

*Michel Aglietta*

## LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL : À LA RECHERCHE DE NOUVEAUX PRINCIPES

**A**border les perspectives du système monétaire international (SMI) n'est pas sans risque pour au moins trois raisons. Premièrement, il n'est pas, dans le domaine de l'économie monétaire internationale, de support théorique sûr qui soit, à la fois, solide et largement accepté. Deuxièmement, le processus de globalisation financière est trop récent pour permettre une évaluation précise des problèmes concernés, s'agissant de la régulation macroéconomique internationale. Troisièmement, on peut se voir accusé d'être naïf lorsque, soit l'on fait rituellement appel à la coordination intergouvernementale, soit l'on conçoit des plans pour une réforme du système monétaire international.

C'est la nature même de l'argent qui est à l'origine des difficultés conceptuelles et pratiques rencontrées par les études sur les questions monétaires internationales. Etant le lien social le plus élémentaire et le plus vital, l'argent joue un rôle crucial de cohésion dans le système économique. Néanmoins, l'argent est également politiquement déterminé : il peut être soit source de rivalités, soit vecteur de paix dans l'ordre politique. Dans la sphère des relations monétaires internationales, des lois jadis mutuellement acceptées, peuvent être refusées parce que devenues injustes ou inefficaces.

Le SMI fournit le niveau de régulation le plus élevé dans l'économie mondiale, mais, en même temps, les mécanismes les plus vulnérables au changement. Il n'existe pas de chef d'orchestre dans le concert des nations pour éliminer les conflits nés d'interactions stratégiques. Il n'existe pas de souveraineté supranationale pour garantir la confiance accordée à une monnaie largement utilisée par les étrangers. Le 20ème siècle fut témoin de la chute de l'étalon or, ce qui implicitement était un ordre monétaire et de la montée en puissance de la nationalisation de la monnaie. Depuis la Première Guerre Mondiale, les devises nationales ont été assujetties à des objectifs politiques. La régulation monétaire internationale est devenue problématique. Les pères fondateurs de Bretton Woods étaient visionnaires dans leur volonté de concevoir un système à la fois symétrique dans ses obligations et coopératif, à travers

la création d'une nouvelle institution internationale, le FMI. Ils ne pouvaient pas empêcher, cependant, que le système devienne hégémonique et légitimé, non pas par ses vertus intrinsèques, mais par la Guerre Froide. Le système de Bretton Woods, à l'instar de ce qu'il advient, à un certain point, de tout système à leader unique, fut mis sous pression lorsque le gouvernement des Etats Unis exploita sa position dominante pour esquiver les graves décisions intérieures réclamées vers la fin des années 60. A partir de là, les perturbations monétaires internationales ont été récurrentes. Elles n'ont pas pour autant dégénéré comme dans les années 30 ; au contraire, les liens financiers privés se sont développés à un rythme surprenant. Il est important de comprendre ces caractéristiques avant de se poser des questions sur le développement du SMI vers des co-responsabilités multilatérales, annonçant la promesse d'un nouvel ordre monétaire.

Dans les pages suivantes, je prends le risque de proposer un raisonnement qui aboutit à trois conclusions principales :

*D'abord, le laissez faire n'est pas viable en macro-économie.* Une action collective est nécessaire. Il ne s'agit pas non plus de trouver un système optimal. En revanche, ce qui est en jeu est le développement et le maintien d'un régime monétaire viable qui soit capable d'offrir les services d'une monnaie internationale comme un bien public. Une analyse théorique considérera les critères d'un SMI viable et les principes d'organisation qui en découlent.

*Ensuite, l'expérience de concertation ad hoc déployée depuis 1985 n'a pas donné satisfaction.* Des interventions épisodiques ont résolu quelques crises de change. Néanmoins, elles ont été trop ponctuelles pour pouvoir coordonner les attentes du marché. Les taux de change sont restés très instables. La mobilité du capital a amplifié les dissensions entre les politiques économiques. De nouvelles puissances économiques ont des politiques de taux de change avec des conséquences systémiques. Néanmoins, ces nouveaux pays industriels sont exclus des débats macro-économiques dont le forum, le G7, est de moins en moins en mesure d'accomplir une tâche de réglementation globale.

*Finalement, des principes communs doivent être réaffirmés.* Ils ne proviendront pas d'une réforme explicite et formelle, mais plutôt de tendances institutionnelles déjà manifestes. Le premier principe est celui de l'indépendance de la banque centrale, qui inverse l'assujettissement de la monnaie à la politique. Le deuxième principe est celui de la surveillance mutuelle qui doit être mise en oeuvre par le F.M.I. regagnant ainsi un rôle monétaire décisif et qui implique que les nouveaux pouvoirs en émergence aient leur mot à dire dans les affaires de politique monétaire internationale.

