

Andrew D. Crockett

ÉVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

L'objectif primordial du système monétaire international est d'aider chaque pays à atteindre la stabilité intérieure et élever son niveau de vie. Pour y parvenir, les accords internationaux de paiements doivent promouvoir le commerce et les investissements sur le plan mondial, tout en évitant de « recourir à des mesures préjudiciables à la prospérité nationale ou internationale »¹.

Les échanges commerciaux et les flux de capitaux internationaux sont freinés par les réglementations, les pratiques restrictives ainsi que par tout climat d'incertitude. Aussi les arrangements monétaires internationaux ont-ils pour objet de faciliter l'élimination d'inutiles contraintes sur les mouvements de biens et de capitaux et de favoriser un fonctionnement des marchés propre à inspirer confiance aux agents menant des opérations transfrontalières.

Quelles sortes d'arrangements sont les plus aptes à obtenir ce résultat ? La réponse à cette question a varié au fil du temps, selon les circonstances et l'expérience acquise. Le plus frappant est l'oscillation des préférences entre cours de change fixes et flottants en fonction des désavantages et atouts révélés par leur mise en oeuvre. La fixation trop stricte des cours de change a souvent été associée à une rigidité excessive dans les mécanismes d'ajustement, ce qui a conduit de nombreux observateurs à opter pour les changes flexibles. A l'inverse, le flottement a souvent abouti à une volatilité et à des écarts exagérés, ce qui a alors incité à rechercher les moyens de garantir une plus grande stabilité.

L'idée directrice du présent article est que le « système » monétaire international au sens large recouvre beaucoup plus qu'un simple régime de change. L'absence de régime de change explicite ne devrait pas être tenue pour un défaut essentiel, dès lors qu'il existe des mécanismes destinés à promouvoir le fonctionnement efficient des marchés des changes et des marchés financiers et à éviter une volatilité induite des cours de change. Compte tenu de l'intégration

¹ *Statuts du Fonds monétaire international, article IV*.

croissante des marchés des capitaux, cela exige un effort de coopération entre les autorités les plus directement responsables de leur fonctionnement.

Historique du système de Bretton Woods

Ce sont les enseignements des années 30 qui ont présidé à la conception du système de Bretton Woods. La généralisation des restrictions au commerce et aux paiements durant l'entre-deux-guerres ainsi que la politique de change du « chacun pour soi » s'étaient traduites par une contraction désastreuse du commerce et de la production dans le monde, contribuant indirectement à semer les germes des hostilités ultérieures. Le dispositif de Bretton Woods était conçu de manière à offrir au commerce international un environnement libéral. Dans le domaine des pratiques restrictives, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ne se trouvera véritablement instituée qu'un demi-siècle après la conférence², mais l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (généralement désigné par son sigle anglais GATT) en a rempli certaines fonctions, assurant la promotion de la coopération en matière commerciale.

Le Fonds monétaire international avait reçu compétence pour les questions de change et de paiements. Un régime de fixité des changes fut retenu parce qu'il était le plus propice à une expansion harmonieuse du commerce mondial, en permettant de planifier plus sûrement les échanges et en contribuant à empêcher une réapparition des politiques de change concurrentielles des années 30. Des soupapes de sécurité furent prévues : une modification consensuelle des parités en cas de « déséquilibre fondamental » et, en présence de « rareté d'une monnaie », des mesures à l'encontre des pays qui accapareraient les liquidités de leurs partenaires commerciaux en dégageant des excédents permanents³.

Le FMI avait également pour but de faciliter l'élimination des restrictions sur le règlement des transactions courantes. Ces restrictions peuvent être, en effet, tout aussi dommageables pour la saine expansion du commerce international que les contraintes sur les échanges commerciaux eux-mêmes, étant donné que les paiements constituent simplement la contrepartie des flux de biens et services. Il convient de noter que les missions fondamentales du FMI n'incluaient *pas* la suppression des entraves aux mouvements de capitaux car ceux-ci, à l'époque de Bretton Woods, n'apparaissaient pas aussi nécessaires à la promotion d'une allocation efficiente des ressources sur le plan international ; ils étaient, en outre, perçus comme des causes potentielles de perturbations sur les marchés des changes et, par conséquent, comme une menace pour l'objectif de stabilité des parités.

