiennes.

Mais le bilatéralisme appelle inévitablement le bilatéralisme. Les exportateurs des pays tiers, menacés de discrimination, voire d'exclusion, sur le marché italien en faveur de leurs concurrents britanniques, faisaient à leur tour appel à leurs propres autorités pour protéger leur position. De 1945 à 1950, la totalité du commerce intra-européen et une grande partie du commerce mondial lui-même se trouvaient ainsi dominés par un régime complexe et arbitraire de négociations bilatérales reléguant de plus en plus à l'arrière-plan la concurrence internationale, la confrontation des prix et qualités des produits. Même un pays aussi fondamentalement libéral que la Suisse, et jouissant d'une balance des paiements aussi solide, ne pouvait résister à cette contagion et devenait l'un des pays les plus dirigistes et les plus bilatéraux qui soient dans l'organisation de son commerce extérieur.

Le retour de la convertibilité implique avant tout le retour à un système *monétaire* et *commercial* qui mette fin au bilatéralisme et rétablisse la concurrence internationale sur les marchés d'exportation. Sur le plan monétaire, un tel système doit se traduire par le libre arbitrage des monnaies entre elles, c'est-à-dire par la possibilité pour chaque pays ou ses ressortissants de convertir les soldes accumulés sur leurs débiteurs étrangers dans les devises étrangères requises pour payer leurs créanciers. Sur le plan commercial, la convertibilité demande, non point l'abolition immédiate de toutes les restrictions, mais l'absence de toute discrimination dans l'application des restrictions encore en vigueur.

La « convertibilité limitée aux non-résidents » proposée par l'Angleterre il y a deux ans aurait satisfait à la première de ces conditions. Il s'agissait, en réalité, d'une convertibilité purement monétaire, laissant l'Angleterre libre de maintenir les restrictions quantitatives à l'importation jugées nécessaires par les autorités britanniques, mais comportant le libre arbitrage en n'importe quelle autre devise des soldes sterling accumulés à l'étranger. La carence de ces propositions consistait, non dans le maintien par l'Angleterre de certaines restrictions commerciales, mais dans le droit qu'elle se réservait de les appliquer de façon discriminatoire aux fins d'influer sur la politique commerciale de ses partenaires. L'Angleterre justifiait, certes, la rétention de cette faculté de discrimination par le besoin où elle était de forcer ses créanciers à suivre ce

qu'elle appelait « a good creditor policy », mais les autres pays pouvaient difficilement admettre que Londres restât seule juge en une matière où elle était évidemment partie principalement intéressée. Leur crainte était que les Anglais n'utilisent l'arme discriminatoire pour réduire artificiellement leurs importations en provenance des pays qui convertiraient effectivement leur sterling en dollars et pour favoriser les importations en provenance des pays qui convertiraient effectivement leur sterling en dollars et pour favoriser les importations en provenance des pays qui accepteraient de retenir leurs créances en sterling ou de les utiliser à des achats à l'intérieur de la zone sterling elle-même.

Les propositions anglaises forment encore aujourd'hui le centre du débat sur la convertibilité, mais elles ont évolué dans une direction infiniment plus acceptable, en admettant en ces matières l'arbitrage ultime d'organismes internationaux, tels que GATT et le Fonds monétaire international.

III. Convertibilité et intégration à l'échelle du monde

Ayant ainsi déblayé quelque peu le terrain en ce qui concerne la notion de convertibilité, je voudrais passer à la notion d'intégration et voir comment ces deux notions se relient aujourd'hui.

La convertibilité – intégrale ou limitée – répond à l'avantage que peuvent retirer les peuples aussi bien que les individus du fonctionnement, aussi libre que possible, de la concurrence internationale. Les économistes classiques nous ont démontré que la libre concurrence permet d'exploiter au maximum les avantages de la spécialisation internationale. Les économistes classiques nous ont démontré que la libre concurrence permet d'exploiter au maximum les avantages de la spécialisation internationale, de produire aux coûts les plus bas, d'acheter aux meilleurs prix. Pour autant que les gouvernements souhaitent accroître la productivité de leurs industries, améliorer le niveau de vie de leurs peuples, la convertibilité reste, aujourd'hui comme hier, un objectif fondamental de leur politique économique.

Pour fondamental qu'il soit, cet objectif n'est cependant pas exclusif. La tendance au protectionnisme a apporté traditionnellement certaines limitations, certains aménagements à la poursuite inconditionnelle de la convertibilité intégrale, sans cependant troubler grandement le fonctionnement de la convertibilité au sens spécifique et plus restreint tel que nous l'avons défini plus haut.

Mais dans le monde actuel, aucun gouvernement n'accepte plus d'assigner à l'objectif de convertibilité, même limitée, une priorité absolue par rapport à tous autres objectifs de politique économique. L'objectif classique d'allocation optimale des ressources effectivement utilisées, cède le pas à l'objectif moderne d'utilisation maximale de toutes les ressources disponibles. Un certain degré de stabilité économique et

sociale, un niveau satisfaisant d'emploi, un rythme désirable de développement sont recherchés aujourd'hui par tous les gouvernements avec autant ou plus de détermination que le simple maintien de la convertibilité. Cette observation, pour évidente qu'elle soit, mérite d'être répétée ici, car elle est à la base même du conflit entre les deux politiques de convertibilité et d'intégration.

C'est vivre dans le passé que de rechercher à cet égard un retour pur et simple aux mécanismes du XIXe siècle. La convertibilité ne pourra être rétablie et maintenue que si elle est rendue compatible avec la poursuite de ces autres objectifs essentiels d'une politique économique moderne. Or, il se trouve que cette compatibilité est loin d'être automatique. La convertibilité comporte, en effet, à côté d'avantages certains et évidents, des risques et des dangers tout aussi réels. Ces risques et ces dangers expliquent en partie les lenteurs et réticences fréquemment opposées par les gouvernements au progrès vers la convertibilité. Ces lenteurs et réticences sont loin d'être dues exclusivement, comme on le croit trop souvent, à l'ignorance ou à la mauvaise foi des gouvernements, ni même aux pressions exercées sur eux par les intérêts privés des industries protégées par les restrictions.

C'est que, sur le plan général tout d'abord, la convertibilité comporte un danger dont on a pu mesurer l'importance au cours de la grande crise de 1929-1932 de la longue période de dépression qui s'ensuivit. La non-discrimination tend, en effet, à généraliser la contagion des tendances déflationnistes qui peuvent se faire jour dans l'économie d'un pays important. La réduction des importations de ce pays tend à déséquilibrer la balance des paiements de ses fournisseurs et à forcer ceux-ci à rétablir cet équilibre par des mesures de déflation, de dévaluation, ou de restrictions de change ou de commerce. Si ces mesures demeurent non-discriminatoires, une bonne partie de leurs effets s'épanchera en restrictions réciproques entre ces pays mêmes qui réduiront leur commerce mutuel et exerceront de ce fait une tendance déflationniste sur leurs économies, tout en n'affectant que partiellement leur équilibre global envers le pays d'où l'impulsion déflationniste est partie³⁷.

Economistes et hommes d'Etat ont souligné – et d'ailleurs fortement exagéré – le rôle de ce mécanisme dans la propagation des crises de 1929, de 1938 et de 1949. Ils en ont longtemps fait état particulièrement au cours des premières années d'après guerre, pour s'opposer à tous engagements de convertibilité ou de non-discrimination.

³⁷ Notons en passant que la contagion, à première vue parallèle, d'un mouvement d'inflation dans un pays donné peut être freinée plus facilement par l'adoption de politiques compensatoires dites de « neutralisation » ou « stérilisation » par ses partenaires commerciaux. Ces politiques s'accompagnent en ce cas d'un accroissement des réserves monétaires de ces pays, alors que l'inverse est vrai lorsqu'ils essaient de « compenser » des tendances déflationnistes. Le mécanisme international des paiements entraîne à cet égard un « deflationary bias » dont l'analyse joue un rôle prédominant dans le projet de « Clearing Union » de J.M. Keynes.

La négociation – et plus tard la survie – de l'Union européenne de Paiements rencontra là son plus formidable obstacle.

De même, le retour à la convertibilité tant discuté aujourd'hui se trouve freiné par les craintes d'une résurgence de la rareté du dollar, en cas de crise économique ou de retour offensif du protectionnisme aux Etats-Unis.

La convertibilité unilatérale – à la 1914 – comporte un second désavantage, ou plutôt une contradiction interne, qui la rendrait particulièrement vulnérable et aléatoire dans le monde actuel. Cette contradiction résulte du fait que la convertibilité consiste en un système *international* de relations entre les diverses monnaies, alors que la décision de rendre une monnaie convertible ou inconvertible demeure à la discrétion entière des autorités nationales de chaque pays pourra difficilement maintenir la convertibilité de sa monnaie dans un monde de monnaies inconvertibles, mais aussi qu'il aura souvent intérêt à déclarer sa propre monnaie inconvertible dans un monde de monnaies convertibles.

Une comparaison très simple mettra cet aspect du problème clairement en lumière. Une partie de bridge – ou tout autre jeu d'ailleurs – ne peut se dérouler de façon satisfaisante que si tous les joueurs observent les règles du jeu. Si, cependant, chaque joueur restait libre de les observer ou non, à son choix, il ne fait aucun doute qu'il aurait fréquemment intérêt à y contrevenir, surtout si ses partenaires l'assuraient de leur détermination de les observer eux-mêmes en tout état de cause.

Or, c'est exactement là ce qui se passerait aujourd'hui si les pays revenaient individuellement à la convertibilité. Le gouvernement français, par exemple, ayant librement rétabli la convertibilité demain, resterait totalement libre de rétablir l'inconvertibilité après-demain. Peut-on être sûr que telle ne serait pas sa décision si une nouvelle crise de change le forçait à choisir entre l'inconvertibilité d'une part et d'autre part la déflation ou la dévaluation? La tentation serait d'autant plus forte que le maintien de la convertibilité par les autres pays permettrait à la France de continuer à percevoir en or ou en devises convertibles les soldes à ses propres créanciers la conversion en devises des francs accumulés par eux. Certes, ces derniers pays pourraient se protéger en refusant d'exporter vers la France contre paiement en francs inconvertibles. Le préjudice que leur causerait la fermeture du marché français à leurs exportations pourrait cependant les inciter, dans bien des cas, à préférer à cette solution une accumulation forcée de francs inconvertibles et le rétablissement de restrictions commerciales discriminatoires leur permettant de détourner vers la France leurs importations en provenance d'autres pays et que l'inconvertibilité de leurs excédents en francs ne leur permet plus de couvrir normalement. Certes, l'inconvertibilité d'un pays important pour l'économie de ses partenaires risque fort de faire boule de neige et d'entraîner après elle l'inconvertibilité d'une série d'autres devises et un retour généralisé au bilatéralisme monétaire et commercial.

Ce risque, notons-le en passant, n'existait que sous une forme très atténuée lorsque l'inconvertibilité ne signifiait en fait que le décrochage des taux de change, mais laissait subsister la liberté des changes, du commerce et du mécanisme d'arbitrage triangulaire. Les effets d'une telle inconvertibilité se trouvaient alors atténués par leur dispersion à travers l'économie mondiale. Ce sont les techniques relativement récentes d'inconvertibilité véritable et de bilatéralisme rigide qui aggravent considérablement les difficultés en concentrant le poids de l'inconvertibilité d'un pays sur ses créanciers directs et en les incitant eux-mêmes à suivre la même voie pour échapper à leurs difficultés.

Quelles garanties est-il possible de prendre contre ces deux dangers? L'expérience de l'OECE nous indique la double voie à suivre, tant sur le plan commercial que sur le plan financier: la voie de la réciprocité des droits et des engagements de chacun, et la voie de l'entr'aide mutuelle, subordonnée elle-même à un minimum de coordination entre les politiques économiques nationales.

Réciprocité commerciale d'abord. Les pays devraient s'engager à éviter toutes restrictions discriminatoires dans leur commerce réciproque et négocier une libération aussi poussée que possible des autres entraves – même non-discriminatoires – limitant les échanges entre eux. Un pays, cependant, ne devrait pouvoir réclamer le bénéfice des engagements de libération pris par ses partenaires que s'il accepte et observe lui-même des engagements correspondants.

Réciprocité financière ensuite. Tous les pays devraient s'engager à payer en or ou en devises convertibles les déficits encourus vis-à-vis de leurs partenaires. Il ne devrait cependant être permis à aucun d'eux de profiter de la convertibilité de ses partenaires pour continuer à être payé par ses débiteurs, alors qu'il refuse lui-même le bénéfice de la convertibilité à ses créanciers et engage avec eux un marchandage bilatéral.

Enfin, des mesures d'entr'aide mutuelle restent nécessaires pour éviter la contagion de tendances déflationnistes et faciliter le financement des déficits temporaires ainsi que le redressement de déséquilibres plus fondamentaux, sans recourir inutilement à des mesures restrictives dommageables à tous.

Les pays en difficulté devraient trouver accès à une aide financière adéquate ou être autorisés, dans certains cas, à rétablir temporairement certaines restrictions à leurs importations. Une telle assistance n'est cependant concevable et justifiée que si le pays mérite cette aide et assure son efficacité par l'adoption de mesures de redressement appropriées à ses difficultés. L'aide aux débiteurs suppose donc un accord collectif sur la politique poursuivie par ceux-ci.

Les pays en excédent devront, de leur côté, participer au financement de l'aide accordée aux débiteurs. On pourra également leur demander de ne point accroître leurs excédents par des mesures de restrictions ou de déflation, injustifiables eu égard à leur

balance de paiements et contraires à leur propre intérêt national aussi bien qu'à l'intérêt des autres membres du groupe.

IV. Convertibilité et intégration à l'échelon régional

Toutes les mesures que nous venons d'énumérer comme indispensables au maintien de la convertibilité dans le monde moderne ressortissent à une politique d'intégration.

Idéalement, le cadre géographique d'une telle intégration devrait être le monde lui-même, ou tout au moins le monde libre. Des institutions mondiales, telles que le GATT, le Fonds monétaire international, la Banque Internationale, ont un rôle vital à jouer en ce domaine et méritent certes notre appui le plus entier. Il est plus que douteux, cependant, que de telles institutions puissent exploiter à fond toutes les possibilités pratiques de coopération entre pays souverains et indépendants. Des nations unies par l'histoire, la géographie, l'intensité de leurs relations économiques et culturelles accepteront plus facilement des objectifs communs ainsi que les sacrifices et risques mutuels inséparables de toute politique de coopération et d'intégration.

Pourquoi sacrifier ces possibilités au mythe d'un universalisme systématique et uniforme? L'internationalisme n'est pas désirable *en soi*; il l'est seulement dans la mesure où il répond à des besoins réels. Dans bien des cas, la centralisation des décisions et des négociations à l'échelon mondial constituerait un handicap, un élément de paralysie, une source de frictions bien plus qu'une contribution effective à la solution de nos problèmes.

De nombreuses difficultés entre pays, dans le monde d'aujourd'hui, surgissent sur le plan régional, et non pas sur le plan mondial. Prenons comme exemple un conflit sur les droits de pêche dans la Baltique. Est-il nécessaire, pour résoudre ce conflit, d'attendre qu'une convention sur les droits de pêche signée entre pays de la Baltique soit également acceptée et signée par la Bolivie ou par la Suisse? Il est évident que non. Il en est de même pour de multiples autres problèmes. La difficulté des négociations internationales est telle qu'il serait désastreux de les compliquer à plaisir, simplement par esprit de système et d'uniformité.

Le taux de change du Guatemala présente certes un intérêt réel pour le Salvador, mais ne concerne que médiocrement la Hollande ou l'Italie. Dans bien des cas, une négociation régionale serait infiniment plus justifiée et plus fructueuse en pratique qu'une discussion mondiale, qui risque fort de rester purement formelle ainsi qu'on le vit bien en septembre 1949, lors de l'intervention du Fonds monétaire dans les dévaluations de l'époque.

Ceci est encore plus vrai lorsque les décisions à prendre comportent des sacrifices ou des risques financiers importants en faveur des pays partenaires. Un certain degré

d'interdépendance réelle et de confiance réciproque est alors indispensable au succès d'une négociation. La Belgique acceptera plus facilement de faire un crédit à la France que de faire un crédit au Paraguay.

Enfin, les aspects administratifs de toute négociation internationale alourdissent inévitablement les organismes mondiaux. Les responsables des politiques nationales ne peuvent y négocier en permanence, loin de leur propre pays. Ils s'y font donc représenter la plupart du temps par des délégués liés par des instructions précises qui limitent sévèrement les concessions et les compromis inséparables de toute négociation. L'OECE et l'Union Européenne de Paiements doivent une bonne part de leur succès aux réunions fréquentes, possibles dans le cadre régional, entre techniciens et hommes d'état qui gardent, dans leurs pays respectifs, la haute direction des politiques nationales, commerciales, financières et économiques.

Reconnaissons donc, pour conclure, l'infinie diversité des besoins réels et des possibilités effectives de la notion d'intégration, c'est-à-dire de coordination, entre les décisions et activités d'individus ou de groupes sociaux. De multiples décisions, dans notre vie quotidienne, peuvent être laissées sans inconvénient à l'individu lui-même et ne requièrent aucune coordination entre individus. De nombreuses autres se satisfont aisément d'une coordination dans le cadre de la famille ou de l'entreprise. D'autres encore demandent une coordination plus large dans le cadre de la municipalité, du département, du syndicat ouvrier, du groupement industriel, etc. La libéralisation absolue de toutes entraves au commerce et aux échanges n'a pu être réalisée jusqu'ici que dans le cadre national, avec l'appui et les sanctions de l'autorité étatique. Des négociations, accords et organisations de caractère régional se sont révélés à la fois viables et fructueux pour la solution de conflits pressants entre économies étroitement interdépendantes et ont permis, sinon une libéralisation totale du commerce et du change, tout au moins de rapides progrès dans cette direction. Enfin, une coordination plus lâche dans le cadre mondial reste à la fois possible et nécessaire pour éviter ou résoudre des conflits d'intérêt, réels ou supposés, qui ne peuvent être arbitrés sur le plan régional.

Ces diverses formes d'intégration ne sont aucunement exclusives l'une de l'autre. Elles peuvent au contraire, s'appuyer utilement les unes les autres. Leur rôle et champ d'action respectifs devront être fixés dans chaque cas à la lumière des avantages et inconvénients réels de la décentralisation des décisions économiques par rapport à leur centralisation. Ce principe depuis longtemps admis par les nations libres lorsqu'il s'agit de délimiter les droits respectifs de l'individu et de l'Etat devrait être appliqué également à la délimitation respective des sphères d'action de l'intégration régionale et de l'intégration mondiale. Dans le cadre régional même, l'intégration étroite des pays du Benelux est parfaitement compatible avec l'intégration plus lâche des six pays de la Communauté du Charbon et de l'Action et l'intégration plus souple encore des dix-sept membres de l'Organisation européenne de Coopération économique.

Sur le plan monétaire, le terme ultime – mais non pas inévitable – d'une politique d'intégration consisterait évidemment dans l'unification monétaire, c'est-à-dire dans la fusion des monnaies nationales en une monnaie commune. Les gens sérieux haussent les épaules devant une telle utopie qui impliquerait, nous disent-ils, l'égalisation des salaires, des niveaux de vie, de la productivité, ainsi que de l'adoption d'une politique commune monétaire, financière, économique et sociale.

Les gens sérieux ont tort. Les difficultés de l'unification monétaire existent certes, et elles sont même formidables. Mais elles ne sont pas là où on les voit généralement.

Les salaires, les niveaux de vie, la productivité diffèrent de façon considérable à l'intérieur même des états nationaux actuels. A la veille de la guerre, ces différences allaient du simple au double ou même au triple entre les diverses régions des Etats-Unis eux-mêmes.

L'unification monétaire ne requiert pas davantage l'unification des politiques économiques des Etats membres, mais bien au contraire leur diversité. La politique de chacun devra viser, demain comme aujourd'hui, à ajuster les dépenses de la collectivité à ses ressources, afin de préserver son équilibre vis-à-vis de l'extérieur. Elle disposera, pour ce faire, de certaines facilités nouvelles découlant de l'intégration monétaire elle-même. Elle se sera privée d'autre part de certaines techniques – dévaluation, contrôle des changes ou des importations – incompatibles avec l'unification monétaire. C'est ici, certes, que réside la difficulté, et peut-être l'utopie, d'une unification monétaire totale. Notons cependant que, sur le plan économique proprement dit, les difficultés de l'unification monétaire ne diffèrent en rien de celles du maintien de la convertibilité à des taux de change fixes et invariables. Bien au contraire, l'unification monétaire disposerait de certains éléments de souplesse qui feraient défaut en cas de convertibilité entre monnaies par ailleurs indépendantes.

La différence principale entre l'unification monétaire et la convertibilité à taux fixes est de nature politique plutôt qu'économique. L'unification monétaire est le symbole même de l'intégration et, surtout, elle rendrait impossible un retour en arrière, la reprise en mains par les Etats nationaux de leur pleine souveraineté de décision, en ce qui regarde le taux de change, le contrôle des changes, etc. C'est pour cette raison que l'unification monétaire ne se conçoit guère qu'en liaison étroite avec une volonté d'intégration politique autant qu'économique.

V. Conclusions

L'espace fait défaut pour indiquer les réformes concrètes que suggérerait cette étude quant à la politique et aux institutions monétaires intra-européennes. Je dirai simplement et très brièvement qu'il conviendrait:

1° De préserver et de développer, dans toute la mesure du possible, les engagements réciproques de libération et de non-discrimination commerciale du Code de libération de l'OECE.

2° D'étendre, *de facto* mais non *de jure* ces mêmes engagements aux pays non participants, aussi longtemps que la balance des paiements de l'Europe dans son ensemble se présente aussi favorablement qu'elle se présente aujourd'hui.

3° De généraliser les règles de transférabilité de l'UEP en un système de convertibilité monétaire générale, s'appliquant aux monnaies tierces, aussi bien qu'aux monnaies des pays membres.

4° De remplacer les règlements fractionnels et les crédits automatiques de l'UEP par un système de règlements intégralement convertibles et par des possibilités de crédit discrétionnaires, plutôt qu'automatiques, destinées à appuyer les efforts des pays vers la convertibilité plutôt qu'à financer aveuglément leurs seuls déficits intra-européens.

