

Réforme de l'architecture financière internationale

Les 28 et 29 mai s'est tenue au FMI une conférence organisée par son Département des études et consacrée aux principaux aspects de la réforme du système monétaire et financier international. L'objectif de la réunion était double : élargir le débat sur l'architecture financière internationale pour y inclure la réforme dans son ensemble et pour permettre à des experts, notamment du monde universitaire, de contribuer à un débat auquel ils ne participent pas d'ordinaire.

Alexander Swoboda

COMME LES APPORTS récents de capitaux aux économies de marché émergentes, l'intérêt pour la réforme du système monétaire et financier international présente un flux et un reflux. Il atteint son point culminant au moment des crises, puis son creux lorsque le calme revient — temporairement. À cet égard, la conférence de Bretton Woods de 1944, qui a posé les fondations du système de l'après-guerre, a été l'une des rares exceptions. Le vif regain d'intérêt pour la réforme que nous constatons actuellement n'est pas surprenant étant donné la série de crises qui a commencé avec celle du mécanisme européen de taux de change en 1992-93, puis s'est poursuivie avec la « crise tequila » de 1995 et, deux ans après, les crises asiatique et russe, puis celle du fonds

d'arbitrage Long-Term Capital Management et, enfin, la crise brésilienne.

Les grandes lignes du programme de « renforcement de l'architecture du système financier international » — pour employer le jargon par lequel les initiés désignent la réforme du système — ne soulèvent pas de questions nouvelles. Il n'y a rien de surprenant à cela si l'on sait que les objectifs du système restent les mêmes : accroître l'efficacité du commerce de biens et de services; garantir la stabilité du système et faciliter une répartition du revenu et de la richesse qui soit équitable et acceptable au point de vue social. Les questions qui se posent dans ce contexte restent elles aussi identiques. Par exemple, comment répartir la charge de l'ajustement? À quel rythme doit-il avoir

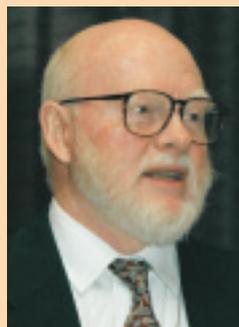
Les participants à la conférence...



M. Peter B. Kenen
Université de Princeton



M. Jacob A. Frenkel
Gouverneur, Banque d'Israël



M. Ronald I. McKinnon
Université Stanford



M^{me} Sylvia Ostry
Université de Toronto



lieu et, par conséquent, quelle doit être l'ampleur de son financement? Quel ancrage faut-il donner au système monétaire international?

Ces questions reviennent périodiquement, mais leurs formes varient en fonction des circonstances. Il s'agit, tout particulièrement, de la révolution dans les télécommunications et l'information qui a rendu possible l'intégration des marchés de capitaux, la mobilité du capital et la libéralisation financière au plan intérieur aussi bien qu'international.

Atténuer l'instabilité

La conférence avait pour objectif l'examen des orientations et des réactions institutionnelles qui s'imposent aujourd'hui dans un contexte de mobilité intérieure et internationale croissante des capitaux. La première journée a été consacrée à l'atténuation de l'instabilité dans un tel contexte, qui est celui, pour utiliser un autre mot à la mode, de la mondialisation financière.

L'instabilité s'est manifestée diversement dans les années 90. Les taux de change entre les principales monnaies — en particulier, le dollar, le yen, le deutsche mark et plus récemment l'euro — ont accusé une grande instabilité à court terme et de fortes variations à moyen terme. Ce comportement a suscité des préoccupations en raison de ses effets éventuels sur les économies avancées, mais aussi et peut-être avant tout sur les pays tiers, en particulier les économies de marché émergentes — c'est-à-dire les pays en développement ou en transition et les nouvelles économies industrielles. En outre, les flux de capitaux, et surtout les apports aux économies de marché émergentes, ont présenté une instabilité particulièrement grande, les phases d'afflux de capitaux étant suivies de brusques reflux tout aussi accusés.