² L'OMC avait été envisagée lors de la conférence de Bretton Woods, mais son établissement n'avait pas été ratifié par le Congrès des Etats-Unis. Au moment de la rédaction du présent article, il est prévu que l'OMC prendra en charge les responsabilités commerciales du GATT le 1^{er} janvier 1995.

³ En l'occurrence, cette clause de monnaie rare n'a jamais été appliquée.

Durant leurs vingt-cinq premières années d'existence, les arrangements de Bretton Woods ont fait la preuve qu'ils fournissaient à l'économie mondiale un cadre tout à fait bénéfique. Dans un contexte d'inflation relativement faible et de mobilité limitée des capitaux, les parités fixes ont contribué à un développement notable du commerce mondial. La réduction des barrières tarifaires et autres ainsi que le démantèlement progressif des restrictions sur les paiements jouèrent également un rôle important. En conséquence, le commerce international se trouva multiplié par cinq entre 1949 et 1971, pendant que la production mondiale triplait presque.

En plus d'un régime de paiements « libéral », le système monétaire international doit être doté d'un « mécanisme d'ajustement » — processus grâce auquel les soldes de paiements des divers pays peuvent être durablement maintenus en position d'équilibre relatif (mais pas nécessairement égaux à zéro). Dans le cadre des arrangements de Bretton Woods, l'ajustement s'opérait fondamentalement par l'adaptation obligatoire de la demande intérieure, de façon à exercer une influence sur les écarts d'inflation et, par là, sur l'« absorption » de biens produits dans le reste du monde. Des ressources financières internationales, assorties ou non de conditions, venaient conforter ce mécanisme central, permettant d'étaler l'ajustement dans le temps. Il était en outre possible, comme on l'a vu, de modifier les parités dans des conditions de « déséquilibre fondamental » (c'est-à-dire quand il aurait été trop douloureux ou difficile d'opérer l'ajustement par le biais de l'écart d'inflation).

A la fin des années 60, le système de Bretton Woods commençait à donner des signes de tension et, quelques années plus tard, le régime de parités fixes se désagrégea. Deux facteurs y contribuèrent plus particulièrement : d'une part, les pressions inflationnistes de plus en plus divergentes entre pays ainsi qu'une réticence croissante à subordonner les objectifs économiques internes à la réalisation de l'équilibre extérieur ; d'autre part, le risque d'amplification des conséquences d'un déséquilibre naissant des comptes courants, étant donné le développement des marchés financiers.

Dans une certaine mesure, l'affaiblissement de la discipline du système de Bretton Woods aurait pu être compensé par un plus grand recours à la soupape de sécurité que constituait l'ajustement des parités. Il est peu probable, toutefois, que cette solution aurait apporté un remède satisfaisant ou durable. Comme le début des années 90 l'a plus clairement démontré, la liberté des mouvements de capitaux n'est compatible avec des parités centrales fixes et des marges de fluctuation étroites qu'en présence d'un haut degré d'engagement en faveur de politiques cohérentes. Même si les marchés financiers étaient moins développés au début des années 70 qu'ils ne le sont devenus par la suite, les flux monétaires auraient presque certainement suffi à déstabiliser des cours de change insoutenables à moyen terme.

Avec l'abandon des arrangements initiaux de Bretton Woods, il devint de bon ton de déplorer l'absence d'un système monétaire international explicite. De nombreux observateurs ont parlé de « non-système ». À mon sens, cependant, cette attitude surestime l'importance de mécanismes de change globaux avalisés par des accords officiels comme clé de voûte de tout système monétaire satisfaisant ; à l'inverse, elle sous-estime par trop une série de dispositifs qui ont fait preuve d'une efficacité raisonnable (au moins dans le monde industriel et certains pays en développement) en soutenant le dynamisme du commerce et des investissements internationaux. Si le dernier quart de siècle a connu plusieurs carences sur le plan économique — notamment la montée du chômage, les poussées inflationnistes dans les décennies 70 puis 80 et l'amplification du cycle conjoncturel —, il est difficile d'en attribuer la principale responsabilité aux arrangements monétaires internationaux.