5° De rétablir un marché des devises aussi libre que possible mais de prévoir en tout état de cause un système de règlements multilatéral et non bilatéral entre banque centrales. Le maintien d'une chambre de compensation entre banque centrales, chargée de garantir en dernière instance l'arbitrage des soldes intra-européens n'est en aucune façon incompatible avec la convertibilité la plus totale. Elle constitue au contraire un indispensable frein contre le retour à l'inconvertibilité et au bilatéralisme.

6° De préserver la possibilité de certains retours en arrière, de la convertibilité et de la libération mondiales à la transférabilité et à la libération régionales.

L'ensemble de ces mesures constituerait en réalité un retour conditionnel à la convertibilité, le maintien intégral de celle-ci pouvant être suspendu temporairement, en cas de difficultés graves, de manière à éviter ou modérer la propagation de pressions déflationnistes sans retomber pour autant dans le bilatéralisme.

Ces exceptions, indésirables en soi, ne pourront être évitées qu'à deux conditions. Tout d'abord les pays européens, *pris dans leur ensemble*, devront poursuivre une politique monétaire – notamment en ce qui concerne le rythme d'expansion du crédit bancaire, public et privé – de nature à prévenir un déficit persistant de la balance des paiements de l'Europe envers le reste du monde. Notons, cependant, qu'en régime de convertibilité, le rythme d'expansion de chaque pays continuera à être contrôlé par le rythme d'expansion des autres, sauf les décalages limités que peuvent financer les réserves monétaires nationales. La suspension collective de la convertibilité intégrale en faveur d'une convertibilité purement régionale ne risque guère d'être agréée par le groupe aux seules fins de financer la continuation de politiques inflationnistes par quelques-uns des pays membres seulement.

La seconde condition a trait à la politique poursuivie en-dehors de l'Europe même et particulièrement – pour reprendre un terme cher au professeur Perroux – par l'économie dominante des Etats-Unis. Une crise économique sévère et prolongée dans ce pays me paraît moins à craindre à cet égard que l'arbitraire de la politique commerciale elle-même. La « rareté » du dollar dans la décade qui précéda la dernière guerre me paraît due essentiellement à la conjonction de trois facteurs dont la réapparition *simultanée* n'est guère probable dans le proche avenir:

1° Une *forte* dépression économique qu'aucun gouvernement démocrate ou républicain ne tolérerait plus aujourd'hui.

2° Un niveau de réarmement extrêmement lourd en Europe et presque négligeable aux Etats-Unis.

3° Une fuite énorme de capitaux de l'Europe vers les Etats-Unis en prévision de la seconde guerre mondiale.

Quant à la rareté du dollar dans les années d'après guerre, elle s'explique aisément par l'urgence des besoins de reconstruction et de rééquipement laissés par la guerre et les longues années de dépression économique qui la précédèrent. La situation et les perspectives présentes, tant de l'économie européenne que de l'économie américaine, nous permettent d'envisager avec optimisme l'avenir de la balance des paiements entre l'Europe et la zone dollar. Cette balance reste néanmoins à la merci de la politique commerciale américaine. Le maintien de, plus encore que le retour à, la convertibilité générale des monnaies dépendra essentiellement des décisions futures de l'Administration et du Congrès américains. Le pessimisme souvent affiché à cet égard en Europe ignore trop facilement les progrès réels et continus d'une politique poursuivie sans défaillance depuis vingt ans et défendue aujourd'hui par l'Administration républicaine du Président Eisenhower tout aussi bien que par la vaste majorité du parti démocrate.

Répetons donc pour conclure que, loin de s'opposer, convertibilité et intégration constituent des politiques inséparables l'une de l'autre. Le succès de la convertibilité est intimement lié à un degré suffisant d'intégration des politiques monétaires, commerciales et même économiques. Il est également vrai que le rétablissement d'une telle convertibilité constituerait l'indispensable préface – et non par exemple une unification douanière ou monétaire entre pays membres. L'unification monétaire, notamment, à la supposer désirée sur le plan politique, ne poserait guère que des problèmes techniques – aisément solubles d'ailleurs – pour des pays ayant établi entre eux une libre convertibilité monétaire à des taux de change fixes et stables.

Ainsi donc, rien ne devrait opposer à ce stade les partisans de la convertibilité et ceux de l'intégration. Si une intégration totale n'est pas indispensable pour réaliser la

convertibilité ni une convertibilité totale pour réaliser l'intégration, bien des progrès restent encore à faire dans *l'une et l'autre* de ces deux directions pour l'Europe d'aujourd'hui quel que soit le but ultime que s'assigne l'Europe de demain.

Robert Triffin

Robert Triffin, « Convertibilité ou intégration? » in *Économie appliquée*, t. VII, 1954, n° 4, p. 359-375

The international monetary position of the United States

présenté par Jan Joost Teunissen

Robert Triffin first put forward his proposals for fundamental reforms of the international monetary system in 1959. He did so in two articles in the *Quarterly Review* of the Banca Nazionale del Lavoro, “The Return to Convertibility: 1926-1931 and 1958-? or, Convertibility and the Morning After” (March 1959), and “Tomorrow’s Convertibility: Aims and Means of International Monetary Policy” (June 1959). In his October 1959 Statement before the Joint Economic Committee of the US Congress, Triffin referred to these articles and announced that they would evolve into a book to be published in early 1960. This book became his classic “Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility” (New Haven, Yale University Press, 1960).

In fact, Triffin had already predicted in 1957, in his other seminal study, “Europe and the Money Muddle” (New Haven, Yale University Press, 1957), that confidence in the US dollar would be undermined by “a vast redistribution of net reserves from the United States to the rest of the world”. In his view, this was the consequence of maintaining the US dollar as the main reserve currency and the continuous running of balance-of-payments deficits by the United States.

In his 1959 Statement to the US Congress, Triffin stressed that without a reform of the system, the United States would continue to run deficits and, sooner or later, become unable to convert dollars into gold and would thus bring about a “gold and dollar crisis”. Looking at the world economy, he condemned the “totally irrational use of national currencies as international reserves”, and proposed a reform that would enable all countries to hold reserves in the form of deposits with the International Monetary Fund rather than dollars or other reserve currencies.

Twenty years later, in his 1978 essay “Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow” (Princeton University, Essays in International Finance), Triffin saw no reasons to abandon his proposals for world monetary reform. He observed, however, that in those twenty years another problem had emerged: an explosion in oil prices and the recycling of petrodollars by commercial banks. “For the world as a whole, the foreign claims of commercial banks (...) rose from about \$200 billion in 1972 to \$700 billion in mid-1978,” reported Triffin. “This \$500 billion increase in commercial banks’ foreign loans dwarfed the \$14 billion increase in IMF lending (...). The abdication of official control over the explosion of international financing could hardly be more complete.”

In Triffin's view, developments between 1959 and 1978 called for "a rounding out of [his] 1959 proposals". He stressed that the control of international liquidity should encompass not only the three components of official world reserves (gold, foreign exchange, and SDR or other reserve deposits in the IMF) "but also the mushrooming of commercial bank lending".

Triffin's 1959 Statement before the Joint Economic Committee of the US Congress shows us a committed and creative scholar who foresaw fundamental problems in global finance that are still with us – in their old or new features. The economic figures Triffin laid out in his Statement of fifty years ago are outdated, but his basic views and some of his policy proposals are still highly valuable.

The International monetary Position of the United States

Statement of Robert Triffin

before the Joint Economic Committee

October 28, 1959

I

Let me first apologize for being unable to offer you today more than a very narrow contribution to the broad and fundamental policy issues debated by our Committee. The time at my disposal was extremely short, and my only field of competence – if any – lies in the area of our international monetary policy, rather than in the field of domestic economic policies which is the main concern of this inquiry.

I am very much afraid, however, that the evolution of the last ten years has now brought us to a point where these issues have become inextricably intertwined, and where we can no longer afford to ignore the impact of our domestic policies upon our balance of payments and reserve position. I must admit that this way of looking at things is still very unfamiliar to most of my colleagues in the academic world, although it has recently begun to force itself upon the attention of economists in business and government circles.

For many years after the war, our only problem in this field was to reduce to more manageable proportions our enormous surpluses with the rest of the world, and to find adequate means to finance them. The so-called "dollar shortage" theory dominated economic thinking, and inspired economic policy, both here and abroad. The authors of these theories, however, and policy-makers themselves were extraordinarily slow

in realizing the full extent of their own success in dealing with the problem. Only our large gold losses of last year finally woke them up to the fact that our balance of payments had shown persistent deficits in overall account ever since 1949, and that our net international reserve position had been declining continuously at a rate of about one and a quarter billion dollars over the eight years 1950-1957. This latter figure rose abruptly to \$ 3,3 billion in 1958, and is likely to exceed \$ 4 billion this year. While our gold losses have been dammed up somewhat this year by sharp increase in interest rates, they have nevertheless continued, and been accompanied by a further spiralling up of our short term indebtedness abroad. Finally, and for the first time in many years, this country – the richest in the world, by far – is now experiencing large and growing deficits even in its current account, i.e. its purchases of goods and services abroad far exceed its sales to foreign countries, even though a substantial portion of these sales are financed and supported by extraordinary aid programs, particularly in relation with the disposal of our agricultural surpluses. More and more is being heard about our producers “having priced themselves out of the world markets”.

The situation clearly calls for an “agonizing reappraisal” of our foreign economic policies, but we are in great danger of misinterpreting the evidence and of taking refuge into the kind of policies which, although extremely plausible on the surface, are not likely to be as effective as one might think in redressing our own position and are most likely, on the other hand, to trigger off a disastrous reversal in the post-war trend toward freer and expanding world trade.

My main attention has been directed at the international aspects of the problem. I beg your permission to introduce in evidence a paper on “The Gold Shortage, the Dollar Glut and the Future of Convertibility” which discusses it from that angle and which I submitted last month to the annual meeting of the International Economic Association. I shall try to summarize today the main conclusion and policy suggestions of that paper, but before doing so I’ll attempt to relate them more explicitly to the problems of the United States and, more particularly, to the issues raised by your Committee.

II

Two major questions emerge from any objective examination of our current balance of payments and reserve position. Does the evolution of our balance of payments on current account suggest that we may be in danger of pricing ourselves out of the world markets? Does the evolution of our international reserve position suggest that we might have difficulties in maintaining the free convertibility of the dollar at its present value in terms of gold and foreign exchange?

I do not pretend to be able to give you a definite answer to the first of these two questions, but I might point out some reasons for serious concern in this respect.

As the richest country in the world, with far-flung economic, political and military responsibilities, we should be able to finance a large and steady capital outflow toward the underdeveloped countries, to help sustain their economy and their defence establishment. With far less resources than we have, the British estimate that they maintain, for such purposes, at a current account surplus averaging more than \$ 1 billion a year in our own balance of payments would not seem excessive. This is indeed just about the level around which our capital exports – public and private – have fluctuated, rather narrowly, over the last nine or ten years. Our current account surplus, however, has long been insufficient to cover such exports. It averaged slightly more than \$ 2 billion in 1958, and turned into an annual deficit rate of more than \$ 1 billion in the first half of this year.

Even more disturbing as an indication of our relative competitiveness in world trade in the evolution of our current account with Western Europe. This is the area which is most directly in competition with us in the field of manufactures, while our balance with the rest of the world is more responsive to cyclical conditions and to the level of foreign aid and capital made available to these countries. Discounting some highly abnormal movements connected with the peak of the European boom and the Suez crisis, in 1956-57, our current account with Western Europe has shown a pronounced and markedly unfavourable trend ever since 1951. Our surpluses of the immediate post-war years had thinned out rapidly even before then, falling from \$ 5 billion a year in 1947 to \$ 1.8 billion in 1951. They averaged less than \$ 100 million a year in 1952-57, and have now shifted to annual deficit rate of \$ 800 million in 1958 and more than \$ 2 billion in the first half of this year.

The combination of a relatively stable level of capital exports – about \$ 4 billion a year – with much smaller and fast declining surpluses on current account, turning into an actual deficit in 1959, has left us with a persistent and growing deficit on overall account, running today at the rate of about \$ 5 billion a year. A small portion of this, however, is covered by long term foreign capital exports to the United States and by other untraceable transactions appearing as “errors and omissions” in our balance of payments estimates. The remainder has given rise to annual gold losses and increases in our short term indebtedness abroad totalling, on the average, more than \$ 1 billion a year in 1952-57, \$ 3.4 billion in 1958 and, at an annual rate, \$ 3.7 billion in the first half of this year.

A continuation of this trend would clearly be untenable in the long run. It is not to be anticipated in any case. The incipient, but strong, recovery of economic activity in Europe and the end of the steel strike should produce some improvement over the forthcoming months. Yet, this is most unlikely to redress the situation fully and to bring about a reasonable and tenable equilibrium in our overall balance of payments account, at satisfactory levels of trade and of net capital exports by the United States to the rest of the world.

Among the policy measures which suggest themselves, two are particularly plausible and yet likely to prove both ineffective and unwise. The first, and most obvious one, would be a sharp curtailment of our foreign aid programs. The trouble with this is that such curtailment would be offset, in very large part, by corresponding cuts in our exports. Of a total capital flow of \$ 5.4 billion in 1958, less than \$ 800 million went to Western Europe, and more than \$ 4,6 billion to the rest of the world, i.e. mostly to the underdeveloped countries. A comparison of our capital exports to this area with our current account surplus with it shows a high degree of correlation, as the ability of these countries to run deficits with us on current account depends primarily on the financing made available to them by our own capital exports. A lesser flow of capital to them is thus likely to be matched, in very large part, by declining purchases of US exports by them, and to bring relatively little improvement in our overall balance of payments.

We must also note that most of our aid programs and official capital exports are closely linked to political objectives which we would hardly abandon on mere balance of payments grounds.

This may yet leave some room for so-called tied loans, ensuring that the recipients of aid use it buy in this market rather than to add to their reserves or to spend the dollars in other areas. This would be a palliative at best, the practical results of which are likely to prove disappointing as a great deal of our aid – such as the financing of our exports by agricultural surpluses – is already tied in this manner, or is, in any case, used in fact for purchases in the United States.

A second, and even more disastrous, line of action would be to reverse the liberal trading policies pursued by us for more than twenty years, and which have helped so spectacularly in the recovery and liberalization of world trade in general. This could hardly fail to trigger off similar reactions abroad, to arrest and reverse the current trend toward liberalization by foreign countries and to stifle further our own export trade.

The remedies, I feel, should be sought in a different direction. First of all, the current relaxation of world tensions may possibly enable us to reduce the terrifying and disproportionate defence burdens – internal and external – which probably accounts, more than any other single factor, for the revolutionary shift in the international dollar balance from pre-war to post-war days. This is, however, only a hope yet, and one about which I feel totally incompetent to hazard any guess or suggestion.

We should, secondly, continue to press vigorously for the elimination of remaining discrimination on dollar goods and the further reduction of other obstacles to trade and payments by foreign countries, particularly in Europe. A more determined support for GATT and its efforts to outlaw unjustified discrimination and liberalize other damaging restrictions on world trade should also serve as a basis for greater efforts on the

part of our own producer to prospect foreign markets and expand the level of our exports.

We should, in the third place, do everything we can to encourage European countries to assume a larger share of the burden of development financing, and to allow the recipients to spend the proceeds of such financing in the United States as well as in Europe itself. (This is another reason, by the way, for us to be chary of “tying” our own lending operations any more than they already are). Success along these lines should probably involve some redirection of our programs away from bilateral assistance, and toward multilateral assistance such as is implicit in the present IDA project.

Fuller European participation in the financing of developmental needs seem to me particularly crucial at the present juncture, since I am not confident that the various measures mentioned above will be sufficient to bring about a sufficiently rapid and drastic improvement in our overall balance of payments position. Creeping inflation here must be arrested, while our rates of growth and productivity are stepped up at the same time by appropriate investments in research and technology. We should also be aided by the inevitable adjustment of foreign wage and consumption levels to the steep increases in production and the large balance of payments surpluses achieved by foreign countries over recent years. In the meantime, we shall probably be forced to keep our interest rates high enough to retain and attract foreign funds to this market, and to slow down somewhat our own capital exports. While unavoidable in the short run, this policy would be difficult to reconcile with our longer run policy objectives, internally as well as externally. The last part of my statement will come back to this point and make concrete suggestions to help us out of the dilemma.

III

The second major question which I raised above relates to the evolution of our international reserve position and the threat which it may raise for the future stability of the dollar.

I have already mentioned the fact that the largest portion of our persistent balance of payments deficits on overall account have been financed, year after year, for nearly a decade, by a growing deterioration in our net reserve position. At the end of 1949, our gold stock exceeded the liquid dollar claims of foreign countries by more than \$ 18 billion. This exceedingly comfortable cushion was already down last June to less than \$ 3 billion. At the rate of loss experienced in 1958 and early 1959, these \$ 3 billions would be wiped out within a year, and our short-term indebtedness abroad would begin to outstrip out total gold stock.

The financial press, here and abroad, has sometimes exaggerated the significance of these figures. First of all, we are not in any danger of becoming insolvent as a nation. Our gold losses and the increase in our short-term liabilities abroad are matched – and far more than matched – by the enormous growth of our foreign investments since the

war. Most of these investments, however, are long-term investments on private account and could not be mobilized quickly to meet any demand by foreigners for conversion of their liquid dollar holdings into gold.

Secondly, however, there is nothing unusual or necessarily alarming, for a country like ours, in this rough equivalence between our gold assets and the dollar balances held abroad. Sterling was made convertible last December, and has shown considerable strength ever since – as reflected in its persistent premium over the dollar on the exchange market – in the face of a level of foreign sterling balances three of four times larger than the total gold and convertible currency reserves of the United Kingdom.

The strength, and the weaknesses, of our international position cannot be gauged from any simple formula or calculation of this sort. Account should also be taken of our short-term, and even long-term, assets abroad, but also of other assets held here by foreigners and which might, under certain circumstances, be liquidated by them for reinvestment elsewhere or for repatriation to the owners' countries. Continued mismanagement of our own affairs might even prompt a flight from the dollar by our own citizens and find us unwilling or unprepared to take effective measures against it. The future of the dollar is to take effective measures against it. The future of the dollar is far less dependent on transitory fluctuations in our balance of payments than on the maintenance of people's confidence in our determination to preserve its basic and still formidable strength, in our own interest as well as in the interest of the world at large. Our capital is very high in this respect, and there is no reason to think that it is in serious danger of being jeopardized by excessive complacency, or dissipated by sheer irresponsibility, on the part of the monetary and political authorities of this country.

Even the most successful readjustment of our overall balance of payments, however, will leave in its wake two major problems. The first is the impact which such a readjustment will entail for the maintenance of an adequate degree of international liquidity in an expanding world economy. The second is the need to protect our own economy and the freedom of our internal economic policies against the dangers inevitably associated with the existence of such a huge backlog of foreign short-term funds in our financial and exchange markets. The concrete, but somewhat revolutionary suggestions presented below aim at solving rationally both of these problems together. First, however, it is necessary to state them more precisely and to replace them in their historical perspective.

The present international monetary system of the world can be sketchily described as follows. A number of countries – particularly the old industrial countries of Western Europe – are both anxious and able to maintain relatively high levels of monetary reserves and to increase them more or less pari passu with increases in production, money supply and international trade turnover. Other countries – particularly in the

underdeveloped areas of the world – are content with much lower levels of reserves and a more continuous recourse to foreign aid and short-term capital, currency devaluation or trade and exchange restrictions as alternative techniques of balance of payments adjustment. Current increases in the world monetary gold stock meet only a fraction (about one third) of the combined demand for monetary reserves defined above. Most – although not all – countries, however, have shown themselves willing to accumulate a substantial portion of their monetary reserves in the form of foreign exchange rather than gold. In choosing a particular foreign currency for this purpose, they naturally tend to select the currency that appears safest, i.e. that of a major creditor country: primarily the United Kingdom in former days, and primarily the United States today. This accumulation of key currency as international reserves by the rest of the world necessarily entails a large amount of “unrequited” capital imports by the key currency country. Coal is brought to Newcastle, from which it should be exported instead. The international liquidity shortage, moreover, is not thereby relieved, unless the key currency country allows its resulting short-term indebtedness to grow continually and persistently at a faster pace than its own gold assets. (It may otherwise disguise the basic gold shortage into a scarcity of the key currency itself).

This is an exact description of what has happened in fact since the war, and a major explanation of the growing threat to our own liquidity position. We have been lending long – and even given funds away – while borrowing short and losing gold. Foreign countries’ gold reserves and dollar holdings have risen by \$ 20 billion (from \$ 15 billion to \$ 35 billion) between the end of 1949 and the middle of this year, but only one fourth (\$ 5 billion) of this increase has come from new gold production – including Russian gold sales in Western markets. The remaining three fourths (\$ 15 billion) were derived from our own gold losses and increasing short-term liabilities to foreigners.

The restoration of overall balance in the United States’ international transactions would put an end to this process and deprive the rest of the world of the major source, by far, from which the international liquidity requirements of an expanding world economy are being met currently in the face of a totally inadequate supply of monetary gold. This might trigger off tomorrow – as it did under very similar circumstances in the early 1930’s – a new cycle of international deflation, currency devaluations and trade exchange restrictions.

The other problem that would be left unsolved by the readjustment of our current balance of payments is that of the huge legacy of short-term foreign indebtedness inherited from the past, and the huge handicap that might be placed thereby on sound policies for economic growth and stability of our own economy. Such funds are extremely volatile and may, at any time, move out of our market in response to interest rate differentials or to foreign conditions over which we have no control.

The experience of the United Kingdom, in the late 1920’s and early 1930’s, is particularly eloquent in this respect. The pound had been stabilized in 1925 with the held

of large amounts of speculative foreign funds and refugee capital, particularly from the continent during the period of currency depreciation that followed World War I. The danger of this situation were well perceived and led to various exchanges of views between Montague Norman of the Bank of England and Benjamin Strong of the Federal Reserve Bank of New York. Both men agreed, in general terms, that interest rates should be kept higher in London than in New York, in order to prevent an outflow of short-term funds from the first to the latter. This soon entered into conflict with domestic policy criteria in both countries. A rise of interest rates in the United States seemed highly desirable at times to slow down excessive lending here, particularly in connection with the boom in Wall Street. Even greater pressure arose in England to ease credit conditions in order to fight the economic stagnation and mass unemployment which plagued the British economy in the late 1920's.