Certes, la forte instabilité des taux de change et le reflux abrupt de capitaux ne sont pas nouveaux, et les crises des années 90 rappellent à de nombreux égards celles qui les ont précédées, en particulier la crise de la dette des années 80. Il existe néanmoins des différences importantes. On peut mentionner le rôle grandissant des flux de capitaux privés et en particulier la diversification des émetteurs et détenteurs de créances sur les économies de marché émergentes; l'accentuation de l'effet de contagion; les faiblesses des systèmes financiers qui les exposent particulièrement aux crises de li-

quidités; et des montages financiers publics de très grande envergure qui n'ont pas permis d'éviter des ajustements du compte des transactions courantes ni des pertes de production d'une ampleur extraordinaire.

Questions clés

Cette instabilité dans tous ses états conduit à s'interroger sur les formes que doit prendre le système monétaire et financier international. Plusieurs questions nous paraissent mériter une attention particulière.

Il s'agit, en premier lieu, de l'évolution des régimes de taux de change des pays industrialisés aussi bien qu'en développement. Il est fort probable qu'au cours des toutes prochaines années, les taux de change des grandes monnaies — le dollar, le yen et l'euro — continueront à présenter une assez grande instabilité ainsi que de fortes variations à moyen terme, à moins que des initiatives d'envergure ne parviennent à les stabiliser. Or, de telles initiatives sont improbables dans un avenir proche et elles pourraient d'ailleurs être inopportunes, même si quelques mesures pourraient être prises pour limiter les mésajustements de taux de change les plus extrêmes. Les fluctuations des grandes monnaies ont toutefois de graves conséquences pour les pays tiers — économies de marché émergentes en particulier — et elles compliquent le choix du régime de taux de change. Selon ce qu'on pourrait appeler la nouvelle pensée unique, qui se fonde en particulier sur la forte mobilité des capitaux, les choix des pays se porteront de plus en plus aux deux extrémités d'une gamme allant du flottement pur (non assisté) à l'arrimage dur, comme en témoignent les caisses d'émission ou même la dollarisation. Il vaut la peine de se demander si ces deux options peuvent satisfaire tous les besoins, eu égard, en particulier, à l'importance du taux de change pour les économies ouvertes de taille petite ou moyenne qui, pour diverses raisons, ne veulent pas choisir l'arrimage dur, mais qui manquent des institutions nécessaires pour assurer le bon fonctionnement d'un régime de flottement pur.

En second lieu, il est indispensable pour éviter les crises de mieux comprendre les causes de l'évolution en dents de scie des apports de capitaux aux économies de marché émergentes. On s'est beaucoup intéressé aux échecs des politiques économiques et aux faiblesses structurelles, notamment fi-



M. Montek Singh Ahluwalia
Université Stanford



M. Guillermo Ortiz Martinez
Gouverneur, Banque du
Mexique



M. David Lipton
Carnegie Endowment
for International Peace



M. Takatoshi Ito
Université Hitotsubashi

Réforme du système monétaire et financier international

28 et 29 mai 1999

Exposés liminaires

Michel Camdessus, Directeur général du FMI

Jacob A. Frenkel, Gouverneur de la Banque d'Israël

Thèmes des communications

Benoît Coeuré et Jean Pisani-Ferry, Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie de la France : Régimes de taux de change des grandes monnaies

Michael Mussa, Alexander Swoboda, Jeromin Zettelmeyer et Olivier Jeanne, FMI : Modérer les fluctuations des apports de capitaux aux économies de marché émergentes

Guillermo Calvo et Carmen Reinhart, université du Maryland : Concilier ajustement et financement

Barry Eichengreen, université de Californie, Berkeley : Faire participer le secteur privé à la prévention et à la résolution des crises

David Lipton, Carnegie Endowment for International Peace : Le rôle financier du FMI

Takatoshi Ito, université Hitotsubashi, Japon : Le rôle des conseils du FMI

Conclusions

Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI



plus conformes au marché. Enfin, à partir du moment où la crise arrive et où les cessations de paiement menacent, les mesures palliatives, qu'il s'agisse de financement officiels d'urgence, de sursis de paiement ou de restructurations forcées de dettes, sont particulièrement controversées.