Le système monétaire international actuel

Quelles sont les caractéristiques du « système » monétaire international actuel ? Et quelles actions peuvent être entreprises pour renforcer sa capacité de résistance et perfectionner son fonctionnement ? Répondre à ces questions semble être d'une plus grande portée pratique, pour l'amélioration des performances économiques, que tenter de redéfinir de façon radicale les arrangements de change.

À la base, le système monétaire international actuel se fonde sur le libre fonctionnement des marchés. Il ressemble en cela au système de Bretton Woods pour ce qui est des échanges de *biens*, mais il repose davantage sur les forces du marché, qu'il laisse, en outre, déterminer les cours de change entre la plupart des grandes monnaies internationales. De surcroît, il accepte et favorise de plus en plus la libéralisation accrue des marchés financiers internationaux.

Tant le processus d'ajustement que la création de liquidités internationales s'appuient, eux aussi, plus largement que le système de Bretton Woods sur le *jeu* des forces du marché. En dehors du mécanisme de change européen, les positions globales de balance des paiements sont maintenues en équilibre par l'ajustement des cours de change aux variations de la demande et de l'offre de monnaies. D'aucuns regrettent que la menace de pertes de réserves de change ne soit plus là pour contraindre à la discipline en cas de politiques non viables. Mais on peut leur objecter que les pressions du marché représentent une forme de discipline autrement plus astreignante, puisqu'elles sanctionnent presque immédiatement les politiques inadaptées.

La détention de liquidités internationales est, au surplus, grandement décentralisée, du fait de la capacité du secteur privé à disposer d'avoirs ou de lignes de crédit lui procurant un accès garanti aux devises. Dans la mesure où des agents économiques détiennent de la monnaie locale et comptent pouvoir la

convertir en devises, ce sont les marchés, plutôt que les banques centrales, qui assurent cette convertibilité. Ainsi, dans un monde où les monnaies sont convertibles, la distinction entre liquidités internes et internationales perd de son sens. Et les réserves de change des banques centrales servent à agir sur les cours plutôt qu'à faire face aux besoins commerciaux ordinaires.

Si les forces du marché sont au coeur du système monétaire international, la responsabilité des autorités revient, maintenant, à garantir le fonctionnement efficient des marchés internationaux des capitaux et à prévenir toute défaillance. Alors que d'aucuns considèrent souvent que le bon fonctionnement des marchés va de soi, des défaillances peuvent survenir pour plusieurs raisons, les plus importantes étant les suivantes :

- i) : concurrence imparfaite par manque de participants et/ou collusion entre eux ;
- ii) : information inadéquate des participants entraînant une instabilité excessive des prix ;
- iii) : perturbations soudaines des conditions du marché ;
- iv) : défaut d'exécution des contrats aux conditions convenues ;
- v) : inadaptation du mécanisme de règlement fournissant la contre-valeur d'actifs échangés.

Comme les marchés des capitaux comportent un assez grand nombre d'intervenants et que l'accès y est relativement facile, la première de ces causes ne devrait pas jouer un rôle majeur. En revanche, les autres sont potentiellement plus graves, de sorte que les autorités doivent exercer une surveillance pour assurer un fonctionnement satisfaisant du marché. La suite du présent article montre comment on pourrait y parvenir, en examinant particulièrement ce que l'on appelle souvent les « effets de débordement ». L'approche coopérative mise en oeuvre pour traiter ces effets donne aux arrangements monétaires internationaux toute leur dimension « systémique ». On peut effectivement continuer à parler de « système », dès lors qu'il existe un ensemble de principes communs matérialisés dans un code de conduite généralement accepté et dans une série de dispositifs opérationnels.

Coordination des politiques macroéconomiques

Si l'on veut assurer un fonctionnement efficace des marchés, il faut d'abord une information adéquate. Etant donné que le marché des changes est le marché des différentes monnaies nationales, les informations nécessaires portent sur des facteurs qui affectent la valeur des devises qui y sont négociées. Pour que les opérateurs puissent évaluer correctement la valeur des monnaies nationales et que les marchés produisent ainsi des cours de change d'équilibre, ils doivent disposer d'informations suffisantes sur les politiques macroéconomiques. Qui plus est, il ne faut pas que ces politiques changent de manière désordonnée en invalidant des anticipations jusque-là parfaitement fondées.