The enormous repatriation of French refugees capital after the Poincaré stabilization of the French franc heralded the beginning of the end. The pound still held out for a few years, but had to be bolstered in various ways, including urgent pleas to the Bank of France and other central banks to refrain from converting, at an unpropitious time, the huge amounts of sterling absorbed by them from private traders and speculators. Some reluctant cooperation was given to the British in answer to these pleas, and substantial exchange losses were incurred as a result by several central banks when the pound finally devalued in September 1931.

A disquieting parallel could be drawn between those events and our own situation today. The extent of foreign currency devaluation since the war may have given a competitive edge to those countries after their production potential had recovered from the early post-war low. Some foreign currencies may now be undervalued in relation to the dollar, as they were in relation to the pound in the late 1920's. Refugee capital flew here in large amounts after the Second World War, again return home, as currency conditions become definitely stabilized in Europe. Our huge gold losses of least year were due in part to such a movement. They have been slowed down this year by an extremely sharp rise in interest rates, prompted by our domestic concern with creeping inflation in this country. In this case, external and internal interest rate policy criteria happily coincided, but they may diverge tomorrow. If and when we feel reassured about our internal price and cost trends, we are likely to turn increasingly our attention to our laggard rates of economic growth as compared not only with Russia, but also with most countries in Western Europe. We may wish to ease credit and lower interest rates to spur new investments and technological progress. At this point, however, interest rates abroad might again become more attractive to financial investors, and the gold dammed up this year by our high interest rates might flow out at a rate comparable to that of 1958, or even worse.

I cannot resist quoting here an incisive remark of Sunatayana, which the dynamic Managing Director of the International Monetary Fund, Per Jacobsson, has used most

aply in some of his recent speeches: “Those who do not remember the past will be condemned to repeat it”. John Steinbeck wrote in the same vein: “The study of history, while it does not endow with prophecy, may indicate lines of probability”.

IV

My final remarks will attempt to sketch, in very succinct form, the most logical policy answer to the two problems which I have just discussed. Those of you whom this summary might leave both interested and unconvinced may find a somewhat more detailed presentation of these suggestions in my paper on “The Gold Shortage, the Dollar Glut and the Future of Convertibility” and a fuller and more technical treatment in another publication of mine on “Tomorrow’s Convertibility: Aims and Means of International Monetary Policy”³⁸.

The keystone of my proposals lies in the true “internationalization” of the foreign exchange component of the world’s monetary reserves. The use of national currencies as international reserves constitutes indeed a totally irrational “built-in-de-stabilizer” in the present world monetary system. It is bound to weaken dangerously in time the key currencies – primarily sterling and the dollar – used as reserves by other countries under this system. These difficulties are then bound, in turn, to endanger the stability of the whole international monetary superstructure erected upon these key currencies.

The logical solution of the problem is obvious enough, and would have been adopted long ago if it were not for the enormous difficulties involved in overcoming the forces of inertia and reaching agreements among several scores of countries on the multiple facets of a rational system of international money and credit creation. This is, of course, the only explanation for the survival of gold itself as the ultimate means of international monetary settlements. Nobody could ever have conceived of a more absurd waste of human resources than to dig gold in distant corners of the earth for the sole purpose of transporting it and re-burying it immediately afterwards in other deep holes, especially excavated to receive it and heavily guarded to protect it. The history of human institutions, however, has logic of its own. Gold as a commodity enjoyed undoubted advantages over other commodities that could alternatively be used as money. The substitution of debt or paper money for commodity money within each country’s national borders was a slow, gradual, and still recent phenomenon in world affairs. Its extension to the international sphere is even more recent and has also developed haphazardly under the pressure or circumstances rather than as a rational act of creation on the part of any national or international authority. This explains the present, and totally irrational, use of national currencies as international reserves. Yet,

³⁸ Published (in English) in the June 1959 issue of the Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review. This and another article on the international liquidity problem form part of a forthcoming volume, to be published by the Yale University Press early next year.

the proliferation of regional, international, and supranational agencies since the war is slowly laying the groundwork for further, and long overdue, adaptations in the international monetary system, and particularly for the internationalization of the fiduciary portion – foreign exchange – of countries' monetary reserves. This portion should be made up of international deposits rather than of national currencies.

The United States and the United Kingdom should bar the use of sterling and dollars as monetary reserves by other countries. All countries should simultaneously renounce the use of these, or other, national currencies as international reserve holdings. They would be offered instead the opportunity of keeping in the form of deposits with the International Monetary Fund any portion of their reserves which they do not wish to hold in the form of gold. Deposits with the Fund would be constituted initially by transferring to the Fund the national currencies – primarily dollars and sterling – now held as reserves by the central banks of members' countries, plus any amount of gold which they might also wish to exchange for such deposits.

Reserve deposits at the Fund would be as fully usable as gold itself in all international settlements. They could be drawn upon by their holders to procure currency needed in such settlements or for stabilization interventions of central banks in the exchange market. The amounts withdrawn would be merely debited from the withdrawer's deposit account and credited to the account of the country whose currency has been bought from the Fund.

Fund deposits would carry exchange rates and convertibility guarantees which would make them a far safer medium for reserve investment than any national currency holdings always exposed to devaluation, inconvertibility, blocking, or even default by the debtor country. They would, moreover, earn interest at a rate to be determined, and varied from time to time, in the light of the Fund's earnings on its own loans and investments.

These various features, combining the earning incentive of foreign exchange holdings with the safety incentive of gold holdings, should ensure in time a large and continuing demand for Fund deposits by central banks, once they become sufficiently familiar with the system and confident in its management. In order to take account of initial diffidence of sudden and unpredictable shifts between gold holdings and Fund deposits, all members should undertake to hold in the form of Fund deposits a uniform and agree proportion of their gross monetary reserves. They would be entitled, but not compelled, to convert into gold at the Fund any deposits accruing to their account in excess of this minimum requirement.

A minimum deposit ration of 20 per cent would probably be ample to initiate the new system, and would substitute for the present, exceedingly complex and rigid, system of IMF quotas. This ratio might have to be increased in time, however, in order

to provide adequate lending power to the Fund and to ensure beyond any shadow of doubt the full liquidity and convertibility of Fund deposits, necessary to make them as unquestionably acceptable by all countries as gold itself in all international settlements. On the other hand, prudent management of the system would, in all likelihood, make it unnecessary to resort to compulsion for that purpose, as member countries' own interests would lead them to maintain with the Fund, rather than in gold, a much larger proportion of their total reserves than the minimum percentages imposed by the Fund.

The major objection to this proposal reform in the Fund's operations would be the same as that raised against the Keynes plan for an International Clearing Union. Such a system would endow the Fund with a lending capacity which, if improperly used, might impart a strong inflationary bias to the world economy. This is no reason, however, to fall back upon a system whose deflationary bias can only be combatted through an ever-increasing upon the haphazard constitution of reserves in the form of national currencies, and an increasing vulnerability to unfavourable developments in one or a few key countries. The threat of inflationary abuses can be guarded against far more simply and directly by limiting the Fund's lending powers to the amounts necessary to preserve an adequate level of international liquidity.

Various alternative criteria could be retained for this purpose. The simplest one might be to limit the Fund's net lending, over any twelve months period, to a total amount which would, together with current increases in the world stock of monetary gold, increase total world reserves by, let us say, 3 to 5 percent a year. The exact figure could not, of course, be determined scientifically and would, in any case, depend in practice upon the compromise between divergent national viewpoints which would emerge from the negotiation of the new Fund Agreement. A reasonably conservative solution would be to retain the 3 percent figure as definitely non-inflationary, and to require qualified votes (two thirds, three fourths, and ultimately four fifths of the total voting power, or even unanimity) to authorize lending in excess of 3, 4 or 5 percent a year.

Assuming for instance, that monetary gold stocks continue to increase by \$ 700 million or \$ 800 million a year, the Fund's annual lending quota based on a 3 percent rate could be roughly estimated today at about \$ 800 million to \$ 9 million. A 4 percent rate would raise this to about \$ 1.4 billion, and 5 percent to about \$ 2 billion a year. These estimates would rise gradually, but slowly, with further increases in world reserves. They could decrease as well as increase, on the other hand, with future fluctuations in the current additions to the world monetary gold stock.

The Fund's lending operations, moreover, should be no more automatic than they are at present, and this discretion should enable it to exercise a considerable influence upon members to restrain internal inflationary abuses. The experience acquired in the twelve years of operation of the Fund is extremely valuable in this respect. Fund advances should continue to require full agreement between the Fund and the member

with relation not only to the maturity of the loan, but also to the broad economic and financial policies followed by the member to ensure long run equilibrium in its international transactions without excessive recourse to trade and exchange controls. The recent stand-by techniques of lending might, in addition, be supplemented by overdraft agreements, to be renewed at frequent intervals, and guaranteeing all members in good standing rapid and automatic Fund assistance in case of need, but for modest amounts and with short-term repayment provisions. These overdraft agreements would be primarily designed to give time for full consideration of a request for normal, medium-term, loans or stand-by agreements, and would be guaranteed by the country's minimum deposit obligation.

A second broad category of Fund lending would take the form of investments in the financial markets of member countries. These operations would be decided at the initiative of the Fund itself, but always of course in agreement with monetary authorities of the countries concerned. Such agreement would be necessary in any case to attach to these investments the same guarantees against exchange and inconvertibility risks as those which protect the Fund's own deposit liabilities.

The first investments of this character would be imposed upon the Fund by its absorption of the outstanding national currency reserves transferred to it by members in exchange for Fund deposits. The bulk of these reserves would be in the form of bank deposits, acceptances and Treasury bills previously held by the central banks themselves in New York and London. The Fund would have no immediate need to modify the pattern of these investments, but should be empowered to do so, in a smooth and progressive manner, insofar as useful for the conduct of its own operations. This purpose would be served by giving the Fund an option – which it would not necessarily wish to use every year – of liquidating such investments at a maximum pace of, let us say, 5 percent annually. The resources derived from such liquidation would normally be re-employed in other markets whose need for international capital is greater than in the United States and to United Kingdom. A portion of such investments might even be channelled into relatively long-term investments for economic development through purchases of IBRD bonds or other securities of a similar character.

The gradual liberalization of remaining trade, exchange and tariff restrictions could also be given a new impetus by these reforms if they were allied to a continuous and worldwide negotiation of reciprocal liberalization commitments, similar to that successfully undertaken regionally by the OECC on the basis of the EPU agreement. Prospective credit assistance by the Fund to countries in difficulty should help spur the acceptance and implementation of such commitments by members. Yet, the OECC experience also suggests that members will insist on retaining the right to invoke escape clauses whenever such assistance is either insufficient or inappropriate to meet their deficits. As in OEEC, a joint examination of the overall policies followed by the member should be undertaken in such cases and lead to agreed proposals for monetary

rehabilitation and stabilization and for the restoration of the liberalization measures reciprocally accepted by all Fund members. Ideally, the Fund should be given the right to disallow, if it deems them to be no longer justified. Such a decision might entail automatically the right for the country in question to allow fluctuations in its exchange rate as long as its gross reserves remain inferior to, let us say, 30 percent of annual imports.

Finally, some fundamental reforms in the cumbersome administrative machinery of the Fund have long been overdue. Greater efforts should be made to preserve effective contacts at all levels between the Fund and the national administrations of its members. Periodic meetings of high-level representatives currently entrusted with monetary policy in their own country, should determine the broad lines of the Fund's policy and the limits within which decisions can be delegated to permanent representatives or to the Fund's management itself. The OEEC and EPU experience should serve as an invaluable guide in shaping up such reforms in more concrete terms.

These, and other questions, cannot be fruitfully explored here. Actual possibilities for agreement can only be discovered through the process of international negotiations itself. A number of compromises and adaptations in the broad and bold aims and techniques suggested here could undoubtedly prove necessary to reach such an agreement. A number of these adaptations should probably be directed at decentralizing the heavy responsibilities placed here upon the IMF, by transferring to some existing or prospective regional groups – such as this European Economic Community, the sterling area, or the European Economic Association – the handling of all international settlements and financial assistance involving only the use of their own members' currencies.

V

May I close with a few words about the disadvantages, which such a reform would entail for the United States itself?

Its major advantage emerges clearly, I hope, from our previous discussion. The United States would no longer have to bear the burden, and court the danger, inseparable from the use of the dollar as a reserve currency. This would, it is true, deprive us of unrequited capital imports which have, in the past ten years, allowed us to carry a heavier burden of foreign lending and aid programs than we could have financed otherwise. We would now have to share these responsibilities – and the political influence that might accompany them – with other countries through processes of multilateral decision-making which would, at times, be irritating and frustrating. We would, on the other hand, have consolidated in the hands of the Fund a large portion of highly volatile foreign funds, whose sudden and unpredictable outflow might now unleash, at any time, an unbearable drain on our gold reserves. Most of all, we would have shed thereby the straitjacket which the need to prevent such an outflow would impose upon monetary management and interest rates in this country, whenever the

success of our price stabilization efforts allows us to give primary consideration once more to the furtherance of maximum feasible rates of employment and economic growth.

A second, and closely, related, consideration is that these reforms would put an end to an absurd situation under which we have been in practice – with only minor exceptions – the sole net lender in the IMF, in spite of our persistent deficits and of the equally persistent and huge surpluses accumulated over the last ten years by other IMF members. We would, moreover, be able for the first time to obtain ourselves assistance from the IMF – through the more flexible procedure of IMF investments rather than loans – without triggering off the dangerous psychological reactions which would now accompany a United States request for such assistance. The IMF itself would need to look for safe investment outlets for its expanded resources, particularly during the initial years of the new system, and this would fit particularly well with our own need to buy the time necessary for effecting, in as smooth a manner as possible – in the interest of other countries as well as in our own – the readjustment of our current overall balance of payments deficits.

These, I think, are the essential considerations that should guide us. I should mention, however, two other points of a more technical character, but which may still be of interest to this Committee.

Our minimum deposit obligation in this new IMF can be calculated approximately, on the basis of our current position, as in the neighbourhood of \$ 4.3 billion, which is just about equal to our present Fund quota. About half of this obligation would be discharged by counting as part of our required deposit the \$ 2.1 billion of net claims on the Fund accumulated by us as a result of our gold contribution to the Fund's capital and of the Fund's use of our local currency subscription in its lending operations. The other half, however, would have to be paid in gold, but the IMF would also cancel about \$ 2 billion of demand deposits and Treasury certificates which it now holds against us, and which represent the still unused portion of our local currency capital subscription.

It should also be noted that our deposits with the Fund should be properly regarded in a very different light from our present subscription to the Fund capital. The latter is not considered as a fully liquid and bankable asset. It is therefore excluded from the calculation of our monetary reserves. The first would be as fully liquid as gold itself and as fully usable in all international payments. It should therefore properly be counted – in our case as in the case of other countries – as fully equivalent to gold for the calculation of reserves and gold cover requirements. Our monetary reserves, after the cancellation of our present quota subscriptions and its replacement by a 20 percent deposit with the Fund, would actually have risen from its present level of \$ 19.5 billion to about \$ 20.6 billion. Most of all, our short-term liabilities to foreign countries

would have declined by approximately \$ 9 billion through the transfer to the Fund, and consolidation by it, of the liquid dollar holdings now held by these countries as monetary reserves.

These, I firmly and deeply believe, are extremely powerful arguments for a serious study of these proposals by the Administrations and by Congress. I fervently hope that we shall be able to act in time, and to refute the disabused comment and dire prediction of a former colleague of mine in the Administration: “Triffin, you are very probably right, but in this matter as in that of EPU your proposals come several years too soon, and this time I don’t honestly think you’ll get anywhere until people are shaken into action by a real crisis. Then, maybe”!

This, I must admit, is probably the most widely held view on this subject at present.

The international monetary position of the United States. Statement of Robert Triffin before the Joint Economic Committee, 28 October 1959, Robert Triffin Papers. Manuscript and Archives, Yale University Library.

La percée est possible

présenté par Éric Bussière

L'article publié par Robert Triffin dans *30 jours d'Europe* en mars 1972 est un appel à la reprise du processus de mise en place de l'Union économique et monétaire en profitant de la stabilisation provisoire du système montaire international procurée par les accords de Washington du 18 décembre 1971. Ces accords font suite à une phase d'extrême tension sur les marchés ayant conduit au flottement du mark et du florin en mai puis à la fin de la convertibilité du dollar en or décidée par le gouvernement des États-Unis le 15 août 1971. Ces événements, en même temps qu'ils annonçaient la fin du système de Bretton Woods et des parités fixes entre les monnaies, semblaient condamner le projet d'union économique et monétaire (UEM) lancé par les Six à La Haye en décembre 1969, élaboré par le comité Werner en 1970 et validé, pour l'essentiel par le Conseil le 22 mars 1971.

La crise du printemps et de l'été 1971 avait semblé mettre un terme à ce projet et confirmé les importantes divergences de conception entre Européens quant au processus d'unification monétaire de l'Europe. La crise s'était aussi manifestée par une confrontation plus immédiate entre intérêts nationaux (notamment entre la France et l'Allemagne) quant aux niveaux respectifs des taux de change, lorsqu'il avait été question de leur stabilisation.

Robert Triffin sait la fragilité des accords de Washington. Le temps est donc compté avant un retour probable des tensions sur les marchés et ce temps doit être mobilisé d'urgence pour relancer le processus d'UEM, ce dernier ayant valeur tant pour la Communauté elle-même que pour sa contribution à l'édification d'un nouveau Système international. L'enjeu exposé dans cet article est la constitution d'un pôle monétaire européen. Robert Triffin en décrit les composantes essentielles notamment en valorisant le rôle du Fonds monétaire européen à constituer (le futur FECOM). Il le souhaite puissant, doté de moyens d'intervention sur les marchés, chargé de la coordination des interventions des banques centrales et gestionnaire des réserves de change et d'or de ces dernières qui lui seraient confiées par étapes. À terme il envisage la création d'« une devise européenne unique ».

Robert Triffin sait les réticences des Etats qui « chipotaient médiocrement » sur les montants alloués au soutien monétaire alors que des flux de plusieurs milliards de dollars étaient en jeu sur les marchés. Le fond de son argumentation est que l'intégration économique déjà réalisée au plan des échanges intra-européens rend nécessaire l'unification monétaire et que les effets des tensions sur le cours des monnaies et les taux d'intérêts sont d'une telle ampleur que la souveraineté des États, en ce domaine,

a perdu une large part de sa signification. Émergence d'un pôle monétaire européen et restauration d'un ordre monétaire international stabilisé sont donc complémentaires.

L'on sait que les décisions prises par les Neuf restèrent en deçà des enjeux. Le conseil décida de la création du serpent monétaire européen le 21 mars 1972 et de la celle du FECOM l'année suivante, mais sans transférer à ce dernier les moyens et responsabilités que Triffin préconisait. De fait, le serpent ne résista que difficilement aux tensions monétaires renouvelées de l'été 1972 puis du printemps 1973.

La percée est possible

par Robert Triffin
Professeur à l'Université de Yale

Urgente et nécessaire, une initiative européenne pour reconstruire à neuf, sur des bases saines, un nouveau système monétaire international, est devenue possible depuis que, par l'accord du 18 décembre 1971, de nouveaux taux de change ont été fixés.

L'an dernier, la Communauté a été paralysée par les divergences d'opinion des ministres des Finances allemand et français en ce qui concerne le taux de change approprié entre le mark et le franc, d'une part, et entre ces deux monnaies et le dollar, d'autre part. A mon avis, il était d'ailleurs parfaitement absurde de se crispier sur ce dernier point, car les relations entre les devises européennes et le dollar n'ont relativement qu'une importance secondaire par rapport aux cours des monnaies européennes entre elles.

L'abolition des entraves au commerce, au sein de la Communauté, a eu en effet de résultats dépassant toute espérance: alors que le commerce de la CEE avec le reste du monde a triplé, les échanges entre les « Six » ont sextuplé et représentent actuellement près de 50 % de leur commerce total. Cette proportion va s'accroître encore du fait de l'adhésion de nouveaux membres, de la Grande-Bretagne notamment. Les échanges internes entre les membres présomptifs d'une zone monétaire européenne représentent déjà 70 % à 75 % de leur commerce global, soit près de dix fois leurs exportations vers les Etats-Unis et six à sept fois celles destinées au continent américain tout entier. En conséquence, ce qui importe avant tout aux pays de la Communauté, c'est l'établissement d'une constellation stable de cours de change entre leurs propres monnaies, et non entre celles-ci et le dollar. Quoi qu'il en soit, cette dernière hypothèque étant levée, ils n'ont plus aucune excuse pour temporiser. A la rigueur, il est possible aux Etats-Unis de s'accommoder de la situation actuelle. La Communauté ne le peut pas.

Indépendant du dollar

Son objectif primordial doit être d'établir un système de règlements de commerce intra-européen qui soit indépendant d'un dollar-papier inconvertible et susceptible de fortes variations incontrôlables. De plus, il est impératif de mettre en application les recommandations du plan Werner prévoyant le maintien – et la diminution progressive – de faibles marges de fluctuation entre les pays membres. On connaît l'instrument nécessaire à cet effet: il s'agit de l'institution proposée à La Haye, en décembre 1969, par le chancelier Brandt, sous le nom de *Fonds européen de réserves*, rebaptisé *Fonds Européen monétaire* par le plan Werner et le rapport Ansiaux, et enfin qualifié d'*Organisme pour une gestion concertée des réserves* dans la conférence de presse du Président Pompidou, le 23 décembre 1971.

Quel que soit le nom dont on affuble l'institution à créer, son fonctionnement repose sur quelques règles fort simples. Les banques centrales européennes disposeraient auprès du Fonds et utiliseraient, pour leurs règlements, des comptes de dépôt essentiellement comparables à ceux que les particuliers ont de nos jours dans n'importe quelle banque commerciale ou à la poste. Chaque banque centrale tirerait sur son compte pour obtenir toute autre monnaie communautaire qu'elle doit vendre sur le marché afin d'empêcher le cours de sa devise de tomber en-dessous de la marge de fluctuation agréée. Inversement, elle déposerait sur son compte les monnaies qu'elle achèterait pour empêcher une hausse excessive de sa propre devise. Ainsi, par exemple, si le mark avait tendance à dépasser son plafond vis-à-vis du franc français, les banques centrales de Francfort et de Paris – ou l'une d'entre elles – devraient intervenir sur le marché pour vendre de la monnaie allemande et acheter de la monnaie française sans procéder par l'intermédiaire de la devise américaine, comme cela se passe actuellement où l'on voit, dans l'exemple cité, la Bundesbank acquérir des dollars et la Banque de France en céder.