En quatrième lieu, les comptes des transactions courantes ont fait l'objet pendant les crises récentes des ajustement massifs susmentionnés, bien qu'une aide financière internationale était disponible sur une échelle sans précédent. Ceci nous amène à nous demander comment l'on pourrait «lisser» davantage l'ajustement, c'est-à-dire mieux concilier l'ajustement et le financement, et à nous interroger sur la répartition de la charge financière entre les secteurs officiel et privé, qui est l'un des thèmes du débat sur l'implication du secteur privé dans la prévention et la solution des crises.

nancières, de ces pays et il est certain que ces dernières ont compté dans les crises récentes. Cependant, l'évolution des marges applicables à la dette des économies de marché émergentes et le fait que les crises des années 90, à la différence de la crise de la dette des années 80, n'ont pas été précédées de bouleversements économiques mondiaux éprouvant aussi les pays industrialisés montrent que les dysfonctionnements du système financier international relatifs aux économies de marché émergentes pourraient être parmi les causes profondes des remous récents. Lorsqu'on définit les mesures destinées à renforcer le système monétaire et financier international, il est indispensable d'analyser ces aspects systémiques de la crise et le rôle des incitations inadaptées — qu'il s'agisse de l'aléa moral sous ses diverses formes, de ratios de capital inappropriés ou d'une dynamique de marché perverse — à l'égard des prêteurs aussi bien que des emprunteurs.

En troisième lieu, quelles mesures doivent être prises pour faire face à l'instabilité des flux de capitaux? Les points de vue, très contrastés, opposent deux camps : ceux qui pensent qu'il faut laisser aux marchés toute latitude pour discipliner aussi bien les politiques nationales que les agents économiques privés, et ceux qui préconisent une stricte réglementation des mouvements de capitaux. Cet antagonisme a l'attrait de la logique, mais il pêche par un manque de réalisme politique caractérisé. Dans la pratique, le débat porte sur un certain nombre de points précis. Il s'agit d'améliorations ayant fait l'objet d'un consensus et portant, par exemple, sur la transparence, les normes et les codes de conduite qui rassemblent les pratiques optimales dans des domaines aussi divers que la comptabilité ou le contrôle bancaire. Bien que ces mesures soient adoptées généralement d'un commun accord, leur application impose des choix difficiles, et ce sont vraiment les petits détails qui font les grandes difficultés. D'autres mesures, dont le contrôle des mouvements de capitaux, soulèvent plus de polémiques bien qu'elles soient

Le rôle du FMI

Ces quatre questions connexes figurent parmi celles qu'ont traitées les auteurs des quatre exposés présentés le premier jour de la conférence et résumés dans le présent numéro. La cinquième question, qui a été abordée durant les deux séances suivantes, est celle du rôle du FMI dans un système monétaire et financier international en évolution, et plus précisément son rôle en tant que source de financements et que conseiller. Les conseils qu'il a donnés pendant la crise asiatique, dont M. Takatoshi a traité dans son exposé, ont suscité beaucoup de critiques et un débat animé. L'important n'est pas ce que l'on en pense, mais ce que nous avons appris et que nous pourrions appliquer dans les trois domaines sur lesquels portent les conseils du FMI — politiques macroéconomiques (monétaires et budgétaires), régimes de taux de change, champ et calendrier de la conditionnalité étant donné les aspects structurels de l'économie considérée. Des questions tout aussi importantes ont trait à l'ampleur et aux modalités des financements du FMI. Par exemple, doit-il, comme M. David Lipton le préconise dans son exposé, plafonner de nouveau strictement ses prêts ordinaires à la balance des paiements tout en créant un nouveau fonds fiduciaire qui jouerait — mais seulement en cas de crise systémique — le rôle de prêteur en dernier ressort?

L'important, c'est de veiller à ce que la décrue actuelle de la crise financière internationale n'entraîne pas un relâchement de l'effort déployé pour résoudre ces problèmes. Il est indispensable de renforcer le système dès maintenant, car il n'y a que deux choses dont nous puissions être assurés : les crises réapparaîtront, et la prochaine sera différente à certains égards de la précédente — et elle aussi sera inattendue. **F&D**

Les actes de la conférence seront publiés par le FMI dans le courant de l'année.