Il n'est, de toute évidence, ni réalisable ni souhaitable d'envisager que les opérateurs de marché soient pourvus d'informations détaillées sur l'évolution future des politiques monétaires et budgétaires nationales. Ce n'est d'ailleurs pas non plus nécessaire à un fonctionnement efficace des marchés. Ce qu'il faut, par contre, c'est éviter les incertitudes majeures associées à des politiques non viables.

Les conséquences d'une modification insoutenable à terme du dosage des politiques sont illustrées par l'expérience du dollar EU au début des années 80. Les autorités monétaires américaines avaient déjà adopté en 1979 une orientation anti-inflationniste rigoureuse. Puis, après l'arrivée de l'Administration Reagan, la politique budgétaire devint de plus en plus expansionniste. Il en résulta une appréciation continue du dollar EU jusqu'au début de 1985, dépassant 40 % en termes effectifs réels sur une période de quatre ans. Cette appréciation finit par s'avérer insoutenable, et, après avoir atteint un maximum en février 1985, le cours effectif réel du dollar revint en deux ans autour de sa valeur de 1980.

Il est évident que, sur le moyen terme, de telles fluctuations de change sont de nature à fausser l'allocation des ressources réelles. Si on laisse la détermination des cours de change aux forces du marché, il est alors souhaitable que les gouvernements et banques centrales suivent, dans la mesure du possible, des politiques viables axées sur la stabilité. Pour le moins, ils devraient éviter de brutales modifications du dosage de leurs moyens d'action prenant au dépourvu les opérateurs du marché.

La caractéristique essentielle d'une telle stratégie réside dans son orientation vers des objectifs à moyen terme. S'agissant de la politique budgétaire, la plupart des gouvernements des pays industriels oeuvrent à présent dans le même sens, à savoir un assainissement de leur situation budgétaire, ce qui signifie en pratique une position relativement proche de l'équilibre sur l'ensemble du cycle. Les membres de l'Union européenne ont accepté les règles du traité de Maastricht qui les obligent, dans l'union monétaire, à empêcher leur déficit budgétaire de dépasser 3 % du PIB. La majorité des autres pays industriels seraient d'accord sur l'essentiel avec de tels objectifs.

Dans le même ordre d'idées, le caractère indésirable d'une politique budgétaire délibérément anticyclique est de plus en plus reconnu. C'est la conclusion des enseignements douloureux des années 60 et 70, lorsque les politiques budgétaires furent sollicitées en plusieurs occasions pour stimuler la demande en période de récession. En l'occurrence, l'essentiel de l'impact expansionniste s'est souvent fait sentir durant des phases de reprise, alimentant ainsi les pressions inflationnistes. Rétrospectivement, il apparaît clairement que la politique budgétaire n'est pas vraiment adaptée à un réglage fin anticyclique. Dans de nombreux pays, le processus législatif permettant de modifier les dépenses de l'État et la fiscalité est une entreprise de longue haleine sujette à bien des

incertitudes. Il ne fait qu'accentuer les retards et interrogations qui affectent les tentatives d'utilisation de l'instrument budgétaire destinées à compenser les fluctuations conjoncturelles de l'activité économique. Bien sûr, il ne faut pas pour autant s'opposer à l'action des « stabilisateurs automatiques », mais on admet de plus en plus que, abstraction faite des stabilisateurs, la meilleure contribution que puissent apporter les politiques budgétaires à la gestion macroéconomique est d'assurer durablement une situation saine des finances publiques.

Dans le domaine de la politique monétaire, les points de vue concordent également sur le fait que la stabilité à moyen terme constitue un objectif plus important que la régulation à court terme de la demande. Les autorités monétaires sont de plus en plus nombreuses à orienter leur action, de manière explicite ou implicite, vers la réalisation et le maintien de la stabilité des prix internes. Toutefois, la politique monétaire diffère de la politique budgétaire en ce sens qu'il est à la fois possible et nécessaire de procéder à des ajustements fréquents dans l'utilisation de ses instruments pour respecter l'orientation choisie à moyen terme. D'une manière générale, de tels ajustements impliquent également un certain degré de « stabilisation automatique » en présence de perturbations d'ordre conjoncturel.