D'ailleurs, le système que je préconise pour l'ensemble de l'Europe est déjà appliqué au sein du Benelux où il arrive ainsi que les Pays-Bas et la Belgique accumulent, suivant les cas, des francs belges ou des florins.

Une devise européenne unique

Le Fonds européen de réserves jouerait un rôle fondamental dans cette évolution vers l'Union économique et monétaire. Non seulement il centraliserait les moyens déjà existants – ou à créer – pour le soutien monétaire à court et moyen terme, mais les interventions effectuées sur les marchés des devises européennes pour maintenir leurs parités dans les marges de fluctuation admises seraient créditées et débitées sur le compte dont disposerait chaque pays auprès du Fonds. De plus, il recevrait en dépôt une certaine part des réserves en or et monnaies étrangères de chacun de ses membres. Les interventions de ces derniers sur les marchés du dollar et des autres devises étrangères devraient être conformes aux directives du Fonds et seraient portées au crédit ou au débit de leurs comptes. Ceux-ci refléteraient ainsi l'évolution des réserves de

chaque pays membre et fourniraient des informations quotidiennes fort précieuses pour ces consultations intracommunautaires dont j'ai souligné, plus haut, la nécessité.

La proportion des réserves nationales déposées auprès du Fonds européen serait progressivement augmentée de telle façon que, en fin de course, il en détienne la totalité et les gère globalement. Ainsi serait préparée en douceur l'étape ultime qui se traduirait par la fusion des différentes monnaies en une devise européenne unique.

La volonté politique

Reste le problème de la volonté politique.

Elle est indispensable, car un tel système exige une forte discipline et une mise en commun des responsabilités que, jusqu'à présent, chaque nation a exercées dans une indépendance jalouse. L'évolution des esprits, et les déclarations de MM. Brandt et Pompidou, m'amènent à penser que, compte tenu de l'urgence des questions posées par l'accord du 18 décembre 1971, une « percée » décisive est aujourd'hui possible.

C'est en 1969, sans doute, que s'est amorcé ce virage, lorsque la prolifération des emprunts américains en Euro-dollars et la montée des taux jusqu'à 12 % et 13 % ont administré aux Européens la preuve douloureuse de leur impuissance, puisqu'ils se trouvaient empêchés d'emprunter à des conditions raisonnables sur leur propre marché. Par manque d'initiative, ils se livraient à des forces incontrôlables et admettaient en réalité des abandons de souveraineté nationale bien plus graves que ceux nécessaires à la création d'une union monétaire. Tandis que les gouvernements et les banques centrales de la Communauté chipotaient médiocrement sur le montant des crédits qu'ils s'accordaient les uns aux autres, l'Europe offrait libéralement des milliards et des milliards de dollars aux Etats-Unis. Aujourd'hui, même si ces derniers rompent des lances avec la Communauté sur le plan commercial, ils se plaignent de son manque de cohésion sur le plan monétaire car, de l'autre côté de l'Atlantique, ils ne trouvent personne à qui parler pour édifier un nouveau système international des paiements.

Toutes les conditions sont donc réunies pour que la Communauté accède à la maturité monétaire. Comme je ne suis pas Madame Soleil, je ne puis prédire qu'elle saisira cette occasion. Tout ce que je puis affirmer, c'est que, si elle la laisse passer, elle fera preuve d'incapacité et d'irresponsabilité.

La percée est possible

Ces réflexions du professeur Robert Triffin sont développées dans un important article qu'il publie dans le numéro de Mars de la revue « Preuve ».

Robert Triffin, « La percée est possible » in *30 Jours d'Europe*, bulletin d'information édité par le Bureau d'information de la Commission européenne en France, n° 164, mars 1972, p. 8.

La Communauté européenne face à l'imbroglie pétrolier et monétaire

présenté par **Éric Bussière**

Le premier choc pétrolier déclenché à l'occasion de la guerre du Kippour d'octobre 1973 et marqué par le quadruplement des prix du pétrole constitue un facteur durable de déstabilisation de l'économie mondiale. Il vient se greffer sur un système monétaire international en crise, affecté par le flottement généralisé des monnaies qui s'est installé depuis mars 1973. Il en aggrave les effets et semble compromettre les efforts en vue de la reconstruction du système. En Europe il provoque « l'affolement » et la tentation de politiques du chacun pour soi.

Triffin analyse les effets à venir de la hausse des prix du pétrole sur l'économie internationale et les risques de déstabilisation en profondeur qu'elle induit. Le transfert brutal de ressources de plusieurs dizaines de milliards de dollars par an des pays industrialisés et des pays en développement vers les pays exportateurs de pétrole pose la question des conditions de leur recyclage. Deux impératifs principaux se dégagent des analyses de Triffin : la bonne affectation des ressources recyclées - en particulier en faveur des pays en développement importateurs de pétrole- et la gestion ordonnée des flux de sorte à éviter une amplification des tensions monétaires et leur effets sur les économies. Le risque est celui d'une évolution similaire à celle des années trente: dumping monétaire, protectionnisme. C'est la raison pour laquelle Triffin condamne les stratégies fondées sur des solutions nationales, qu'il s'agisse de pétrole ou de choix économiques et monétaires.

Considérant la crise de l'énergie comme une réalité de long terme et difficilement réversible, Triffin s'attaque surtout à la restauration d'un ordre monétaire viable. Celui-ci impose une série de dispositions au plan international : mise en place du DTS (droit de tirage spécial) détaché de l'or ou du dollar en tant qu' instrument monétaire central du système, utilisation du DTS comme instrument des transactions privées de sorte à offrir un support stable et crédible aux détenteurs de capitaux et à éviter les mouvements déstabilisants des capitaux flottants, coordination des interventions des banques centrales par le FMI, appui de la BIRD et des banques de développement aux pays du tiers monde.

Cette échelle mondiale se double d'une dimension régionale européenne. La crise énergétique ne fait que confirmer l'impératif que représente la mise en oeuvre de l'UEM même si le contexte impose d'agir progressivement : renforcement des com-

pétences et des moyens d'intervention du FECOM (créé en 1973), création d'un instrument monétaire préfigurant la future devise européenne, émission d'emprunts communautaires libellés dans ce nouvel instrument.

Une fois de plus et conformément à une vision établie de longue date chez Triffin, le régionalisme monétaire européen est partie prenante de la reconstruction d'un ordre économique et monétaire international satisfaisant.

COMITÉ D'ACTION POUR LES ÉTATS-UNIS D'EUROPE

La Communauté européenne face à l'imbroglio pétrolier et monétaire

par Robert Triffin³⁹

Février 1974

1. L'énorme accroissement des prix du pétrole a pour effet de creuser ou d'aggraver le déficit extérieur pour certains pays de la Communauté aussi bien que par ailleurs pour les pays en développement qui ne bénéficieront pas de hausse de leurs prix d'exportations, mais auxquels la Communauté fournit des équipements.

L'accumulation d'excédents dans les pays producteurs de pétrole risque de multiplier des brusques virements d'une monnaie dans une autre qui ont déjà été la cause des crises monétaires répétées des dernières années.

Et le placement de ces disponibilités monétaires peut aller à l'encontre des besoins, vers les pays les moins affectés par la hausse du pétrole, alors qu'elles seraient plus nécessaires aux pays menacés par les plus larges déficits, mais qui, de ce fait, offrent moins de sécurité aux capitaux.

Devant cette situation, la Communauté doit agir à la fois dans deux directions:

³⁹AHEU Florence, fonds Pierre Uri (PU), dossier 97.

La Communauté européenne face à l'imbroglio pétrolier et monétaire

- Elle se doit de hâter la reprise des négociations pour la réforme monétaire internationale, plus urgente que jamais ; en particulier un accord immédiat sur la définition des droits de tirage spéciaux fournira au marché international des capitaux une unité dans laquelle ses opérations pourraient être libellées de sorte que les transferts de monnaie à monnaie seraient au mieux écartés.
- Elle doit renforcer les moyens d'action de sa politique monétaire commune et créer sa propre unité de compte monétaire – l'Europa – qui servira de base à ses règlements internes et à ses propres emprunts et dans laquelle le marché des capitaux pourra choisir de libeller ses opérations.

Ces actions essentielles doivent s'accompagner d'autres mesures qui seules réaliseront d'un côté la réforme monétaire mondiale et de l'autre la reprise du progrès vers l'union monétaire européenne. A défaut d'obtenir immédiatement un accord international sur certaines de ces mesures, notamment celles qui concernent le prix de l'or, il resterait à la Communauté à les mettre elle-même en application pour son compte.

Le mémorandum ci-après résume l'ampleur et la nouveauté du problème auquel le monde et l'Europe sont confrontés. Il décrit les principales mesures dont la Communauté européenne doit hâter l'adoption au plan international, et celles qu'en tout état de cause, ou à défaut d'un accord plus général, il lui appartiendra de prendre.

I. Conséquences de la situation pétrolière

2. Ces dernières semaines, l'attention est passée, par un mouvement d'une ampleur excessive, de l'angoisse provoquée par la perspective d'une pénurie catastrophique touchant les approvisionnements vitaux en énergie à l'inquiétude causée par les incidences de la hausse des prix sur le coût des importations, les balances des paiements, les taux d'inflation galopante et la menace de récession économique dans les pays importateurs de pétrole. Ce sont ces derniers problèmes qui font principalement l'objet de la présente note, mais il est probable que, dans les années à venir, la question des approvisionnements disponibles se posera d'une manière encore plus aigüe que celle de la hausse des coûts de l'énergie.

Les estimations ci-après (extraites de World Financial Markets, 20 novembre 1973), qui ont été établies sur la base des importations et de la consommation en 1972, montrent à quel point le Japon et l'Europe occidentale sont vulnérables à cet égard.

Degré de dépendance à l'égard du pétrole arabe

	États-Unis	Japon	Europe occidentale
1. Part prise par le pétrole dans la consommation d'énergie (%)	46	76	63
2. Part prise par le pétrole arabe dans la consommation de pétrole (%)	11	43	71
3. Part prise par le pétrole arabe dans la consommation d'énergie (%)	5	33	45

Même si l'on fait abstraction de la menace d'embargos ou de restrictions inspirés par des considérations politiques ou économiques, il est bien évident que l'accroissement prévu de la production et des réserves connues de pétrole ne permettra pas de faire face indéfiniment à la tendance fortement ascendante de la consommation qui a caractérisé la période d'après-guerre. Il faudra trouver d'autres sources d'énergie – plus diversifiées sur le plan géographique. Il importe tout autant, sinon plus, de réorienter nos objectifs et les moyens par lesquels nous assurons la croissance de la production, en vue de réduire le gaspillage et la pollution, dont le rythme actuel est insoutenable à long terme, indépendamment des coûts.

Les estimations du tableau ci-dessus montrent surtout à quel point le Japon et l'Europe sont tributaires du pétrole – situation qui est due en partie aux faibles niveaux des prix de ce produit dans le passé – mais il est certain que les Etats-Unis devront eux aussi faire face à un problème plus vaste, celui qui consiste à économiser l'énergie en général, dont leur population, qui ne compte que 209 millions d'habitants, soit environ 5,75 % du total mondial, consomme une part disproportionnée (un tiers environ) de la production mondiale⁴⁰.

3. La pire manière de réagir à la crise pétrolière – et cette réaction reste hélas la plus probable – serait de s'en tenir à l'adage consacré: « Chacun pour soi, et Dieu pour tous ! ». La responsabilité de l'intérêt commun, qui est assignée à Dieu dans cette formule, serait assumée en fait par les pays de l'OPEP et leurs dirigeants.

⁴⁰ Comme le souligne le Rapport Annuel du Council of Economic Advisers (Washington, 1^{er} février 1974, p. 112): en 1972, les Etats-Unis ont consommé environ un tiers de la production mondiale d'énergie... On a souvent accusé les Américains de gaspiller l'énergie, mais les faibles niveaux des prix pratiqués jusqu'en 1973 n'incitaient guère à l'économiser.

La Communauté européenne face à l'imbroglio pétrolier et monétaire

Sans doute certains pays importateurs de pétrole réussiraient-ils mieux que d'autres – essentiellement aux dépens de ceux-ci d'ailleurs – à négocier des accords bilatéraux avec les pays exportateurs de pétrole. Toutefois, nul n'échapperait aux redoutables difficultés qui se poseraient pour tous si les coûts devaient quadrupler ou quintupler et si un produit indispensable à la vie économique n'était plus fourni en quantité suffisante.

Quelles que soient les difficultés qu'elles soulèvent aux stades de la négociation et de l'application, les solutions de ce problème commun ne se peuvent trouver que dans la coopération, seul moyen d'éviter des politiques nationales qui s'inspireraient du principe du « sauve-qui-peut » et qui amèneraient les différents pays à rivaliser à coups de déflations, de dévaluations et de restrictions, politiques qui ne manqueraient pas de se contrarier, et d'attirer une réaction du même ordre chez les partenaires commerciaux de chaque pays: on déclencherait ainsi une escalade comparable à celle des années 1930. Ce point est capital, mais tellement évident qu'il n'est pas nécessaire de le développer ici.

II. Position de la Communauté européenne à l'égard de la coopération et des solutions internationales

4. Tout d'abord, la formation du cartel de pays exportateurs de pétrole devrait, bien entendu, favoriser, entre pays importateurs, un degré suffisant de coopération et d'accord pour leur permettre de négocier entre eux et avec les pays exportateurs de pétrole les arrangements équitables et acceptables pour tous les intéressés, afin de garantir, à court terme, l'accès au pétrole disponible à des prix raisonnables – lesquels s'équilibreront évidemment à des niveaux beaucoup plus élevés que par le passé – et d'aider les producteurs à se rendre moins tributaires d'une ressource non renouvelable, à diversifier leur économie, et à se préparer pour le jour – encore lointain mais inexorable – où les recettes qu'ils tirent du pétrole iront en s'amenuisant et ne leur permettront plus de faire face à leurs besoins vitaux.

Ces arrangements répondraient nécessairement à deux objectifs principaux:

- a) un transfert rapide mais progressif de ressources réelles des pays importateurs vers les pays exportateurs de pétrole, transfert qui leur est indispensable à long terme pour maintenir l'équilibre de leurs balances des paiements et pour rembourser – et négocier – les arrangements financiers qui seront nécessaires au cours des prochaines années;
- b) un recyclage approprié des excédents temporaires que les pays exportateurs de pétrole accumuleront inévitablement. Pour ce faire, il faudra concilier deux

critères qui entraîneraient obligatoirement, par le seul jeu du marché, dans des directions contradictoires:

- i) le financement des déficits des pays les plus touchés par la hausse des prix du pétrole, qui pourraient bien – pour cette raison-même et pour d’autres raisons – être ceux ayant le moins de chance de bénéficier des apports de capitaux étrangers;
- ii) l’offre de conditions contractuelles – durée des prêts, gains, taux de change – ou même garanties du pouvoir d’achat, etc. – qui soient assez attrayantes pour les créanciers tout en étant acceptables pour les débiteurs.

5. Le moins difficile à résoudre de ces deux problèmes principaux est sans doute le premier, c’est-à-dire le transfert de ressources réelles qu’implique à long terme la hausse des coûts des importations.

Il ressort des estimations assez approximatives que l’on trouvera dans la colonne (g) du tableau ci-après, que même dans l’hypothèse où les prix actuels seraient maintenus, les transferts en question seraient de l’ordre de 1,5% du PNB au maximum dans le cas des États-Unis, d’un peu plus de 4% pour le Japon, et d’un peu moins de 4%, en moyenne, pour les pays de la Communauté européenne. Répartis sur deux ou trois ans, ces transferts ne représenteraient qu’une fraction de l’accroissement du PNB pour une seule année, c’est-à-dire que leur incidence serait très inférieure à celle des changements analogues que tous les pays ont connus dans le passé pour ce qui est des termes de l’échange, ou des fluctuations cycliques en général.

La Communauté européenne face à l'imbroglie pétrolier et monétaire

Incidence des hausses de prix du pétrole (1974/1972) sur le coût des importations des pays qui sont importateurs nets de pétrole brut

En milliards de dollars

En % de

	Hausse du coût des im- port.	1972 PNB	1972 Ex- portations	Oct. 72 Réserves Moné- taires	Rééva- luation de l'or	Liqui- dités offi- cielles	PNB	Exporta- tions	Liqui- dités offi- cielles
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f=d+e)	(g=a/b x 100)	(h=a/c x100)	(i=a/f x100)
1. Etats-Unis	15,9	1155,2	49,8	14,4	23,3	37,7	1,4	31,9	42,2
2. Japon	12,8	300,0	28,6	14,0	1,8	15,8	4,3	44,8	81,0
3. Europe Occi- dentale	39,7		191,4	94,2	47,7	141,9		20,7	28,0
a) Communauté	(31,6)	821,6	154,8	71,5	35,6	107,1	(3,8)	(20,4)	29,5
b) Autres Pays d'Eur. Occi.	8,1		36,6	22,7	12,1	34,8		(22,1)	(23,3)
<u>Total partiel</u>	68,4		269,8	122,6	72,8	195,4		25,4	35,0
4. Autres pays dé- veloppés	4,2								
5. Pays moins dé- veloppés	6,7								
<u>Total : pays impor- tateurs nets de pétrole</u>	79,3								

Sources et notes :

1. La première colonne de ce tableau est tirée du tableau 1 (dernière colonne) d'un document intitulé « implications of Exploding Oil Costs » (les Conséquences de la hausse brutale des coûts du pétrole) qui a été publié le 4 janvier 1974, par Walter J. Levy. Le prix des importations de 1972 a été évalué, pour tout 1974, à la moyenne de 9,00 dollars le baril f.o.b. dans le Golfe Persique et de 12,00 dollars le baril ailleurs.

On espère que ces prix se tasseront quelque peu, mais le volume des importations a substantiellement augmenté depuis 1972 et devrait continuer de progresser au cours des années ultérieures.

La hausse des coûts des importations devrait être compensée en partie par l'augmentation des exportations à destination des pays producteurs de pétrole, mais cette évolution entraînerait encore des transferts de ressources réelles, contribuant à la formation du PNB, des pays importateurs de pétrole vers les pays exportateurs de pétrole, comme il est dit au paragraphe 5 du document.

2. Les chiffres entre parenthèses sont fondés sur des estimations très approximatives des hausses des coûts pour les pays qui n'apparaissent pas séparément dans le document de W. Levy. Il conviendrait de vérifier ces chiffres et de remplir les blancs sur la base d'informations dont je ne dispose pas pour le moment.
3. Dans la colonne (e) on a estimé - par un choix arbitraire - que toutes les ventes d'or s'effectueraient à des prix du marché soumis à fluctuations (voir paragraphe 9 du texte) qui seraient trois fois plus élevés que le prix officiel actuel de 42,22 dollars l'once. Les profits que ferait apparaître la réévaluation calculée de cette manière sont, en moyenne, un peu supérieurs aux hausses des coûts du pétrole qui apparaissent dans la colonne (a), mais sont très faibles pour certains pays, notamment le Japon et le Royaume Uni.
4. Il s'agit probablement d'estimations maximales pour le monde pris dans son ensemble, et en particulier pour l'Europe occidentale, mais d'estimations minimales pour les pays moins développés.

À mon avis, le principal problème qui se poserait alors serait de compenser l'action du nouveau facteur inflationniste que ces transferts de ressources introduiraient dans un environnement où l'inflation a déjà atteint la cote d'alerte, et ceci d'autant plus que les pressions inflationnistes auxquelles tous les pays sont déjà soumis se trouveraient

accentuées par les incidences directes et indirectes de la hausse des produits pétroliers sur le coût de la vie et par les investissements considérables qui seront nécessaires pour mettre au point d'autres sources d'énergie, ainsi que pour adopter de nouvelles techniques permettant d'économiser l'énergie. Il ne fait aucun doute que l'action conjuguée d'une part de hausses des prix qui sont déjà de l'ordre de 10 %, ou davantage, dans la plupart des pays, et d'autre part de ces facteurs qui viendront accroître une demande déjà excessive mettent en péril l'existence non seulement d'un ordre monétaire quel qu'il soit, mais encore celle des systèmes monétaires nationaux eux-mêmes. Au cours des mois et des années à venir, la lutte contre l'inflation constituera une tâche encore plus redoutable que le financement des importations de pétrole.

Au lieu d'être facilitée, cette tâche se compliquera encore du fait que le bouleversement des structures de la production provoqué par la crise de l'énergie créera également, à court terme, des poches de chômage, qu'il faudra résorber par des politiques expansionnistes plutôt qu'anti-inflationnistes. Partout les pouvoirs publics devront exercer des choix difficiles entre Charybde et Scylla. Si l'on veut éviter de se trouver dans la situation à laquelle ces dilemmes ont le plus souvent conduit ces dernières années, à savoir la « stagflation » qui conjugue les deux maux, inflation et chômage, il faudra plus que jamais faire preuve de prudence, d'habileté, et mettre la chance de son côté.

6. Le second des principaux problèmes exposés ci-dessus est celui que pose un judicieux recyclage des excédents considérables que vont accumuler les pays exportateurs de pétrole. Dans le tableau qui précède, le coût supplémentaire que le reste du monde non communiste devra payer à ces pays est estimé à 80 milliards de dollars environ pour la seule année 1974, par rapport à 1972, si les prix actuels du pétrole restent inchangés et si les importations du pétrole se maintiennent à leur niveau de 1972. Il est probable qu'aucune de ces deux hypothèses ne se vérifiera, mais l'ordre de grandeur est tel que l'analyse destinée à définir une ligne d'action ne subirait pas de modifications appréciables quand bien même ces estimations statistiques, qui évoluent rapidement, feraient apparaître de fortes discordances (de l'ordre d'un tiers ou de la moitié?)

Pour compenser intégralement ces hausses des coûts, il faudrait que l'accroissement des recettes d'exportations soit d'environ 20 % pour l'Europe occidentale en moyenne, de 32 % pour les Etats-Unis et de 45 % pour le Japon (colonne h du tableau), ce qui est manifestement impensable à court ou même à moyen terme, d'autant plus que cette progression ne pourrait pas être réalisée par les pays importateurs de pétrole sur leurs principaux marchés d'exportation, c'est-à-dire aux dépens des autres pays du même groupe, mais qu'elle devrait se faire en direction de quelques pays exportateurs de pétrole, dont certains ne pourraient dépenser en importations la totalité des sommes considérables que leur apporteront les recettes supplémentaires tirées du pétrole.

Pour les pays exportateurs de pétrole, les excédents de la balance des opérations courantes devraient augmenter d'environ 50 milliards de dollars (passant de 5 à 55 milliards de dollars), la détérioration correspondante de la balance des opérations courantes des pays importateurs étant estimée approximativement à 42 milliards de dollars pour les pays de l'OCDE et à 8 milliards de dollars pour les pays moins développés, ce qui signifie que, pour ces derniers, le déficit passerait de 15 à 23 milliards de dollars.

7. Cependant, le problème pris globalement, comporte sa propre solution. Les pays à excédents ne peuvent éviter de financer ceux-ci par une accumulation de créances sur l'étranger, sous forme de réserves monétaires, et d'autres prêts et investissements à l'étranger. La difficulté tient au fait que ces réserves, prêts et investissements, ne seront vraisemblablement pas orientés par ces pays de manière à compenser – et à financer – les déficits nationaux qui sont l'inévitable contrepartie de leurs excédents. En fait, ils tendront sans doute:

a) à être orientés, par souci de sécurité, vers les pays qui en ont le moins besoin, plutôt que vers ceux pour lesquels ils sont le plus nécessaires ;

b) à être convertis, à tout moment, d'une monnaie dans une autre, ou à être convertis en or ;

i) du fait d'anticipation spéculative portant sur l'évolution des taux de change, ce qui aggraverait encore les crises monétaires périodiques de ces dernières années; ou

ii) pour des raisons politiques qui peuvent s'apparenter à un véritable chantage dans la situation explosive qui est celle du Moyen-Orient.

Ainsi, le raffermissement du dollar qui est intervenu récemment sur les marchés internationaux a pu être attribué, en partie, au fait que les Etats-Unis risquaient beaucoup moins que d'autres pays d'être affectés par la pénurie de pétrole et la hausse des prix de ce produit⁴¹ et qu'ils recevront la plus grande partie des capitaux provenant des pays producteurs de pétrole.

⁴¹ Un rapport publié le 7 février par le Council of International Economic Policies des Etats-Unis contient l'estimation suivante: « cette année, les importations de pétrole des Etats-Unis coûteront 25 milliards de dollars, soit une augmentation de près de 16 milliards de dollars par rapport à 1973, dans l'hypothèse où les prix actuels du pétrole seront maintenus et où le volume des importations de pétrole sera le même en 1974 qu'en 1973... La balance des opérations courantes... sera probablement en déficit cette année de 3 à 5 milliards de dollars après avoir marqué un excédent estimé à 2,7 milliards de dollars en 1973 » (New York Times, 8 février 1974). Pour important qu'il soit, le déficit prévu n'est qu'une fraction de ceux que connaîtront probablement le Japon, l'Europe occidentale et les pays moins développés.

8. Le problème essentiel n'est donc pas d'assurer, vers le reste du monde, un apport global suffisant de capitaux en provenance des pays exportateurs de pétrole qui connaîtront un excédent – cet apport est assuré de toute manière, à concurrence de la totalité de ces excédents – mais de faire en sorte que ces apports de capitaux soient judicieusement « recyclés » entre les pays qui en auront le plus besoin, et non entre les pays qui en auront le moins besoin.

Ce problème aurait déjà été résolu en grande partie si l'on avait mis sur pied les réformes monétaires internationales de base – sur lesquelles un large consensus de principe s'est dégagé depuis longtemps, après plus de dix ans de délibérations et de négociations officielles⁴² - afin d'éliminer les insuffisances qui rendent le système monétaire international si vulnérable aux crises telles que celles auxquelles nous devons maintenant faire face, et qui, en fait, ont tendance à les multiplier et à les amplifier. Ce n'est pas le cas, malheureusement. Les espoirs prudents que pouvait susciter, à l'automne dernier, la perspective de prochains accords sur une réforme monétaire à l'échelon international, ou tout au moins européen, ont été balayés, pour le moment du moins, par la vague de panique que la crise de l'énergie a déclenchée parmi tous les pays importateurs de pétrole.

Il faut manifestement s'employer, dans toute la mesure du possible, à relancer et accélérer les progrès qui ont été faits précédemment dans la voie d'une reconstruction du système monétaire international sur la base des dépôts de réserves auprès du FMI – qui, grosso modo, sont semblables aux droits de tirages spéciaux – plutôt que sur celle de l'or ou des monnaies de réserve. Cependant, tout ce que l'on peut espérer dans les prochains mois, c'est que les principaux pays parviendront à négocier des arrangements intérimaires sur un certain nombre de propositions qui permettraient de mieux faire face à la crise immédiate et qui, en même temps, ouvriraient la voie à la réforme plus vaste et plus globale qui est indispensable si l'on veut reconstruire un ordre monétaire viable à l'échelon mondial.

9. Un premier pas, qui est heureusement en vue, consiste à se mettre rapidement d'accord sur une nouvelle définition des droits de tirages spéciaux, qui supprime leur lien théorique, purement académique, avec l'or ainsi que leur lien pratique avec un

⁴² Voir le résumé qui est donné aux pages 366-367 de mon document sur « The Collapse of the International Monetary System: Structural Causes and Remedies » (L'effondrement du système monétaire international: Causes structurelles et remèdes) De Economist, Amsterdam, 1971, n° 4, 1973.

dollar des Etats-Unis soumis à des fluctuations. A cet égard, la formule la plus probable semble consister à définir les DTS sur la base d'une moyenne résultant d'un « panier » qui comprendrait de 7 à 16 monnaies, les plus couramment utilisées dans le commerce et les paiements internationaux⁴³. Cette formule, accompagnée d'une augmentation réaliste des taux d'intérêt dont sont assortis les avoirs en DTS, rendrait ceux-ci plus attrayants comme instruments d'accumulation de réserves, par rapport à l'or qui est stérile et aux soi-disant « monnaies de réserve » nationales qui comportent des risques de change – et elle aurait pour effet d'orienter vers le Fonds une grande partie de l'accroissement futur des réserves des pays à excédents, lui permettant alors de stériliser une modeste proportion de ces augmentations, si cela se révélait nécessaire pour combattre des développements inflationnistes, et de recycler le reste, directement ou indirectement – par l'intermédiaire de la BIRD, de l'AID, de la SFI et des banques de développement régionales – vers les pays qui ont le plus besoin de moyens de financement et qui acceptent de coopérer aux politiques d'ajustement décidées d'un commun accord par les membres comme condition de ce financement.

L'accès aux DTS proprement dits resterait – malheureusement – limité, du moins pour le moment, aux détenteurs officiels de réserves, mais il ne fait guère de doute que les secteurs privés de l'économie s'empresseraient de faire leur cette conception qui offrirait une possibilité dont l'absence s'est faite jusqu'ici cruellement sentir, celle de remplacer des monnaies nationales soumises à fluctuations pour libeller les contrats internationaux et en particulier pour faire face au volume croissant d'opérations qui sont actuellement libellées en Euro-dollars et autres Euro-devises. La création d'un marché privé d'instruments à court, moyen et long terme de type DTS offrirait des formules plus sûres et plus attrayantes pour les investissements et freinerait les transferts soudains et massifs de fonds d'une monnaie nationale dans une autre, ou en or, qui nous ont causé tant de difficultés ces dernières années et qui ont déclenché des mouvements de taux de change qui étaient absolument sans rapport avec des réajustements que pouvait justifier et exiger l'évolution de prix et de coûts compétitifs sur les marchés mondiaux.

10. Il est une seconde mesure qu'on ne saurait différer plus longtemps: il s'agit du déblocage des réserves d'or des pays membres qui sont actuellement « gelées » et immobilisées par un prix officiel – 42 dollars l'once – auquel personne ne désire vendre et personne ne peut donc acheter.

Un premier pas a déjà été fait en novembre dernier en vue de rendre aux autorités monétaires (conformément à l'article IV, Section 2, de l'Accord du FMI) la

⁴³ Si l'on prend pour critère que les pays membres du Fonds dont la monnaie sera retenue pour constituer ce « panier » doivent avoir une part de 5 % dans les exportations mondiales, le nombre des monnaies ainsi retenues serait de 7; si le critère est de 3 % des exportations mondiales, on retiendrait 9 monnaies; et s'il est de 1 %, 16 monnaies.

La Communauté européenne face à l'imbroglia pétrolier et monétaire

liberté normale de vendre l'or sur le marché privé chaque fois que les prix sont supérieurs aux parités légales.

Une seconde étape consisterait à légaliser la « démonétisation » de l'or qui a déjà pris effet, et à autoriser les banques centrales à vendre et à acheter de l'or entre elles au prix qui est le sien en tant que produit sur le marché. Le troisième volet consisterait à autoriser, et même à encourager l'orientation de ces opérations concernant l'or par le canal du FMI, afin de préserver le bon fonctionnement du marché et d'éviter un effondrement du prix d'un produit qui représente pour les banques centrales un investissement aussi considérable.

Ces réformes libéreraient des avoirs officiels en or qui étaient estimés en octobre dernier à environ 50 milliards, au prix officiel de l'époque – à savoir 42,2 dollars l'once – mais qui totalisaient en prix courant du marché plus de 160 milliards de dollars. Ces avoirs pourraient servir à:

- a) faciliter les règlements avec les pays à excédents, en particulier les pays exportateurs de pétrole, s'ils préféraient cette forme de réserves à d'autres investissements producteurs de revenus;
- b) éponger les niveaux excessifs de liquidité sur le marché et combattre l'effet inflationniste de la fuite devant les monnaies nationales au profit d'autres avoirs réels;
- c) donner davantage confiance dans les DTS et les autres titres de dettes du FMI, tant que l'opinion publique, dans ses conceptions erronées et ses préjugés, restera attachée à la « garantie-or »: réévalués aux prix courants, les 6,5 milliards de dollars d'avoirs-or du FMI dépasseraient 21 milliards de dollars contre moins de 11 milliards de dollars d'engagements sous forme de DTS et les 7,5 milliards que représentent les autres droits des membres sur le Fonds⁴⁴;
- d) réorienter, dans une certaine mesure, - il faut l'espérer – une partie des profits comptables – plus de 10 milliards de dollars que dégagerait cette

⁴⁴ Pour les estimations statistiques, on se reportera aux colonnes e et i du tableau précédent, et pour un examen plus approfondi du rôle de l'or dans le système monétaire international, on se reportera à un document intitulé « The Case for the Demonetization of Gold » (Les arguments en faveur d'une démonétisation de l'or) qui a été présenté devant l'Institut des Directeurs le 2 octobre 1973, à Johannesburg, et qui a été publié dans la Lloyds Bank Review, janvier 1974.

opération, en direction des pays les plus pauvres et les plus touchés par une hausse des prix du pétrole à laquelle ils ne pourraient faire face.

11. Troisièmement, parmi les autres propositions qui sont étudiées activement par le FMI et le Comité des Vingt et pour lesquelles il importerait de prendre rapidement des décisions, on peut citer les suivantes:

a) Il conviendrait de se mettre d'accord sur des règles applicables aux interventions des banques centrales sur les marchés des changes flottants d'aujourd'hui, ceci en vue de prévenir les évolutions des taux de change qui sont facteur de déséquilibre, et en particulier la course à la dépréciation monétaire selon le principe du « chacun pour soi », dont les effets ne peuvent au total que s'annuler réciproquement. Le premier pas, et le plus évident, à faire dans cette direction consisterait, par exemple, pour les principaux pays, à convenir qu'ils s'abstiendront de vendre – à plus forte raison en pratiquant le dumping – leur monnaie nationale sur le marché chaque fois que cette opération aurait pour effet d'accroître les pressions qui s'exercent dans le sens d'un accroissement des réserves du pays ou d'une dépréciation de la monnaie de ce pays au-delà des limites qui auraient, à l'avance, été reconnues comme acceptables d'un point de vue collectif. Il y aurait lieu de mettre au point des directives analogues en matière de restrictions applicables au commerce et au change, afin que celles-ci n'aient pas également pour effet de s'annuler réciproquement et ne soient pas préjudiciables pour tous⁴⁵.

b) Une résolution qui est en cours de rédaction au FMI prévoit la création d'un Comité intérimaire à haut niveau du Conseil des Gouverneurs. Ce Comité jouerait un rôle consultatif en attendant la création d'un Conseil permanent des Gouverneurs. Il se réunirait régulièrement trois ou quatre fois par an pour gérer et adapter le système monétaire, pour contrôler le fonctionnement permanent du processus d'ajustement et pour faire face aux perturbations financières de caractère soudain.

c) Citons enfin cette proposition, qui pour être la dernière n'est pas la moins importante: M.H. Johannes Witteveen, Directeur Général, a proposé en janvier dernier à la réunion de Rome la création d'une « facilité supplémentaire de caractère temporaire » qui aiderait à financer l'incidence de la hausse des prix du pétrole sur la balance des opérations courantes d'un pays, lorsque ce financement ne peut être assuré par des importations nettes de capitaux ou par une utilisation prudente des réserves du pays considéré. Le financement de cette « facilité » pourrait exiger des emprunts du FMI destinés à compléter les ressources existantes. Une proportion assez importante de ces

⁴⁵ La nécessité de règles en la matière apparaît si l'on considère l'ampleur des interventions des principales banques centrales, que l'on estime à 30 milliards de dollars de mars à décembre 1973 (chiffre cité par le Président de la Federal Reserve Bank of New York, lors d'une réunion de la New York State Bankers Association le 21 janvier 1974.

La Communauté européenne face à l'imbroglia pétrolier et monétaire

emprunts serait effectuée auprès des pays exportateurs de pétrole, mais il faudrait aussi obtenir des fonds d'autres pays qui bénéficient d'apports de capitaux considérables et qui sont moins touchés par les hausses des prix du pétrole.

12. Quatrièmement, il faudrait aussi que les marchés privés, aussi bien que les institutions nationales, régionales et internationales, mettent au point de nouvelles méthodes permettant d'attirer les fonds excédentaires sous forme d'investissements directs et d'autres instruments à long terme assortis d'un taux de change acceptable ou même de garanties de pouvoir d'achat.

Une initiative intéressante a été prise dans ce sens par la Ligue arabe au cours de la première Conférence de la Coopération arabo-africaine qui s'est tenue en janvier dernier au Caire. Le Secrétaire Général de la Ligue, qui présidait la Conférence, a annoncé le 23 janvier qu'une Banque arabe pour le développement agricole et industriel commencerait à opérer le 1^{er} mars, avec un capital initial de 500 millions de dollars, et qu'un fonds de 200 millions de dollars serait également créé par les pays arabes producteurs de pétrole pour aider les pays africains à acheter le pétrole arabe.

III. Action dans le cadre de la Communauté européenne

13. Par son ampleur et son caractère mondial, le problème ne peut être résolu par la Communauté seule, pas plus que par ses membres pris individuellement. Pour les pays de la Communauté, la première priorité devrait donc être d'accélérer, dans toute la mesure du possible, l'adoption des mesures internationales dont les grandes lignes sont exposées ci-dessus, et des autres mesures qui pourraient se dégager des discussions en cours. Le succès de ces négociations dépendra, pour une bonne part, des accords qui pourront être mis au point entre les pays de la Communauté et qui leur permettront de jouer un rôle constructif dans les négociations ainsi que de participer de manière efficace à l'application des recommandations et des décisions qui devraient s'en dégager.

14. Il va sans dire que des progrès plus rapides dans l'application de l'ambitieux programme d'union économique et monétaire qui est celui de la Communauté elle-même - programme dont la réalisation est en tout cas indispensable à sa survie à long terme - auraient été la contribution la plus précieuse que la Communauté puisse apporter à cet égard. Des décisions essentielles, réalistes et prometteuses avaient été prises l'année dernière, et les suggestions en vue d'une nouvelle action d'urgence qui ont été définies lors de la réunion tenue en mai par le Comité d'Action pour les Etats-

Unis d'Europe⁴⁶ n'ont rien perdu de leur actualité et présentent même une plus grande urgence et un caractère plus impératif que jamais, étant donné les circonstances actuelles.

Mais là aussi, l'affolement provoqué au niveau national par la crise de l'énergie a bloqué cette évolution, et il faudra probablement convenir de mesures spécifiques plus limitées avant de pouvoir reprendre utilement des négociations sur les réformes institutionnelles de base envisagées pour la seconde étape du programme d'union économique et monétaire de la Communauté.

15. Ces mesures seraient très semblables à celles qui ont été exposées ci-dessus, dans leurs grandes lignes, notamment aux paragraphes 9-11. Elles devraient permettre aux pays de la Communauté et à ceux qui souhaiteraient se joindre à eux d'appliquer des accords et des politiques qui sont souhaitables au niveau mondial, mais pour lesquels il faudrait encore, à l'échelon international, des accords exigeant de très longs délais de négociation et de ratification. Elles permettraient d'accélérer le rythme de ces négociations et de maintenir, entre temps, un large degré de stabilité relative sur une zone monétaire européenne qui pourrait être plus large que la zone communautaire proprement dite et qui pourrait couvrir environ les $\frac{3}{4}$ du commerce des pays participants et largement plus de la moitié du total du commerce mondial.

16. En résumé, les pays de la Communauté devraient :

a) autoriser leurs banques centrales à acheter et à vendre de l'or comme une marchandise à son prix du marché ou, de préférence, faire passer toutes ces opérations sur l'or par l'intermédiaire du Fonds européen de coopération monétaire ou de la Banque des règlements internationaux (BRI) ; en attendant un accord juridique sur cette recommandation, les banques centrales, le Fonds européen et la BRI devraient tout au moins accepter l'or, à un prix convenu, comme garantie des prêts nécessaires pour financer les règlements officiels entre eux ;

b) mettre au point la définition d'une unité de compte européenne – l'« Europa » ?- qui servirait de dénominateur commun, au lieu de l'or ou du dollar, pour leurs monnaies nationales et pour les règlements privés aussi bien qu'officiels. La définition la plus facile à comprendre et la plus attrayante pour le public pourrait être élaborée sur le modèle de l'Eurco : l'Europa serait alors équivalent à la moyenne d'un

⁴⁶ Voir exposé introductif de Robert Triffin dans le "Rapport sur les premières phases du Fonds européen de coopération monétaire", et "Solidarité monétaire des pays de la Communauté au cours de la réalisation de l'union économique et monétaire", Comité d'Action pour les Etats-Unis d'Europe, Bruxelles, mai 1973.

La Communauté européenne face à l'imbroglia pétrolier et monétaire

« panier » de monnaies des pays membres et pourrait être changé sur cette base. A la différence de l'Eurco, toutefois, le système de pondération de l'Europa être conçu pour devrait durer et ne devrait donc pas être influencé par les appréciations éphémères des spéculateurs sur la force ou la faiblesse de telle ou telle monnaie à un moment donné⁴⁷.

Là encore, le marché privé pourrait souhaiter et accélérer –dans son propre intérêt ainsi que dans l'intérêt public- des décisions pour lesquelles un accord officiel se fait attendre depuis trop longtemps.

La diffusion de l'Europa comme unité contractuelle utilisable pour les règlements et pour les instruments financiers à court, à moyen et à long terme, devrait se révéler une formule attrayante pour les investissements des pays producteurs de pétrole et pour leurs résidents, car elle serait plus stable et plus sûre que les marchés des Euro-devises et des Euro-obligations qui existent déjà.

c) Mettre au point des règles intérimaires régissant les interventions officielles sur le marché des changes, ainsi que le soutien monétaire et les règlements mutuels par l'intermédiaire du Fonds européen, ceci afin de minimiser des variations des taux de change qui ne sont ni souhaitables ni nécessaires et sont un facteur de déséquilibre, et pour permettre de reprendre rapidement la progression qui était prévue pour la seconde phase du programme communautaire d'union économique et monétaire⁴⁸.

⁴⁷ D'autre part, il pourrait se révéler nécessaire de réviser ultérieurement la définition de l'Europa lorsque d'autres pays se joindraient à la Communauté comme membres de plein droit ou comme membres associés de son union monétaire. On pourrait peut-être le prévoir, dès le départ, pour les pays non-membres qui participent déjà à l'arrangement du "serpent", ou qui désirent le faire.

Deuxièmement, il n'est pas nécessaire que l'Europa jouisse d'un monopole absolu pour le libellé de tous les emprunts internationaux qui seront lancés, officiellement ou non, sur les marchés de la Communauté. Parfois, les circonstances pourraient exiger un libellé ad hoc comprenant, parmi les monnaies de référence, plusieurs monnaies de pays non membres qui jouent un rôle particulièrement important dans les finances et les échanges mondiaux, comme le franc suisse, le dollar des Etats-Unis, etc.

⁴⁸ Puis-je renvoyer de nouveau le lecteur aux documents énumérés dans la note de bas de page n° 40 ci-dessus et à la section IV d'un prochain article sur "The international monetary system" qui paraîtra prochainement dans The Encyclopaedia of the Future sous la direction du Hudson Institute.

d) Renforcer la structure institutionnelle et administrative du Fonds européen de Coopération monétaire, pour lui permettre d'agir plus rapidement et plus efficacement dans les circonstances difficiles devant lesquelles il se trouvera nécessairement du fait de la crise énergétique.

d) Permettre à la Communauté d'émettre, par l'intermédiaire du Fonds européen et d'autres consortiums appropriés, tant officiels que privés, divers types de titres qui, par leur rendement, le taux de change et les autres garanties dont ils seraient assortis – y compris même une garantie accordée solidairement par les membres – etc., inciteraient les particuliers et les entreprises aussi bien que les organismes officiels à fournir les fonds nécessaires pour financer les importations et les autres dépenses essentielles et pour éviter une dépréciation inutile des monnaies nationales, à l'extérieur comme à l'intérieur.

The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform

présenté par Jérôme Wilson

Ce document constitue une version intermédiaire, enrichie de commentaires et corrections manuscrites, d'un texte destiné à figurer dans un ouvrage rendant hommage à Fritz Machlup (1902-1983)⁴⁹, célèbre professeur d'origine autrichienne qui a succédé à Jacob Viner en 1960 à la chaire de finance internationale de l'université de Princeton. Robert Triffin achève sa contribution au printemps 1977, soit quelques mois avant de prendre un aller simple (le 8 août 1977) sur le *Dart Europe*, un roulier en partance pour Anvers. Son texte résonne alors déjà comme une forme de bilan de ses activités menées depuis son entrée à l'université de Yale en 1951, bilan au sommet duquel figure le groupe de Bellagio. Bellagio est le nom d'un village italien situé sur le lac de Côme hébergeant la Villa Serbelloni qui, appartenant à la Fondation Rockefeller, accueillera la première réunion du groupe éponyme en 1964. Triffin en lie l'origine à un contact établi avec Fritz Machlup à l'été 1953 (et non 1952 comme Triffin l'écrit) dans le cadre d'une rencontre au centre balnéaire du Merrill Center à Southampton initiée par Willard Thorp. Cette invitation estivale fait probablement suite à un premier contact noué entre Triffin et Thorp au séminaire organisé les 16 et 17 décembre 1952 à Princeton qui avait déjà eu pour ambition de se faire rencontrer des académiques et des membres de l'administration américains.