Quelles sont les implications de ces observations pour le système monétaire international ? A la limite, on pourrait prétendre que tout ce qui est nécessaire à la stabilité systémique, c'est que les pays déclarent leurs objectifs monétaires et budgétaires à moyen terme et s'y tiennent. Pourvu qu'ils soient soutenables, les variations des cours de change en garantiront la compatibilité et le feront, en outre, d'une manière qui évitera des fluctuations de change inutiles tout en favorisant l'allocation efficiente des ressources.

Cependant, la déclaration unilatérale des objectifs nationaux n'est pas en soi suffisante pour garantir un bon fonctionnement du système monétaire international, et ce pour deux raisons. Tout d'abord, elle n'offre aucune protection contre les effets perturbateurs d'une divergence par rapport aux objectifs à moyen terme annoncés. Deuxièmement, elle ne tient pas compte des interactions à court terme des politiques monétaires ni de la vulnérabilité bien connue des marchés des capitaux à l'instabilité à court terme.

Le premier problème n'est pas facile à résoudre. Certains ont émis l'idée que la réintroduction d'engagements de change pourrait étayer une politique nationale axée sur la stabilité, alors que les politiques non viables engendreraient des mouvements de change les faisant sortir d'une « zone-cible ». Dans certaines circonstances, ces zones-cibles pourraient contribuer à discipliner les politiques. Il faudrait être bien sûr, cependant, que la réaction des autorités à un mouvement de change inopportun traduit une correction de la politique « erronée » et non pas simplement l'adoption d'autres mesures destinées à rectifier seulement le cours de change. En outre, si la monnaie nationale

menace de sortir de la zone-cible, en dépit de la poursuite d'une politique appropriée, peut-être conviendrait-il de reconsidérer cette zone elle-même. En fin de compte, avec ou sans zone de change, la principale motivation en faveur de politiques macroéconomiques soutenables réside probablement dans la perception à la fois des intérêts propres au pays et d'une pression morale. Comme suggéré ci-après, la capacité d'exercer une telle pression est un élément important du système monétaire international actuel.

Le second problème, celui des interactions à court terme des politiques mises en oeuvre, requiert une coopération incessante et intense entre autorités monétaires. Les marchés sont très sensibles aux modifications dans la définition des politiques, et la *manière* dont elles sont introduites peut souvent en affecter considérablement l'efficacité. Il importe au plus haut point que les autorités des principaux pays appliquent leur politique monétaire avec une bonne compréhension de la stratégie et des tactiques suivies par leurs homologues des autres grands centres financiers. Une action conjointe est essentielle dès lors qu'il s'agit de lutter contre l'instabilité à court terme des marchés des capitaux. Ce qui compte tout autant, c'est d'avoir une analyse commune sur des questions techniques telles que les mécanismes de transmission de la politique monétaire et l'efficacité des interventions de change, pour ne citer que celles-là. Rien de tout cela ne représente en soi un « système », mais chacun de ces éléments contribue de manière déterminante à rendre plus satisfaisant le fonctionnement d'un système s'appuyant sur le marché.

Renforcement des fondements du marché

Un système financier international fondé sur les mécanismes de marché a également besoin de filets de sécurité pour faire face à d'autres types de défaillances. Ces dispositifs sont de deux ordres. L'un est destiné à prévenir la propagation de difficultés financières d'une institution à ses contreparties et, de là, à l'ensemble du système. L'autre vise à empêcher tout dysfonctionnement des systèmes de paiement, de compensation et de règlement.

La mondialisation des marchés des capitaux, ainsi que des institutions financières, n'a cessé de s'accroître au cours des deux ou trois dernières décennies. C'est la raison pour laquelle leur surveillance doit s'inscrire dans un cadre international homogène, global et cohérent. Il faut qu'il soit homogène pour éviter le risque d'arbitrages réglementaires et d'inégalités concurrentielles entre intermédiaires financiers. Il doit être global pour empêcher l'apparition de failles (sur le plan géographique ou sectoriel) dans les réglementations. Enfin, il importe qu'il soit cohérent pour que tous les éléments du dispositif réglementaire et de surveillance visent les mêmes objectifs stratégiques.