Les premières réunions voient notamment défiler, à l'image des deux organisateurs principaux (Triffin et Machlup), des économistes qui ont souvent traversé dans les deux sens l'Atlantique : L. Albert Hahn (université de Francfort), Jacques Rueff (Conseil économique et social), Jürg Niehans (université de Berne), F.A. Lutz (université de Zürich), Michael A. Heilperin (Institut universitaire des hautes études internationales), Egon Sohmen (université de la Sarre), Hans Möller (université de Munich), Pierre Dieterlen (université de Paris), Alberto Ferrari (Consortio di Credito per le Opere Pubbliche), William J. Fellner (Yale University), Peter Kenen (Columbia University), Harry G. Johnson (University of Chicago), George N. Halm (Fletcher School of Law and Diplomacy), Burton G. Malkiel (Princeton University), Robert A. Mundell (McGill University) et Walter S. Salant (The Brookings Institution).

⁴⁹ Robert Triffin, « The Impact of the « Bellagio Group » on International Monetary Reform », in *Breadth and Depth in Economics, Fritz Machlup – The Man and his ideas*, éd. Jacob S. Dreyer, Toronto, Lexington, 1978, p. 145 et ss.

D'autres célèbres économistes y feront des apparitions remarquées comme Roy Harrod ou Milton Friedman, ce dernier venant y plaider la cause des taux de change flexibles dont le monde politique ne voulait alors pas entendre parler. Le groupe se réunira ensuite également à Princeton, avant d'être élargi à partir de décembre 1964 à des représentants officiels des pays du G10, cénacle qui fut à l'origine en 1962 des accords généraux d'emprunt.

Comme l'écrit Triffin, « our impact on the actual course of events – rather than on each other – proved minimal indeed » (p. 13). Outre la mise en réseau de personnalités tant académiques qu'officielles, l'avancée la plus remarquable du groupe de Bellagio portera en effet davantage sur la méthode de travail. Pour Machlup et Triffin, il s'agit de préconiser une volonté d'expliquer les divergences d'opinion plutôt que de tenter de les éliminer. De cette façon, les membres du groupe se mettront d'accord sur le diagnostic du mal monétaire international, à savoir le paradoxe figurant au cœur du dilemme de Triffin qui énonce l'impossibilité, pour accompagner le développement des échanges au niveau mondial, de limiter l'émission de monnaies de réserves internationales à un ou deux pays. Appliquant la suggestion de Triffin d'identifier les « second-best solutions », le groupe dégagera également un consensus assez large sur diverses questions. Ainsi se dégagent déjà en filigrane de cette synthèse quelques-unes des techniques que l'on retrouvera au cœur de la méthode ouverte de coordination (MOC).

March 1977

The impact of the “Bellagio Group” on International Monetary Reform

by Robert Triffin, Yale University

The “Bellagio Group” has associated, over a period of more than thirteen years already, academic economists and official negotiators in a marathon, and still unfinished search for a more rational world monetary order. It should call for a weighty volume rather than for only the few and rather haphazard personal recollections and comments that I am able to present here. I very much hope that their very inadequacy will induce Professor Machlup himself to draw on his memory and voluminous files to provide future historians, economists and policymakers with the fuller record needed to explain – and draw the lessons from – this unique enterprise which he initiated and led throughout with inimitable skill and unquestioned authority.

I

I have been privileged to observe at first hand, over a period of about twenty-five years, the unusual blend of theoretical rigor and pragmatic realism which characterizes Professor Machlup's methodology and is the key to his unique achievements in this particular area as well as in the many others which have attracted his insatiable curiosity and indefatigable energy.

I had met him only rarely and briefly until we were both invited by Willard Thorp, in the summer of 1952, to join a brilliant galaxy of American and foreign academic and governmental economists, at the Merrill Center in Southampton, in a broad-ranging exploration of major international economic problems and policies. This gave us a marvellous opportunity to compare and debate at length in unhurried fashion, on the beach as well as around the conference table, our widely divergent approaches to these problems, and particularly to the reconstruction of a world monetary order left in utter shambles by the war and its immediate aftermath. We shared the conviction that the first order of priority was the dismantling of the pervasive bilateral shackles that were then strangling and distorting world trade and payments, but we advocated two very different solutions to this common objective.

Mine was inspired by my experience with the IMF (International Monetary Fund) on the one hand and, on the other, with the EPU (European Payments Union) which I had just helped devise and negotiate in Paris. The EPU focused on the modest, but germinal, measures that could be realistically negotiated and enforced immediately, and then expanded step by step, rather than on an ideal blue-print – like the IMF Agreement – whose actual implementation could only be hoped for at the end of an indefinitely protracted “transition period”. It recognized that the enormous balance of payments disequilibria inherited from the war could not be eliminated overnight, and tried to elicit from all member countries a gradual liberalization of bilateral trade and exchange restrictions, through multilateral commitments supported by mutual credits, conditional themselves upon agreed readjustment policies by surplus and deficit countries alike⁵⁰.

Professor Machlup stressed instead the basic readjustment, rather than financing, of existing disequilibria. His liberal philosophy and basic mistrust of government interference in economic life inclined him to advocate, already then, flexible exchange rates in free markets as the most practical way to reach such basic adjustments through the reconciliation, rather than harmonization, of divergent national policies. Even

⁵⁰ See my book on Europe and the Money Muddle: From Bilateralism to Near-Convertibility, 1947-1956 (Yale University Press, 1957)

though adopted, in despair, some twenty years later, this simple prescription was then scornfully dismissed, or even ignored, by most academic and virtually all governmental experts.

My reason for bringing his up is that our Merrill Centre discussions anticipated, by more than ten years, the fundamental technique imparted by Professor Machlup to our “Bellagio Group” meetings. Rather than try to convince me and come to an agreement, he was interested only in bringing out – or “smoking out” – the reasons explaining why we could logically argue for such different means to reach our common objective.

To our happy surprise, we came to a mutual understanding, that was to guide us ever since, about the double task of economists. As day-to-day policy advisers, they should strive to disentangle from the existing state of imperfect knowledge and understanding the best agreements practically negotiable at any point of time. As academic economists, they should try to enlarge and improve such knowledge and understanding, by others as well as themselves, through further research, writings and debates on the problem at issue.

The simultaneous pursuit of both types of activities of Professor Machlup is only partly reflected in the abundant bibliography appended to this volume. As Director of the International Finance Section of Princeton University, he elicited and edited more than eighty Essays and Studies in International Finance and Special Papers in International Economics, many of which are among the most topical and stimulating in the field. I strongly suspect that an even much larger number of Ph.D. dissertations, books and articles were directed and/or inspired by him.

His most direct and immediate impact on the shaping of policy debates and decisions, undoubtedly came from his close personal contacts with many of the central bankers and other officials, here and abroad, most continuously involved in the negotiation of international monetary reform. Particularly crucial in this respect were the meetings of the “Bellagio Group”.

II

Secretary of the Treasury Dillon unwittingly triggered the formation of the “Bellagio Group” when he announced, in a press conference during the 1963 annual meeting of the IMF, that international Monetary Fund and the “Ministers of Finance and Governors of Central Banks of the Group of Ten would undertake a thorough review of the functioning of the international monetary system. Following this announcement, Edwin Dale, of The New York Times, asked whether the academic economists who had argued for years already the need for a fundamental reform of the system would be invited to testify, as they had repeatedly been invited to do by various committees of the US Congress. Secretary Dillon ruled out any such invitation, on the ground that economists could never agree, even among themselves, and could not

The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform

therefore provide useful guidance on problem which should be discussed with the utmost discretion, in closed meetings, by responsible officials only.

As we filed out of the conference room, Professor Machlup suggested to William Fellner and myself that this statement should not to unchallenged. Academic economists should conduct parallel meetings of their own, clarify the reasons for their different recommendations, and interpret their disagreements in a form potentially useful to policymakers. Four such meetings were convened during the following year, alternately in Princeton and Bellagio, with financial support from the Ford and Rockefeller Foundations. They produced a report⁵¹ which attracted considerable attention, and praise, from the officials attending the 1964 annual meeting of the IMF. At the request of a few of them - particularly Otmar Emminger and Robert Roosa - we agreed to organize also in the future joint meeting of academics and negotiators, and have held in fact nearly twenty such meetings since then. Seven to eighteen academic economists, from eight to eleven countries, met each time for one to three days, and were then joined for another few days by six to twenty-three high officials from national Central Banks and Treasuries, the IMF, the European Community, the OECD, the BIS, and, on one occasion, from UNCTAD.

In order to ensure the fullest and frankest discussion humanly possible, no record of the joint meetings was ever kept or will ever be published. Some of the papers contributed by the academic participants have, however, been published individually by them in various journals, and particularly in the Princeton Essays in International Finance. On only one occasion were such papers published in a joint volume: Maintaining and Restoring Balance in International Payments by William Fellner, Fritz Machlup, Robert Triffin and eleven others (Princeton University Press, 1966).

The very fact that such meetings continued to be held, usually several times a year, and attended each time by overburdened official negotiators, is the best demonstration of how useful they were deemed by them as well as by the academic participants. Innumerable topics were explored over these thirteen years, often well before they were, or could be, broached in the more formal official meetings of the IMF, the Group of Ten, the Committee of Twenty, etc.

Let me mention, for instance, two key features of the international monetary system which officials were specifically barred by their instructions from discussing, for a long time, in their own meetings; fixed exchange rates and the price of gold, at \$ 35

⁵¹ International Monetary Arrangements: The Problem of Choice, Report on the Deliberations of an International Study Group of 32 Economists (International Finance Section Princeton University, 1964); referred to in later footnotes as the "Report".

an ounce! Both were amply discussed at our first academic meetings and, later on, at our joint meetings. These discussions undoubtedly initiated a slow, but radical, evolution in the thinking of our official colleagues, preparing them at least for the decisions that were finally forced upon them by events, rather than as a deliberate choice, many years later, in 1971 and 1973.

III

The most distinguishing feature of our debates reflected the overriding preoccupation of Professor Machlup to explain, rather than to resolve, our disagreements about international monetary reform.

He saw himself – and we agreed with him – four possible sources for such disagreements among rational economists:

- a) logical fallacies in reasoning;
- b) semantic confusions flowing from different interpretations of ill-defined terms, such as “liquidity”, balance of payments “deficits” or “surpluses”, “adjustment”, “flexible rates”, etc;
- c) different “hunches” about essential, but unavailable information, particularly the unpredictable policy responses of central bankers and other decision makers to future problems and developments;
- d) different value judgments and priorities about conflicting social goals, such as full employment, price stability, an efficient allocation of resources, the reduction of income inequality, the preservation of individual freedom against government interference, etc, etc.

The first two should yield to rational debate, and Professor Machlup has long been tireless in his efforts to define precisely many of the key concepts too often used loosely and ambiguously by us in our writings. He regarded, however, the latter two sources of conflicting economic advice as intractable and legitimate. All we could, and should, do to guide policy decisions was to make fully explicit the different assumptions and value judgments underlying our different recommendations.

Our painstaking “ferreting out” of the assumptions underlying our different recommendations confirmed, however, what I suspected from the beginning, i.e. Freud’s old observation that man’s logic is most often used to rationalize ex post instinctive, gut preferences linked to basic value judgments and priorities. The assumptions and “hunches about the future” brought out to explain and justify our recommendations were unsurprisingly predictable. Proposals other than our own would be un-negotiable. Proponents of a semi-automatic gold standard and of unmanaged floating rates

The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform

both distrusted government interference in economic life, but the former felt confident that downward price and wage adjustments could be enforced by proper monetary policies "without undue hardship", while the latter stressed that downward price and wage adjustments would entail wasteful and intolerable levels of unemployment. National "monetary sovereignty" was a favourite argument of the opponents of radical reforms as well as of the proponents of managed flexible rates, the latter arguing that such flexibility was needed to protect the better managed countries—presumably their own – from imported inflation or deflation from badly managed foreign countries. Those favouring a centralization of reserves were more skeptical of the virtues of national sovereignty in an interdependent world, and more concerned about the ability of the reserve-currency centers to export their own inflation to the rest of the world.

I often argued also that our role as advisers should not be unduly affected by our desire to forecast correctly which advice is most likely to be accepted. Our personal "hunches" about the probable policy responses of official decision-makers might justify different forecasts, but not different recommendations when made by them what reforms or policies we deem most appropriate as economists. Politics "as the art of the possible" should be left to them, but we should be particularly anxious to help those statesmen who view it also as "the art of making possible tomorrow what may still be impossible today".

The most valuable suspect of the "cross-examination" procedures adopted in all our debates was to avoid the succession of monologues too often characteristic of such meetings. Each of us had to defend his proposals against the criticisms of other participants and to explain why he could not agree with their own proposals. Long speeches were ruled out, and brief interruptions, not exceeding a minute or so, permitted by the Chairman – on a show of two hands – to comment quickly and immediately on a particular point of clarification or disagreement with the speaker.

IV

Most of the key questions and answers raised in later years of unending debates about international monetary reform were anticipated, from the very outset, in our academic meetings in Princeton and Bellagio, and even earlier in Professor Machlup's comprehensive and incisive study of "Plans for Perform of the International Monetary System"⁵². Three closely interrelated problems (adjustment, liquidity, and confidence)

⁵² First published in August 1962 as Special Paper in International Economics. No. 3 (International Finance Section, Princeton University), and expanded in Part Four of International Payments, Debts and Gold (Charles Scribner's Sons, New York, 1964), pp. 282-366.

were identified as calling for reform of the systems, and four major approaches selected for analysis: the semi-automatic gold standard, centralization of international reserves, multiple currency reserves, and flexible exchange rates.

The degree of agreement that soon began to emerge among all, or most, of the participants was all the more surprising as several of them had been selected chiefly because of their well-known opposite views, and as our chairman strenuously discouraged most attempts to reach a consensus which he deemed less useful to decision-makers than clearly stated and explained conflicting opinions.

Most striking of all was the fact that the very first shortcoming of the present system unanimously selected for criticism was the same, and was denounced in identical terms⁵³:

The present system, which relies (mainly) on the deficits of (one or two) reserve-currency countries to supplement the growth of monetary gold reserves, cannot continue indefinitely: since the system necessitates a progressive increase in the ratio of the liquid liabilities of the reserve-currency countries to their gold holdings, it creates a growing threat to the value of the reserve holdings of other countries, with the result that confidence in the stability of the system is undermined.

Other specific points of agreement are too numerous to be noted, and I can only refer the reader to the full text or our Report⁵⁴ and particularly to three policy statements jointly formulated by all, or most (ten to sixteen) of those present at the end of three of our meetings⁵⁵. The first of them resulted from my suggestion that agreement on feasible solutions might be helped if each of us were asked to express his second-best answer to the three problems under debate, as well as his preference for any of the four “supposed panaceas” that were being compared:

Many apparent divergences between us reflect the fear that any attention given to any two of these three problems might divert attention from the one to which each of

⁵³ Except for the words in brackets, added respectively by the tenants of flexible rates, on the one hand, and the tenants of multiple currency reserves, on the other.

⁵⁴ Referred to in the footnote on p. 4 above

⁵⁵ Only the last of these, released on June 5, 1964, is included in the Report (pp. 101-107) noted above. The first (January 1964) and the second (March 22) are reproduced on pp. 320-326 of my book on The World Money Maze. National Currencies in International Payments (Yale University Press, 1966).

The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform

us, as an individual, attaches primary importance and has devoted most thought and attention, and which he tends as a consequence to regard as more important or urgent than the others.⁵⁶

We could all agree, on this basis, on the urgency of a funding of official dollar and sterling balances, as a first, conservatory, step needed to protect the international monetary system against the most evident and immediate threat to its survival and stability.

Our second statement stressed that "the price of gold or flexible exchange rates, which the Group of Ten has excluded from its agenda, deserve and will receive our full attention in our next meeting⁵⁷".

The most comprehensive agreement, formulated on June 5, 1964, at the end of our last meeting, stressed among other points:

- a) The need for financing reversible disequilibria, as well as for initiating promptly the adjustment of enduring ones, partly through more frequent changes in exchange rates than currently contemplated by major governments.
- b) "The mechanism of reserve creation should be overhauled to adjust the expansion of reserves to needs," and "the rate of reserve creation should be sufficient to sustain the growth of world production without inducing price inflation".
- c) "The protection of the large outstanding foreign exchange component of the world reserve pool against sudden or massive conversions into gold should receive a high order of priority".

The group also commented that:

- a) "The convergence of opinions and the degree of consensus actually achieved were in fact greater – in scope, depth, and number – than is indicated here. When this section of the Report was formulated on the last day of the last conference, the 14 members still present were reluctant, without a confirming canvass of the entire Group, to state several points on which presumably most members would have agreed".

⁵⁶ P. 321 of The World Money Maze

⁵⁷ Id., p. 323

- b) “Surveying this consensus,... members discovered a complementarity between proposals they had first thought to be rivals. Thus many advocates of limited exchange-rate flexibility would now combine it with centralization of international reserves”.
- c) “There was, in addition, an impressive convergence of opinions reflected by important changes in participants’ views. Thus some previous advocates of unlimited, unmanaged flexibility in exchange rates tended, after consideration, to favour some form of limited flexibility. Such instances of convergence were gratifying consequences of the Group’s deliberations⁵⁸”.

These comments are particularly noteworthy as they single out “limited exchange-rate flexibility,” and “centralization of international reserves” as complementary, rather than alternative, proposals for world monetary reform. Professor Machlup still had to point out, twelve years later, that “the absence of an adjustment mechanism and the failure to control international liquidity are so closely related that they can be seen as two aspects of the same problem⁵⁹”.

Of the four, or rather five, approaches proposed to solve these problems, three had been politely dismissed in effect in the final Bellagio “Consensus” referred to above. Neither the semi-automatic gold standard, nor the multiple currency reserve system, nor the unlimited, unmanaged flexibility of exchange rates ever gained any wide adherence from academic – and even less from official – participants of the “Bellagio Group” meetings. On the other hand, the role of limited, managed flexibility of exchange rates in balance of payments adjustment and the centralization of international reserves – including the funding of the outstanding “overhang” of reserve currency balances – stressed by most of us in 1964 were increasingly endorsed also, over a period of eleven years, by “the official specialists of the treasury departments and central banks, the nations’ delegates to the committees charged with formulating the principles of reform... and still prominently displayed in the Outline of Reform released by the Committee of Twenty on June 14, 1974,... (even though they) got lost or were dropped in the course of diplomatic negotiations in 1975,... and conspicuously absent from the Jamaica Agreement of January 8, 1976, except for some empty phrases regarding further ‘evolution’ in future years⁶⁰”.

⁵⁸ Pp. 101-102, 105 and 106 of the Report.

⁵⁹ Between Outline and Outcome the Reform Was Lost, « in Reflections on Jamaica, by Edward M. Bernstein et al., Essays in International Finance No. 115 (Princeton University, April 1976, p. 30.

⁶⁰ Id., p. 31

V

The participation of officials in the "Bellagio Group" certainly added a new, and welcome, dimension to our discussions, without altering in the least their informality and utter frankness. The same old issues had to be rehashed, of course, again and again, in the light of new developments, but also, with better awareness of fast-changing official attitudes toward what might, or might not, be negotiable in the short run. Many new questions were added such as the kind of "objective indicators" of emerging disequilibria, the "guidelines" that might be used for market interventions in a system of managed floating rates, the role of central banks in the mushrooming of private as well as official Euro-dollar balances and Xeno-currencies – to use Professor Machlup's term – the allocation of "lender of last resort" responsibilities in this respect between central banks and other monetary authorities, the re-definition of SDR's and other units of account, the definition of "optimum currency" areas, the progress – or lack of progress – of hoped – for regional monetary integration, particularly in the European Community, the proposed "link" between reserve creation and the financing of development in the Third World, the two-tier arrangements for gold and its "phasing out" from the reserve system, etc, etc.

To determine how much the thinking of the officials influenced the thinking of the academics, and vice versa, would be an impossible task. We rarely thought in those terms, and the views of all participants were discussed by all on their merits, with little or no attention being paid to the official or economic status of the speaker. All that I can say is that many of the ideas later discussed by academics in their writings and by officials in their negotiations were first broached and explored in our joint debates and deeply influenced by them.

A more disabusing, and even devastating, remark is also called for. Our impact on the actual course of events – rather than on each other – proved minimal indeed. Few, if any, of the conclusions most generally shared by us about the major needs for reform ever led to negotiated agreements, and the officials theoretically in charge increasingly lost control, or even relinquished it, under the new philosophy and economic policies initiated in the US by Messrs Nixon and Connally and their successors. All that we could claim for our discussions is that they helped us to understand and explain the progressive collapse of the international monetary system and – at least for a time – of our hopes and plans for rational, concerted reforms.

VI

Let me conclude with a few observations on my personal reactions to Professor Machlup's role in our debates.

I hardly need point out how extensive and fundamental our agreement has been, throughout the years, on most of the basic issues of international monetary reform. I have learned far more from him in this field than from anybody else, even as to the exact meaning of my initial proposals⁶¹. He also strengthened and supplemented them indeed in several respects, particularly regarding the role of gold – about which his proposals were far more radical and devastating than mine – and the irrelevance of liquid reserves or other “backing” for SDR obligations. He noted himself that our views – and those of Professor Fellner – on major issues are converging where they are not identical⁶².

Our disagreements, if any, are far less fundamental and have yielded more and more over the years, as far as I am concerned, to this impeccable logic and persuasiveness.

The first is merely a question of nuance, rather than disagreement. I would not even mention it if it were not raised also by Professor Williamson in another contribution to this volume⁶³. I have always put relatively more stress than Professor Machlup on the appropriateness of financing some balance of payments disequilibria than on the prompt adjustment emphasized in most of his writings. I am sure, however, that Professor Machlup would also agree with Professor Williamson, myself, and many others, that the prompt elimination of balance of payments disequilibria – on current account, of course, but also sometimes on overall account – is not the overriding goal of rational economic policies, for surplus as well as for deficit countries. The financing of the disequilibria triggered by post-war reconstruction needs, for instance, and more recently by the sudden explosion of oil prices was certainly preferable to overnight adjustment policies. On the other hand, there is no doubt that officials need far more preaching about the need for adjustment than about the need for financing.

Our slightly different emphasis on adjustment vs. financing may have influenced my reluctance to follow fully Professor Machlup’s leadership on the virtues of exchange rate flexibility. I confess to have been totally, if belatedly, convinced by the highly pragmatic “consistency” argument lucidly and forcefully presented by him in several of his books and articles: “We must distinguish those who recommend an autonomous monetary policy – a credit policy independent of the balance of payments

⁶¹ Particularly on the major difference with he stressed, from the very beginning, between my proposal and the Keynes plan for a Clearing Union. See International Payments, Debts and Gold, p. 324.

⁶² Maintaining and Restoring Balance in International Payments, p. 4

⁶³ pp. - , particularly (pp. 5-6 of typescript)

The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform

– from those (including presumably Professor Machlup) who do not recommend it but regard it as a given and unalterable fact with which realistic observers should reckon... Those who are prepared to put the money-creating power of the banking system at the disposal of full employment and growth policies regardless of the state of the balance of payments cannot in all consistency oppose exchange-rate flexibility⁶⁴.

Following the same reasoning, he would endorse stable exchange rates and even monetary union within a regional group of countries “linked... through a common monetary ideology... (and agreeing) that their credit and fiscal policies should be coordinated so that through central-bank action a high degree of conformity can be achieved in the supply of money... Fixed exchange rates among countries pursuing autonomous policies – this appears the maxim consistent with the theorems of monetary economics⁶⁵”.

Professor Machlup noted, in his introduction to Maintaining and Restoring Balance in International Payments (p. 6) that one of the few differences between us was “the greater faith – or hopes – Triffin has in international coordination of national policies, and... the leanings of Fellner and Machlup – as indeed of most of the academic specialists today – toward greater exchange rate flexibility”. Events have obviously confirmed his scepticism about effective coordination, even in the tightly knit European Community.

Yet, I remain unconvinced that day-to-day floating is the only realistic alternative to unalterably fixed exchange rates. The Bretton Woods “adjustable peg” system worked, after all, reasonably well for a considerable period of time among the major countries of the industrialized world. For countries professing their determination to avoid inflation as well as unemployment, the need to alter exchange rates among themselves, arises only from the occasional failure of the preferred policies. The sad experience of the last few years should not be extrapolated indefinitely into the future as a peremptory demonstration of the inevitable, day-to-day, failure of first-best policies.

I remain equally unconvinced by Professor Machlup’s prescription for the practical implementation of a flexible rates system. His “favourite recipe is (or was) a general

⁶⁴ International Payments, Debts and Gold, pp. 358 and 361

⁶⁵ Id., pp. 360-362

approval of a band widened to 5 percent, that is, 2 ½ percent up or down from a parity adjustable by no more than 2 or 3 percent over any twelve-month period, but never more, and preferably less, than 1 percent at a time⁶⁶”.

So called “crawling pegs” or “bands” may be even more difficult to enforce and make credible to speculators than the adjustable peg. Crawling will do no good when wide disparities in monetary policies and in price and cost changes make “jumping” practically unavoidable. Recent shifts of far more than 3 % in a single week, rather than over a twelve-month period, in Mexican, Australian, New Zealand, Italian, British and even Canadian exchange rates, as well as the rapid crawl or jumps of many other currencies have reinforced this scepticism. I am even still tempted, in this matter, to accept the old wisdom that only exchange-rate changes well in excess of 3 % are worth considering as unavoidable, or even preferable to other adjustment policies.

A final difference of emphasis may be noted. We both agree on the need to “phase out” both gold and reserve currencies from the international monetary system, but Professor Machlup’s main – and earlier – insistence has been throughout on a rapid elimination of the former rather than the latter, more repeatedly emphasized in my writing. Again, this may be connected with his greater faith in flexible rates as effective dikes against the flooding of world reserves by reserve currencies. In fact, however, neither the inconvertibility of the dollar nor the generalization of “managed” exchange rates have decreased perceptibly the overwhelming role of the dollar in reserve creation, and Professor Machlup would agree, I think, that a better control of reserve creation is nearly as essential to the satisfactory functioning of a managed flexible rates system as of a pegged rates system.

VII

As a member of the group which recently drafted, under the chairmanship of Professor Jan Tinbergen, the BIO (Reshaping the International Order) report, I should add a brief comment on the attention paid by the “Bellagio Group” to the concerns of the less developed countries in the issues we were discussing.

These were certainly not entirely ignored. We mentioned – rather summarily, I admit – in our very first report that “some variants of the proposals to increase the supply of monetary reserves would put at the disposal of developing countries the real resources obtained in exchange for the additional reserves created. However, virtually

⁶⁶ Changes in the International Monetary System and the Effects on Banks, 24th International Banking Summer School (Chinciano, Italy, May 1971), p. 20

The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform

any reform of the international system would, if successful, promote aid for development by facilitating the international transfer of funds⁶⁷. Our second report included a full chapter, by Robert L. West, on the "Impact of the Adjustment Process on Developing Countries⁶⁸". The "link" between reserve-creation and development financing was repeatedly debated in our joint meetings – particularly in Taormina, in January 1971 – as was also the impact of the energy problem on the less developed countries, and our discussions undoubtedly contributed to various individual publications on these topics⁶⁹, testimonies to the Congressional Subcommittee on International Exchange and Payments chaired by one of our members, Henry Reuss, and to the recommendations issued by that Subcommittee and the Joint Economic Committee⁷⁰.

Participation in the "Bellagio Group", however, remained practically confined to representatives of the developed countries – particularly the Group of Ten – and of the IMF, the OECD and the BIS. I remember only one occasion on which we were joined, in Taormina, by a delegate from UNCTAD.

As for Professor Machlup, his interests have centered mostly, throughout, on the role of the major industrial and financial countries in the world monetary and reserve system. His rare references to the problems of the less developed countries, however, have done a lot to clarify the main issues, and dispel widespread prejudices and misunderstandings about the "link". His arguments in the "Cloakroom Rule of International Reserves: Reserve Creation and Resources Transfer" conclusively showed that the growth of International reserves could be used to finance long term loans and investments, or even grants, as well as short term "liquid" credits. He concludes this article by pointing out that "the acquisition of reserves under the gold standard involved the surrender of real resources. If additional reserves under the new system can be created at no cost, the saving will benefit someone and its distribution must be

⁶⁷ International Monetary Arrangements: The Problem of Choice, p. 41. See also pp. 85 and 88

⁶⁸ Maintaining and Restoring Balance in International Payments, pp. 223-241

⁶⁹ See, for instance, R. Triffin, « The Use of Finance for Collectively Agreed Purposes », and G. Haberler, "The Case against the Link" in the Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, March 1971.

⁷⁰ See inter alia the Hearings of May 28, 1969, and May 13-19, 1970, and particularly the report entitled "A Proposal to Link Reserve Creation and Development Assistance",

arbitrary. If developing countries were made the beneficiaries, the cost to reserve holders would be no greater than under the gold standard. This may be proposed as an argument in support of schemes linking the creation of international reserves with aid to developing countries. On the other hand, the industrial countries may object to clandestine aid schemes and claim that they, as the chief holders of reserves should be allowed to create additional reserves without having to 'earn' them through transfers of real resources to developing countries. Both arguments are persuasive and can be reasonably defended⁷¹.

VIII

The most fitting conclusion of this article is the expression of deep gratitude which academic as well as official economists feel for Professor Machlup. He became, by general acclaim, the unquestioned intellectual leader and mentor of our vain efforts to reform the crumbling international monetary system of the post-war years. The "Bellegio Group", which he created and led throughout, inspired most of the constructive research and mutual interchanges which have enabled us all to gain a better understanding of major problems and possible solutions.

As most recently noted by Professor Machlup, academics and officials had agreed that adjustment and liquidity... were the key issues... (and) emphasized the importance of building into the reformed system an effective adjustment mechanism and international control and management of international liquidity. These objectives were still prominently displayed in the Outline of Reform released by the Committee of Twenty on June 14, 1974. They were conspicuously absent from the Jamaica Agreement on January 8, 1976 (and from the Fund Amendment now in the process of ratification), for some empty phrases regarding further 'evolution' in future years⁷².

⁷¹ Quarterly Journal of Economics, August 1965, p. 355. Needless to say, I regard the agreement for the link – as some of the several "agreed" uses of the lending potential derived from reserve creation – as far more persuasive than the argument against it. For further discussion of this issue, see Professor Machlup's remarks in Remaking the International Monetary System. The Rio Agreement and Beyond (Johns Hopkins Press, Baltimore, 1968), pp. 52-76, and my article on "The Use of QSDR Finance for Collectively Agreed Purposes" in the Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, March 1971. Let me note also that under the present system, about 95 % of reserve increases have been invested in recent years in the developed countries (overwhelmingly in the United States) and 5 % only in the less developed countries: and that reported DAC official assistance to the latter totalled only about one half of the credits accruing to the former from the system, and only one fourth in the case of the United States.

⁷² "Between Outline and Outcome the Reform Was Lost", Reflections on Jamaica, p. 31

The impact of the "Bellagio Group" on international monetary reform

The Jamaica abdication, however, will not last forever. The problem of international monetary reform will not fade away. Whenever the negotiators resume the task abandoned in Jamaica, they will have to turn back for guidance to the agreements ironed out, over a period of more than ten years, by the "Bellagio Group", at the initiative and under the unique leadership of one man: Professor Machlup.

Robert Triffin, "The impact of the 'Bellagio Group' on international monetary reform"
in *Breadth and Depth in Economics, Fritz Machlup – The Man and his ideas*,
éd. Jacob S. Dreyer, Toronto, Lexington, 1978.

Note personnelle à Monsieur U. Mosca

présenté par Michel Dumoulin

La note adressée par Robert Triffin à Ugo Mosca, à l'époque directeur général des affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes, se situe dans le prolongement immédiat du Conseil européen de Brême des 6 et 7 juillet 1978.

Le système des changes flottants qui, depuis la mi-1975, a connu la stabilité, s'est dérégulé à partir du second semestre de 1976. Le mark allemand s'apprécie désormais régulièrement vis-à-vis du dollar. La chute de celui-ci et l'aggravation du déficit américain conduisent le gouvernement de Bonn à modifier sa politique à l'égard des États-Unis. Sous la houlette du chancelier Schmidt, l'Allemagne manifeste le souci d'un rapprochement avec ses partenaires européens en vue de réagir face à l'attitude de Washington qui, ne prenant en compte que les seuls intérêts américains, ne se soucie aucunement du rôle international du dollar.

Le 27 octobre 1977 à l'Institut universitaire européen à Florence, Roy Jenkins, président de la Commission, pose le problème de l'Union monétaire européenne. Il y revient devant les députés européens à Luxembourg le 17 janvier 1978. Au plan gouvernemental, Français et Allemands élaborent une initiative politique commune dans la perspective du Conseil européen de Copenhague des 7 et 8 avril 1978. L'idée de créer une « zone européenne de stabilité financière » (V. Giscard d'Estaing) ou encore un espace monétaire européen fait l'objet d'un accord de principe dans la capitale danoise. Mais aucune disposition pratique n'est arrêtée.

À Brême, la physionomie du futur Système monétaire européen se précise davantage. Il importe de permettre aux monnaies française, britannique et italiennes incapables de se maintenir au sein du serpent monétaire d'y revenir à brève échéance. Pour ce faire, il est indispensable de réduire les fluctuations. D'où l'idée de constituer une réserve centrale européenne grâce à la mise en commun d'une partie des réserves des banques centrales des pays membres de la Communauté. L'instrument de cette politique serait l'« unité monétaire européenne ». Il remplacerait le dollar lors des interventions et dans les rapports entre instituts d'émission.

À la suite du Conseil européen de Brême, les réunions de travail entre experts se multiplièrent afin de donner corps aux décisions prises. La note à Ugo Mosca se situe dans ce contexte. Elle ramasse les idées force que son auteur a exposées, expose et exposera au sujet du nouvel ordre monétaire qu'il appelle de ses vœux. Au-delà de ses

aspects techniques, la question est éminemment politique comme en témoigne le quatrième point relatif à la « structure administrative ». En effet, la monnaie parallèle qu'il préconise et baptise « Europa » lors d'une conférence organisée à Turin par le *Movimento Federalista Europeo* le 24 mars 1977 est destinée à préserver l'Europe de chocs monétaires comme il l'écrit dans *The Financial Times* du 28 novembre de la même année (« A Proposal to Shelter Europe from Currency Shocks »). Mais elle doit aussi être l'expression d'une volonté politique. A cet égard, un article publié dans les *Quaderni di Economia e Finanza dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino* en 1977, plusieurs mois avant la décision du Conseil européen de Copenhague de faire élire les membres du Parlement européen au suffrage universel en 1979, ne laisse planer aucun doute. Il s'intitule en effet : « L'unione monetaria europea nella prospettiva dell'elezione europea » [« L'union monétaire européenne dans la perspective des élections européennes »]

Professeur R. Triffin

Bruxelles, le 26 juillet 1978

Note personnelle à Monsieur U. MOSCA

Le « Système Monétaire Européen » envisagé à Brême devrait, au minimum, reprendre les dispositions essentielles de l'Union Européenne des Paiements dont la négociabilité et le succès furent amplement confirmés – en dépit du scepticisme initial et de circonstances bien plus alarmantes pour l'Europe – par l'expérience de huit années de ce premier accord monétaire européen. Je les citerai brièvement dans cette note urgente qui réclamerait certes de plus amples développements.

1. Rôle central d'une « unité de compte » européenne

Toutes les transactions de l'Union Européenne des Paiements (UEP) étaient libellées uniformément dans une « unité de compte » définissant la garantie de change attachée aux dettes et créances des pays membres.

Je proposai à l'époque que l'unité de compte soit définie comme équivalente à tout moment à celle – ou celles – des monnaies participantes qui serait restée la plus stable, c'est-à-dire aurait conservé sa parité initiale, ou – au cas où toutes auraient changé de parité – réévalué ou dévalué le moins. Cette proposition fut unanimement acceptée par le Comité des Paiements de l'OECE, mais où aucun pays ne pourrait opposer un veto à une proposition de réévaluation ou dévaluation égale ou moindre à celle de sa propre monnaie depuis la mise en vigueur de l'Accord. Cette définition légale aurait

toute chance d'être équivalente en fait à la définition économique sur laquelle le Comité des Paiements s'était mis d'accord⁷³.

Seize pays membres conservèrent en fait leur parité inchangée pendant les 8 ans de fonctionnement de l'UEP, et aucune modification ne fut jamais proposée pour la définition – or initiale de l'unité de compte.

Commentaire relatif à l'avenir: il serait évidemment absurde de reprendre aujourd'hui une définition légale de l'ECU⁷⁴ en termes d'or (ou de dollar), mais il ne serait pas impensable de s'inspirer du but de la définition économique de l'unité de compte UEP, c'est-à-dire de l'identifier à celle – ou celles – des monnaies participantes qui conserverait ou modifierait le moins la parité initialement définie en termes de l'ECU. L'ECU lui-même ne nécessiterait aucune définition en termes d'or ou d'autre monnaie, pas plus que le dollar – et, en fait, sinon en droit, n'importe quelle autre monnaie – n'est défini en termes de référence autre que lui-même. Ceci aurait l'avantage par rapport à l'UCE-panier actuelle de ne pas la faire varier chaque fois qu'une monnaie varie et résoudrait entre autres, les problèmes soulevés récemment quant à l'incidence de l'inclusion de nouvelles monnaies dans le panier, de sorties ultérieures de certains pays d'un « serpent » élargi, de la définition du « contenant » par le « contenu » etc.

En fait, cependant, une modification aussi radicale demanderait de longs mois – ou années – d'études et négociations, et soulèverait d'autres problèmes – solubles, je pense – mais qu'il est inutile d'aborder dans cette note. Restons-en à la définition panier actuelle, quitte à envisager certaines modifications qui pourraient s'avérer souhaitables et négociables à l'avenir.

2. Compensation multilatérale des excédents et déficits bilatéraux

Le Fonds Monétaire Européen proposé à Brême devrait permettre de compenser au maximum dans l'espace comme dans le temps, ainsi que le faisait l'UEP, les excédents et déficits bilatéraux des pays membres, réduisant ainsi considérablement les positions nettes réclamant un règlement cas ou des crédits. Au cours des années 1950-

⁷³ Voir à ce sujet mes commentaires à la p. 173 d'Europe and the Money Muddle, From Bilateralism to Near-Convertibility, 1947-1956 (New Haven, Yale University Press, 1957)

⁷⁴ J'avais proposé moi-même en 1949 le terme « ECU », mais préférerais le terme « EUROPA » identique dans toutes les langues de la Communauté du monde.

1956, les compensations multilatérales de l'UEP suffirent à éponger 46 % des excédents et déficits bilatéraux, et les compensations dans le temps 30 %, réduisant à environ 25 % les règlements en or ou en dollars (16 %), les crédits nets UEP (6 %) et l'Aide américaine (4 %)⁷⁵.

Il importe de noter qu'un volume croissant de compensations fut assuré par l'arbitrage privé du marché, plutôt que par l'UEP, après la réouverture légale de ces opérations en mai 1953 par les huit principaux pays et la libéralisation grandissante des marchés de capitaux par tous les pays au cours des années suivantes. Les compensations officielles tombèrent de \$ 6,4 milliards en 1951-1952 à \$ 2,5 milliards en 1955-56, mais liquidèrent encore 64 % des positions bilatérales reportées à l'UEP, celles-ci déclinant, en raison de l'arbitrage privé, de \$ 8,7 milliards en 1951-52 à 3,9 milliards en 1955-56⁷⁶. Les positions reportées à l'UEP pour compensations, crédits ou règlements ne reflétaient plus – et ne reflèteraient plus aujourd'hui – l'entière des positions bilatérales, mais dérivait essentiellement des interventions des banques centrales sur le marché visant à empêcher des fluctuations de cours supérieures à ¾ % ou 1 % par rapport aux parités officielles.

3. Crédits automatiques et conditionnels

Les dettes ou créances nettes accumulées par chaque pays comptabilisées à la fin de chaque mois par des opérations combinant des règlements en or (pratiquement en dollars convertibles en or) et en crédit (« matching credits and settlements »). Pour les débiteurs nets, la proposition réglable en or augmentait graduellement de 0 % à 100 % pour chaque tranche (1/5) de son quota, tandis que pour le pays créancier, elle passait de 0 % pour la première tranche à 50 % pour chacune des tranches suivantes et devait être négociée au-delà de 100 % du quota⁷⁷.

Commentaire: Pour éviter la liquidation de l'UEP lors du retour à la convertibilité, j'avais proposé qu'elle soit transformée en une Chambre Européenne de Compensations (Clearing House) auprès de laquelle chaque banque centrale maintiendrait ses réserves et où seraient crédités et débités ses règlements (achats ou ventes de devises pour interventions sur le marché). Le Fonds Européen proposé à Brême irait certes dans cette direction. Les comptes de réserves (libellés en ECU) détenus auprès du Fonds devraient être aussi « liquides » que les comptes aujourd'hui détenus auprès des banques américaines ou en obligations de Etats-Unis pour les règlements tant à

⁷⁵ Idem, p. 202

⁷⁶ Idem, pp. 202, 212-218 et 330

⁷⁷ Ces proportions furent remplacées par des règlements uniformes de 50 % or et 50 % crédits après juin 1954 et 75 % or et 25 % crédits après juillet 1975.

l'extérieur qu'à l'intérieur de la Communauté. Ils permettraient au Fonds d'octroyer des crédits – partiellement automatiques, et partiellement conditionnels – aux pays en déficit, tant pour leurs règlements à l'extérieur qu'à l'intérieur de la Communauté. Le Fonds ne pourrait éviter les risques de change ou de défaillance d'un débiteur, mais ces risques devraient, comme dans l'UEP, être partagés équitablement entre pays membres.

4. Structure administrative

L'UEP fonctionnait sous l'autorité suprême du Conseil de l'OECE, lequel élisait chaque année un Comité de Direction (« Managing Board ») de sept membres seulement, votant à la majorité simple, mais dont les décisions importantes ne devenaient exécutoires, ou ne pouvaient être modifiées, que par décision unanime du Conseil.

Les membres de ce Comité furent en général des vice-gouverneurs de banques centrales, ou hauts fonctionnaires des Ministères des Finances, suivant les pays. Le Comité maintint au cours de ces huit années un prestige et une autorité rarement contestés.

Commentaire: Le Conseil Européen jouerait sans doute demain le rôle de l'UEP, et un Comité de Direction calqué sur celui de l'UEP pourrait assumer la direction normale des opérations du Fonds Européen proposé.

P.S.: je m'excuse de la hâte de cette note, et y joins copie d'un papier écrit en avril 1977 sur l'UEP

Robert Triffin, Note personnelle à Monsieur U. Mosca,
Université catholique de Louvain, Archives Robert Triffin, 1.6.

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

présenté par Christian Ghymers

Cette brève communication de Robert Triffin, qui n'a pas de prétention théorique, mérite cependant l'attention par la pertinence lucide qui se dégage de sa lecture des évolutions des déséquilibres macroéconomiques mondiaux, dont la cause principale réside – selon son analyse du SMI – dans l'utilisation de monnaies nationales comme réserves de change internationales. Cet article est donc représentatif d'une constante de sa pensée macroéconomique basée sur sa méthode de lecture des balances de paiements, sujet sur lequel il a par ailleurs publié plusieurs contributions dans le même sens⁷⁸. J'avais spécialement sollicité et obtenu de Robert Triffin la possibilité de publier immédiatement dans le Bulletin de l'IRES (numéro 50, mai 1978) cette communication qu'il m'avait soumise en mai 1978, et qui devait être publiée par la Revue d'Economie Politique en fin de la même année. Cette publication complétait ainsi le Bulletin de l'IRES n°48 de mars 1978 où j'avais déjà obtenu sa présentation de « *l'Europe face au chaos monétaire international* ».