D'importants progrès ont été accomplis ces dernières années. Sur un plan général, les autorités de contrôle bancaire du Groupe des Dix ont introduit des

normes minimales communes de fonds propres ainsi que des principes communs pour la surveillance des banques ayant des activités transfrontières. Dans le cadre du marché unique européen, une série de directives ont été élaborées instituant l'application de normes minimales au fonctionnement des banques et à la surveillance bancaire dans toute l'Union européenne.

Ces efforts doivent toutefois être intensifiés. En dehors des questions concernant la constitution de provisions en regard de risques autres que le risque de crédit (risque de marché, par exemple), il incombe de résoudre le problème épineux consistant à assurer un traitement identique aux différentes catégories d'institutions financières (et, en fait, leur comparabilité avec les établissements non financiers). Le rayon d'action des intermédiaires financiers ne cesse de s'étendre au-delà des frontières et, sur le plan opérationnel, entre les divers secteurs d'activité. Pourtant, réglementation et surveillance restent organisées par pays et par secteur. Les problèmes engendrés par cette absence d'homogénéité constituent l'une des principales tâches qui se pose aux responsables du contrôle de l'activité financière pour la fin de cette décennie. Elle est d'une importance capitale, cependant, pour assurer la stabilité des marchés des capitaux.

L'autre menace potentielle pour la stabilité du système financier international réside dans la possibilité de dysfonctionnement des mécanismes de compensation et de règlement. Le Rapport annuel de la BRI de 1994 précisait que « les systèmes de paiement et de règlement sont à l'activité économique ce que les routes sont à la circulation, à savoir des infrastructures nécessaires dont on oublie l'existence jusqu'au jour où se produit un encombrement ou un carambolage ». Reprenant cette analogie, il convient de noter que le volume du trafic sur « l'autoroute des règlements » s'est accru de manière considérable au cours des deux dernières décennies. Ainsi, la valeur des transferts de fonds interbancaires, qui représentait moins de 20 fois le PNB dans les grands pays industriels en 1970, était passée en 1990 à plus de 50 fois en Allemagne, 75 fois aux Etats-Unis et 120 fois au Japon⁴. De ce fait, l'éventualité de telles perturbations, en cas de défaillance, augmente en proportion. En outre, comme les paiements transfrontières ont connu une expansion encore plus rapide que les paiements nationaux, la dimension internationale de cette question ne cesse de s'accroître.

Il y a vingt ans, la faillite de la Banque Herstatt, établissement allemand de dimension moyenne, causa d'énormes retards et pertes dans le règlement d'opérations de change et faillit même déclencher une grave crise financière internationale. Depuis, en dépit des nombreuses améliorations apportées aux systèmes nationaux de compensation et de règlement, toutes les précautions

⁴ Ce montant sous-estime la valeur totale des flux de paiements, étant donné qu'il ne fait pas intervenir les règlements entre comptes détenus auprès de la même banque ni les transferts de fonds résultant d'opérations sur titres et instruments dérivés effectués dans des sous-systèmes séparés.

nécessaires pour prévenir la répétition de pareille mésaventure n'ont toujours pas été prises. Or, avec l'expansion extraordinaire des règlements sur les marchés des changes entre institutions financières du monde entier, un problème du même ordre que la crise Herstatt survenant en 1994 serait de nature à causer des dommages encore plus sérieux au système financier international.

Là encore, des initiatives sont entreprises pour renforcer la résistance du système. L'une d'elles concerne l'introduction de système de « règlement brut en temps réel ». En bref, cela consiste à régler les transactions de manière définitive (c'est-à-dire par mouvements d'écritures dans les livres de la banque centrale) au moment même de leur enregistrement. On supprime ainsi tout décalage entre l'instant où le donneur d'une instruction de paiement se sépare de ses fonds et celui où le bénéficiaire final en reçoit la valeur. Le règlement brut en temps réel est devenu technologiquement et économiquement réalisable grâce aux progrès de l'informatique. La plupart des pays sont en train d'adopter ce mode de règlement dans leurs systèmes nationaux, encouragés en cela par leur banque centrale.