La relecture dans le climat de crise actuelle, à plus de trente ans de distance, de ses observations simples mais très "socratiquement" ponctuées de questions sur le développement des déséquilibres mondiaux, permettra au lecteur de mesurer par lui-même la pertinence de ses propos. Lorsque Triffin prépare cette contribution, deux ans après les accords de la Jamaïque entérinant le flottement du dollar, cinq ans seulement après la rupture du système de Bretton Woods et avant le deuxième choc pétrolier de fin 1979, il n'y avait guère d'économistes qui décelaient les risques et leur enchaînement systémique inhérents à la persistance de la domination du dollar, quasi-seule monnaie internationale. Dans cet article d'une élégante simplicité, Robert mettait lucidement en évidence un aspect majeur des dysfonctionnements du système monétaire international qu'il dénonçait seul depuis les années cinquante. D'emblée, il annonçait se limiter à une « *seule observation ...la structure géographique des déficits en compte courant est la pire qui puisse se concevoir humainement et économiquement... les pays développés sont les principaux importateurs de capitaux... inacceptable paradoxe* ». Ce trait saillant du « *chaos monétaire international* » (qu'il qualifiera ensuite

⁷⁸ Voir notamment sa contribution publiée dans la série "Princeton Essays in International Finance", n° 123, août 1977.

pour la première fois de « *scandale monétaire mondial* » dans le Bulletin de l'IRES n 77 de 1982), s'est encore aggravé au cours des trois décennies ultérieures et a joué un rôle important dans les développements ayant amené la catastrophe mondiale de 2008-2009.

Les trois composantes majeures de la pensée de l'humaniste louvaniste - disciple enthousiaste de la « remontée d'entropie » de Teilhard de Chardin - s'y retrouvent implicitement structurées en un message adressé aux responsables : primauté de l'humain sur l'économique, ce dernier n'étant qu'un moyen au service des progrès d'organisation de l'humanité, nécessité et possibilité d'une action volontariste des autorités pour compenser la myopie des marchés et les déséquilibres inéluctables qui en résultent, à travers une coopération multilatérale, seul moyen d'internaliser efficacement et légitimement les externalités.

En effet, Triffin y dénonce un cercle vicieux inacceptable : les pays les plus riches consomment plus que leurs revenus (déficits en compte courant), et financent leurs déficits globaux (déficits courants plus exportations de capitaux à long terme) par l'importation de capitaux à court terme des PVD facilitée par l'utilisation internationale du dollar. En outre, « *les institutions monétaires nationales et internationales... ont permis un quadruplement inflationniste des réserves monétaires du monde... [dont]... moins de 3% a été investi dans les PVD... ceci est dû avant tout au fait que la principale source d'accroissement des réserves brutes du monde (88%) réside dans l'accumulation de devises nationales par les banques centrales comme réserves internationales... qui ont plus que sextuplé en 8 ans... mais sont investis... à 81% en dollars....* ». Triffin dénonce ainsi directement la responsabilité des Banques centrales et du système de l'étalon dollar dans l'inflation mondiale - qui va en effet repartir virulemment à ce moment. Il continue en mettant le doigt sur un enchaînement risqué qu'il détecte avant bien d'autres : l'accélération du financement privé du Tiers monde, tendance qu'il salue comme *a priori* positive, mais inquiétante à ses yeux car, d'une part basée sur un développement inflationniste des eurodevises (sextuplement en sept ans) expliqué « *surtout par le désir d'éviter les règlements et impôts nationaux* » (s'étonnant au passage que les innombrables consultations entre autorités n'abordent pas ce problème), et d'autre part insoutenable, car basée sur la faiblesse temporaire des besoins de crédits des pays développés durant la récession et conduisant à un endettement excessif de certains pays, outre le fait que ces financements ne vont guère aux pays les plus pauvres.

L'auteur conclut en déplorant « l'incapacité du secteur officiel à remédier... au chaos monétaire international... et à donner le cadre d'orientation indispensable au bon fonctionnement des marchés ». Le contexte actuel et les propositions débattues enfin depuis la crise, démontrent à quel point ses questions socratiques étaient et restent pertinentes pour nous orienter vers un monde meilleur.

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

par Robert Triffin

Colloque sur le Financement International du Développement organisé par la « Revue Économique » et la Banque Mondiale, Paris IX – Dauphine, 16-17 juin 1978

1. Imperfection des estimations

Je noterai, tout d'abord, l'imperfection des estimations statistiques dont nous disposons en ce domaine. Les plus souvent citées sont celles de l'OCDE, lesquelles laissaient apparaître en décembre dernier une discordance de plus de \$ 88 milliards au cours des années 1974-1977 (\$ 22 milliards par an) entre les excédents en compte courant de la zone OPEP (\$ 175 milliards) et les déficits cumulés du reste du monde (\$ 175 milliards) et les déficits cumulés du reste du monde (\$ 264 milliards)⁷⁹. Cette discordance est presque égale aux déficits totaux de la zone des pays de l'OCDE au cours de cette période (\$ 98 milliards). Elle entraîne évidemment des divergences du même ordre de grandeur pour les estimations de transferts de capitaux et réserves monétaires entre les divers pays.

Je vous invite donc à prendre avec plusieurs grains – voir plusieurs sacs – de sel les observations qui suivent, d'autant plus qu'elles se basent sur des estimations de sources différentes et non entièrement comparables. Sans doute les services de la Banque Mondiale – considérablement plus étoffés que ceux d'un professeur en année sabbatique – pourraient-ils les améliorer considérablement.

2. Structure géographique des déséquilibres en compte courant

Ma seule observation est que la structure géographique des déficits en compte courant est le pire qui puisse se concevoir, humainement et économiquement. Les pays les plus riches et les plus capitalisés du monde devraient normalement avoir de larges excédents en compte courant (1 % de leur PNB, d'après les vœux pieux sans cesse réitérés aux Nations Unies) leur permettant de financer, en termes réels, une accélération des investissements de développement dans les pays les moins riches et moins capitalisés du Tiers Monde. C'est exactement l'inverse qui se produit aujourd'hui et que l'on continue à prédire dans l'avenir prévisible.

⁷⁹ OECD, *Economic Outlook*, Décembre 1977, p. 64.

Les pays de l'OECD ont accumulé au cours des quatre dernières années des déficits nets totalisant près de \$ 100 milliards, c'est-à-dire environ \$ 25 milliards par an, en moyenne. Quatre ans après, l'explosion du prix du pétrole, ils atteignaient encore l'an dernier un niveau record d'environ \$ 32 milliards, dont \$ 18 milliards d'excédents pour le Japon (\$ 10 milliards) et une poignée de pays européens (\$ 8 milliards) et \$ 50 milliards de déficits dont \$ 18 milliards pour les Etats-Unis et \$ 13 milliards pour trois des autres pays les plus riches du monde: le Canada, la Norvège et la Suède.

La crise de l'énergie est certes l'une des explications de cet inacceptable paradoxe, mais il est inquiétant de constater qu'aucune amélioration – au contraire – n'apparaisse encore quatre ans plus tard, et qu'économistes comme politiciens envisagent avec équanimité – ou même prônent comme solution à la crise actuelle – la persistance de tels déficits.

Leur financement implique, bien évidemment, que les pays développés sont, et de loin, les principaux importateurs de capitaux qui devraient normalement – tant économiquement qu'humainement – être dirigés principalement vers les pays moins développés et plus à court de capitaux.

3. Financement par les autorités monétaires

Les institutions monétaires nationales et internationales ne montrent certes pas l'exemple en ce domaine. Elles ont permis, ou provoqué, un quadruplement inflationniste des réserves monétaires du monde, passées de \$ 79 milliards à fin 1969 à \$ 317 milliards à fin 1977, c'est-à-dire trois fois plus en 8 ans que dans toutes les années et les siècles antérieurs. Mais de cet accroissement total de \$ 238 milliards, moins de 3 % (\$ 7 milliards) a été investi dans les pays sous-développés et près de 94 % (\$ 223 milliards) dans les pays développés⁸⁰.

Ceci est dû avant tout au fait que la principale source d'accroissement des réserves brutes du monde (88 %) réside dans l'accumulation de devises nationales par les banques centrales comme réserves internationales. Ces avoirs de devises ont plus que sextuplé en 8 ans mais sont investis quasi-exclusivement dans les monnaies d'une poignée de pays les plus riches et les plus capitalisés du monde: plus de 81 % en dollars et Euro-dollars, 7 % en marks allemands, 1,5 en sterling, et le reste en d'autres

⁸⁰ Les 3 % restant sont dus à la réévaluation de \$ 35 à \$ 42,22 l'once d'un stock d'or monétaire mondial pratiquement inchangé: 40,5 milliards de DTS-35 DTS par once – en 1977 comme en 1969. La valeur du marché de ces avoirs en or est à peu près quintuplée, mais n'est pas enregistrée encore dans les statistiques officielles. Les détentions d'or des pays sous-développés (OPEP et autres) est de toute façon insignifiante: moins de 3,1 milliards de DTS à fin 1977.

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

devises, principalement francs suisses, florins hollandais et francs français, à fin 1977⁸¹.

Il ressort de ces estimations du FMI que les pays développés ont encouru au cours de ces huit années des déficits globaux (compte courant, plus exportations nettes de capitaux) de \$ 98 milliards mais que leurs réserves brutes ont néanmoins augmenté de \$ 126 milliards grâce aux \$ 223 milliards de réserves monétaires investis sur leur marché.

À l'inverse, les pays exportateurs de pétrole, n'ayant reçu aucun de ces investissements, ont augmenté leurs réserves nettes comme leurs réserves brutes de \$ 71 milliards, dont \$ 10 milliards en 1970-1973 et \$ 61 milliards, dont \$ 10 milliards en 1970-1973 et \$ 61 milliards en 1974-1977, les multipliant 19 fois en 8 ans, de \$ 4 milliards en 1969 à \$ 75 milliards en 1977. Les réserves nettes des autres pays sous-développés ont elles-mêmes plus que quadruplé, passant de \$ 11 milliards en 1969 à \$ 26 milliards en 1973 et \$ 45 milliards en 1977. Sans doute, cet accroissement s'explique-t-il en partie par les dépôts maintenus par les autorités monétaires auprès des banques commerciales et conditionnant le substantiel accroissement des prêts de ces dernières aux pays sous-développés (voir paragraphe 5 ci-dessous).

4. Financement officiel du développement

D'après les statistiques de l'OCDE, le financement du Tiers Monde (non-OPEP) par l'aide officielle et autres flux officiels de capitaux non-classifiés comme « aide » constituait au cours des années 1970-1973 la source principale (\$ 41 milliards, c'est-à-dire 79 %) du financement global de ses déficits en compte courant (\$ 52 milliards, transferts gratuits exclus). Elle n'en finançait plus que 57 % (\$ 88 milliards) des capitaux sur \$ 154 milliards) au cours des quatre années suivantes.

On notera que ces exportations officielles de capitaux par les pays développés, vers les pays sous-développés n'ont absorbé au cours des huit dernières années que 58 %

⁸¹ *IMF Survey*: 22 mai 1978, p. 155. La part du mark a augmenté de 2,1 % en 1970 à 6,9 % en 1977, tandis que celle du sterling déclinait de 9 % à 1,5 %.

(\$ 129 milliards) des capitaux reçus par eux sous forme d'investissements de réserves monétaires dans leur marché; et dans le cas des Etats-Unis 30 % seulement⁸².

5. Financement privé

D'après les mêmes statistiques de l'OCDE, le financement du Tiers Monde par le secteur privé – mesuré en dollars à pouvoir d'achat hélas décroissant – a triplé de 1970-1973 à 1974-1977, alors que son financement par le secteur public ne faisait que doubler. Les investissements directs ont doublé, les investissements de portefeuille triplé et les Euro-crédits à moyen terme plus que quintuplé, finançant à eux seuls en 1974-1978 environ 23 % des déficits en compte courant, et 30 % en 1977.

A fin 1977, les Euro-crédits bancaires totaux, à court et moyen terme, recensés par la Banque des Règlements internationaux totalisaient \$ 657 milliards, dont \$ 92 milliards (14 %) aux pays sous-développés non exportateurs de pétrole, contre \$ 442 milliards et \$ 63 milliards (14 % également) à fin 1975.

Cette part grandissante du crédit bancaire privé dans le financement du développement monétaire, quelle qu'encourageante qu'elle soit, ne manque pas de soulever quelques inquiétudes:

- a) Sur le plan mondial, le sextuplement du marché des Euro-devises en sept ans est en contraste marqué avec la paralysie du marché international des capitaux qui marqua la grande récession des années 1930, mais il est aussi indubitablement l'une des sources principales de l'inflation dans laquelle nous nous sommes engouffrés. La lutte simultanée contre l'inflation et la récession devrait être appuyée par une orientation des crédits internationaux vers les investissements les plus susceptibles de remédier aux pénuries les plus inflationnistes de production de matières et biens essentiels et aux pires poches de récession et de chômage. Mais ceci demanderait un effort officiel de direction de ces mouvements de capitaux privés largement incontrôlés aujourd'hui, et notamment des opérations « offshore » (décuplées par les succursales des banques américaines depuis 1969) dont l'explosion invraisemblable s'explique certes surtout par le désir d'éviter les règlements et impôts nationaux. On

⁸² \$ 41 milliards d'aide étrangère, contre \$ 118 milliards d'investissements de réserves monétaires aux Etats-Unis et dans les succursales des banques américaines à l'étranger (\$ 26 milliards) et \$ 2,8 milliards d'allocations DTS.

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

s'étonne que les innombrables consultations entre autorités monétaires n'aient guère touché jusqu'ici à ce problème.

- b) En ce qui concerne le financement des pays sous-développés, on peut se demander si cette source de crédit est susceptible de continuer au rythme des dernières années, et quels seraient les effets d'un ralentissement substantiel sur la solvabilité des emprunteurs. Outre les craintes soulevées à cet égard par l'endettement excessif de certains pays tout au moins, un tel ralentissement pourrait être provoqué également par le succès des efforts de relance de l'activité économique dans les pays développés. En effet, une des incitations aux prêts bancaires au Tiers Monde a été la diminution des demandes de crédit par les ressortissants des pays développés en récession, face à l'afflux des investissements reçus par leurs banques des pays de l'OPEP.
- c) Un dernier point enfin, souligné avec force par Monsieur McNamara, mérite d'être souligné. Plus de 98 % des prêts du secteur privé sont dirigés vers les pays à revenu moyen, et moins de 4 % (contre 32 % pour les prêts officiels) vers les pays pauvres (moins de \$ 265 de revenus par tête en 1975, et 1 132 millions d'habitants, contre 799 millions dans les autres pays⁸³.

6. Conclusions

Ces quelques remarques sont si brèves qu'elles pourraient aisément se passer de conclusions. Je me contenterai d'une double observation, plus politique qu'économique.

L'on doit certes se féliciter de la capacité démontrée par le marché privé – et notamment le marché des Euro-devises – d'assumer une responsabilité majeure dans le recyclage des excédents pétroliers, et d'en diriger une part grandissante, bien que modeste encore comparativement, vers les pays sous-développés.

⁸³ Prospects for Developing Countries, 1978-85, Word Bank, November 1977, pp. 2 & 111 (81 pays).

Mais l'on ne peut que déplorer l'incapacité du secteur officiel à remédier aux vices fondamentaux, et unanimement reconnus, du système – ou chaos – monétaire international, et à fournir le cadre général d'orientation indispensable au bon fonctionnement des opérations du secteur privé. Notre hôte de ces journées, la Banque Mondiale, constitue à cet égard une exception qui mérite nos plus vifs encouragements et félicitations.

ANNEXE

QUELQUES TABLEAUX SYNTHETIQUES

TABLE I

STRUCTURE MONDIALE DES BALANCES DE PAIEMENTS EN COMPTE COURANT

(après transferts): 1970-1973 et 1974-1977

(en milliards de dollars)

	Totaux		Moyennes annuelles		Années	
	1970-73	1974-77	1970-73	1974-77	1977 (est.)	Prévis. 1978
I. OPEP	<u>16</u>	<u>175</u>	<u>4</u>	<u>44</u>	<u>40</u>	<u>35</u>
II. OCDE	<u>18</u>	<u>- 98</u>	-	<u>- 24</u>	<u>- 32</u>	<u>- 23</u>
	- 15	- 10	- 4	- 3	- 18	- 19
	14	8	4	2	10	10
	7	19	2	5	2	3
	1	10	-	2	3	4
	3	6	1	2	1	2
	7	- 130	2	- 32	- 30	- 22

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

III. Pays sous-développés non pétroliers	- <u>31</u>	- <u>114</u>	- <u>8</u>	- <u>28</u>	- <u>23</u>	- <u>34</u>
IV. Autres pays	- <u>12</u>	- <u>52</u>	- <u>3</u>	- <u>13</u>	- <u>11</u>	- <u>12</u>
V. Total = Erreurs et Asymétries	- 9	- 89	- 2	- 22	- 26	- 33

Source: OECD, Economic Outlook, décembre 1977, pp. 64, 65 et 126.

TABLE II

RESERVES MONETAIRES INTERNATIONALES ET DISTRIBUTION GEOGRAPHIQUE DE LEUR INVESTISSEMENT: 1969 - 1977

(en milliards de dollars)

	Fin d'année			Changements		
	1969	1973	1977	1970-73	1974-77	Total 1970-77
I. Réserves brutes	<u>79</u>	<u>184</u>	<u>317</u>	<u>105</u>	<u>133</u>	<u>238</u>
(=II+III+IV)						
des pays développés	63	140	189	77	49	126

pays exportateurs de pétrole	4	15	75	10	61	71
autres pays	12	30	53	18	23	41
II. Devises étrangères						
dues par les pays développés	<u>33</u>	<u>123</u>	<u>242</u>	<u>90</u>	<u>119</u>	<u>209</u>
III. Allocations de DTS et crédits FMI aux:	<u>5</u>	<u>13</u>	<u>27</u>	<u>7</u>	<u>15</u>	<u>22</u>
pays développés	4	9	18	5	10	14
pays exportateurs de pétrole	-	-	-	-	-	-
autres pays	1	4	8	2	5	7
IV. Réserves nettes¹	<u>41</u>	<u>49</u>	<u>48</u>	<u>8</u>	<u>-1</u>	<u>7</u>
(= I-II-III) des pays développés	26	8	- 72	-17	- 80	-98
pays exportateurs de pétrole	4	14	75	10	61	71
autres pays	11	26	45	15	19	34

Note: ¹ égales pour le monde au stock mondial d'or monétaire, évalué au dernier prix officiel de \$ 42,22 par once; et égales pour chaque pays ou groupe de pays à sa balance des paiements globale.

Source: Dérivé des estimations de réserves internationales, pp. 20 – 25, d'International Financial Statistics, avril 1978.

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

TABLE III

BALANCE DES PAIEMENTS DES PAYS SOUS-DEVELOPPES NON-OPEP: 1970-1977

(en milliards de dollars)

	1970-73	1974-77	Total 1970- 77
I. Balance en compte courant	- 52	- 154	- 206
(Transferts officiels exclus)			
II. Financement étranger	67	170	237
A. <u>Officiel</u>	<u>41</u>	<u>88</u>	<u>129</u>
1. Transferts gratuits	21	41	62
2. Aide	13	29	42
3. Autre	8	18	26
B. <u>Privé</u>	<u>26</u>	<u>82</u>	<u>108</u>
1. Investissements directs	9	17	26
2. Portefeuille	6	17	23
3. Euro-crédits à moyen terme	7	36	43

4. Crédits commerciaux, repaiement d'Euro-crédits, erreurs et omissions	4	12	16
III. Réserves monétaires nettes (I – II)	15	16	31
A. Endettement (-)	-2	- 6	- 8
B. Réserves brutes	17	21	39

Source: OECD, Economic Outlook, décembre 1977, p. 121.

TABLE IV

CREANCES ET DETTES ETRANGERES AUPRES DES BANQUES COMMERCIALES A FIN 1977

(en milliards de dollars)

	Créances	Endette- ment (-)	Position nette
I. Pays créanciers nets	<u>540</u>	<u>- 433</u>	<u>107</u>
Pays européens du Groupe des Dix	290	- 240	50
Pays exportateurs de pétrole	78	- 35	42
Etats-Unis (offshore inclus)	145	- 137	8
Institutions internationales et résidu non alloué			

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

	14	- 9	5
Canada	13	- 12	1
II. Pays débiteurs nets	<u>119</u>	<u>- 224</u>	<u>- 106</u>
Pays sous-développés non-exportateurs de pétrole	63	- 92	- 29
Pays développés autres que I	41	- 70	- 29
Europe de l'Est	82	- 33	- 24
Japon	7	- 29	- 22
III. Total	658	- 657	1

Source: Banque des Règlements Internationaux, « Euro-Currency and other international banking developments – fourth quarter 1977 », Bâle, 5 mai 1978, Table 6: Positions externes, en monnaie nationale et étrangère, des banques dans les pays du Groupe des Dix et la Suisse et des succursales offshore des banques des Etats-Unis.

TABLE V

ENDETTEMENT EXTERIEUR DES PAYS SOUS-DEVELOPPES À FIN 1969, 1973 AND 1976

(en milliards de dollars)

	Total	Prêts	Prêteurs privés
--	--------------	--------------	------------------------

		officiels	Total	Garantis officielle-ment	Non garantis
1969	48	31	17	12	5
1973	95	52	43	27	16
1976	<u>169</u>	<u>81</u>	<u>88</u>	<u>61</u>	<u>27</u>
Pays pauvres	29	26	3	2,7	0,5
Autres pays	139	55	85	58	26,8

Source: World Bank, « Prospects for Developing Countries, 1978-1985 », novembre 1977, pp. 110 et 111

Notes: 1. Inclut 81 pays sous-développés autres que les pays exportateurs de pétrole et créanciers nets: Kuwait, Libye, Qatar, Arabie Saoudite et Emirats Arabes Unis.

2. Les pays pauvres incluent 1 132 millions d'habitants avec un revenu moyen de moins de \$ 265 en 1975, et les autres pays 799 millions d'habitants avec un revenu moyen supérieur à \$ 265. Voir p. 2.
3. Exclut de l'endettement total (\$ 224 millions à fin 1976). Les facilités compensatoires et pétrolières du FMI (\$ 5 milliards) et les prêts à moins d'un an de maturité (\$ 50 milliards) du secteur public (\$ 6 milliards) et privé (\$ 44 milliards). Voir p. 74.
4. Les créances des banques américaines et de leurs succursales sur les pays sous-développés non-exportateurs de pétrole étaient estimées à

Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement

fin 1976 à \$ 52 milliards et sur les autres pays à \$ 174 milliards. Voir p. 102.

Robert Triffin, « Quelques observations sur la structure géographique des déficits internationaux et de leur financement » dans *Revue économique*, 1978, vol. 29, n° 6, pp. 1114-1123 © Presses de Sciences Po.