L'autre initiative porte sur l'extension et la consolidation des systèmes de compensation. Ces systèmes permettent de compenser des créances et engagements entre agents économiques en les ramenant à un montant net beaucoup moins élevé. Cette opération se traduit par une réduction considérable des risques de crédit, ce qui, à son tour, atténue le danger qu'une institution financière soit contrainte à la faillite par suite de la défaillance d'une contrepartie. En l'absence de compensation, la défaillance d'une institution se traduirait par le gel de la valeur brute de ses engagements envers les contreparties, dans l'attente du règlement de la faillite, et par des implications proportionnellement plus grandes pour les créanciers concernés.

Malgré les efforts importants mis en oeuvre pour renforcer les systèmes de paiement, la tâche n'est pas terminée ; des travaux complémentaires doivent ainsi être entrepris pour que les systèmes de compensation soient dotés partout de bases juridiquement solides. Il reste, en particulier, à mettre en place des mécanismes agréés en commun à l'échelle internationale afin d'éliminer définitivement le « risque Herstatt ». Là encore, il s'agit d'un domaine dans lequel une coopération internationale est indispensable pour accroître la résistance du système financier international.

Implications et conclusions

Les principaux points qui viennent d'être développés peuvent se résumer de manière assez simple. *Premièrement*, le système monétaire international actuel est fondé sur le libre fonctionnement des forces des marchés, tant financiers que réels. *Deuxièmement*, cette base ne peut-être considérée comme satisfaisante pour l'économie dans son ensemble que si les marchés fonctionnent de

manière efficace. *Troisièmement*, les conditions de cette efficacité sont l'absence de restrictions, la stabilité des politiques menées par les gouvernements et les banques centrales et la solidité des fondements du marché. *Quatrièmement*, pour conduire des politiques macroéconomiques stables, il faut au moins une situation budgétaire saine et une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. *Cinquièmement*, dans les domaines de la surveillance du système financier et du suivi des systèmes de paiement, l'infrastructure du marché doit être particulièrement résistante aux chocs. *Sixièmement*, et cet aspect est capital, la coopération internationale a un rôle important à jouer pour garantir l'efficacité des marchés dans un monde financier de plus en plus intégré et interdépendant.

Il convient de préciser un dernier point. Etant donné que, dans une large mesure, la responsabilité du bon fonctionnement du système de change, du processus d'ajustement et de la création de liquidité est passée des gouvernements aux marchés, une place plus grande doit être tenue par les organes officiels qui assurent la régulation et la gestion des marchés. Dans la plupart des pays, ce rôle est joué par les banques centrales. Celles des principaux pays industriels ont déjà mis en place les mécanismes permettant d'assumer cette fonction dans le cadre des réunions traditionnelles des gouverneurs du Groupe des Dix qui se tiennent chaque mois à Bâle. En outre, elles ont constitué, à un niveau de haute responsabilité, un réseau de sous-comités qui examinent les questions liées notamment au contrôle bancaire, aux systèmes de paiement et de règlement et au suivi des marchés. Ces comités ont toujours fourni des contributions déterminantes et des solutions pratiques à ces questions.

Ce cadre de coopération est unique dans la sphère économique et financière internationale en ce sens qu'il allie à la fois le *haut niveau de compétence* des participants (les réunions se font généralement au niveau de ceux qui ont la responsabilité directe des décisions), la *fréquence* et le *caractère informel* des contacts (les gouverneurs se réunissent chaque mois et les sous-comités également de façon régulière) et la *confidentialité* des discussions.

J'estime que ce cadre de coopération monétaire internationale a fait ses preuves et qu'il convient d'en préserver l'essentiel. Certes, des adaptations devront être effectuées le moment venu. Il importe, par exemple, de trouver une approche satisfaisante pour que les banques centrales non membres du Groupe des Dix puissent avoir la place qui leur revient dans le processus de prise de décision et de mise en application dans les domaines concernant les marchés des capitaux. Cela sera d'autant plus nécessaire que la dimension des centres financiers des nouveaux marchés émergents ne cesse de croître. Il convient également de s'employer à préciser les responsabilités des pays dans la coordination des politiques macroéconomiques. L'accord sur les objectifs d'assainissement budgétaire et de stabilité des prix constitue un point de départ important. Ce qui apparaît moins clairement, c'est la façon dont les pays

devraient répondre aux chocs et à l'instabilité des cours de change. Ces questions, ainsi que celles qui concernent la consolidation des fondements du marché, fourniront un ordre du jour bien rempli à la communauté financière internationale pour les prochaines années.