*I. Théorie : besoin et caractéristiques de l'action collective*

Il existe plusieurs bonnes raisons contre le laissez faire en macro-économie. Elles ne doivent pas toutes être attribuées aux échecs du marché. Il existe aussi quelques échecs de coordination intergouvernementale et des incapacités à admettre que le SMI fournit un bien public, dont le succès est amoindri si les participants se plaisent à jouer cavalier seul.

Le mauvais fonctionnement des marchés financiers non réglementés est dû à des problèmes d'incertitude endogène, en total contraste avec la diversification des risques exogènes. L'incertitude déclenche des comportements collectifs perturbateurs, conduisant à des inefficacités variées et sérieuses : des équilibres multiples, une dynamique spéculative dans les marchés des actifs (volatilité plus élevée et distorsion des prix relatifs), sous-évaluation du risque, surendettement et changement rapide des marchés du crédit (bascullement d'un régime d'offre de crédit très accommodant vers un rationnement aigu du crédit).

Lorsque les gouvernements bénéficient d'amples facilités de financement et négligent toute loi ou principe commun pour limiter l'étendue de leurs politiques discrétionnaires, ils finissent à un moment donné par appliquer des politiques discordantes, voire même contradictoires. Ces dissensions sont perçues par les opérateurs privés sur les marchés libres (banques d'affaires, fonds communs de placements, maisons de titres). Ces derniers influencent les attentes du marché de par leurs relations avec les grands investisseurs institutionnels. Par conséquent, des politiques antagonistes alimentent de nouveaux points de vue à l'égard de l'évolution future des taux de change, points de vue qui entrent en conflit avec les opinions conventionnelles existantes. Des attentes hétérogènes peuvent occasionner une dynamique imprévisible : volatilité élevée des taux de change courants soumis à des opinions contraires sur l'évolution des taux de change futurs, basculement d'un modèle stable des taux vers une bulle spéculative, ou une dérive auto-alimentée conduisant à un affaiblissement de la crédibilité des annonces gouvernementales ; attaques spéculatives déclenchant des crises de change, lorsque une forte contagion mimétique change brutalement le schéma d'anticipations dominant les marchés.

L'interaction des échecs intergouvernementaux et de ceux du marché a des effets pervers. Des marchés instables conduisent à des taux de change réels déséquilibrés, ayant des conséquences macro-économiques pour les pays concernés. Des réactions politiques non coopératives à l'égard des distorsions des taux de change entraînent des dévaluations ou réévaluations concurrentielles, selon la perturbation que l'on craint le plus. A son tour, la perception du marché à l'égard des réactions politiques controversées aggrave l'instabilité des taux de change, car la cohérence des objectifs affichés par les autorités est sujette à caution.

Des externalités en macro-économie internationale entraînent des maux publics. Elles nient le caractère de bien public du SMI, dont la logique est précisément d'empêcher les équilibres inefficaces et de contrecarrer les dynamiques déstabilisatrices. Le SMI ne peut pas justifier sa raison d'être, si les gouvernements ne sont pas convaincus que la stabilité monétaire internationale mérite d'être recherchée, pour elle-même. Le fait de rejoindre un régime monétaire international et d'oeuvrer pour le maintien de son existence est un objectif en soi pour les autorités responsables des devises les plus communément utilisées. Elles devraient reconnaître les avantages d'un régime monétaire viable, ainsi que le besoin d'une action collective pour l'atteindre.

### *1.1 Organisation du système et action collective*

Même s'il s'agit d'une approche nouvelle et non orthodoxe en économie monétaire internationale, un système monétaire est mieux compris en tant que réseau. Cela s'explique par le fait que la fonction première et principale de la monnaie est d'acheminer et réguler les flux de paiements. L'économie de réseaux a été développée pour traiter l'organisation des flux. Elle offre un lien entre la micro-économie des flux (information, marchandises, paiements) et la macro-économie des institutions régulatrices. Ce lien est ce que la théorie traditionnelle de l'équilibre ne peut faire, dès lors que les marchés sont incomplets et handicapés par une information imparfaite. Dans de telles circonstances, qui sont représentatives de la réalité du monde, les marchés ne sont pas auto-régulés, et il n'existe pas d'équilibre général unique qui fournisse le fondement de l'agrégation des comportements micro-économiques en utilisant l'expédient de l'agent représentatif. Lorsque les marchés sont imparfaits, les institutions non marchandes sont indispensables au fonctionnement des marchés. L'enchevêtrement entre marchés et institutions est l'essence des systèmes économiques. Cela ne peut se comprendre comme un problème d'agrégation, mais plutôt de médiation.

Jusqu'à présent, la théorie des réseaux a été appliquée à l'économie industrielle, aux télécommunications, aux transports, à l'activité bancaire et à d'autres activités similaires. Son principal atout est de signaler les tensions endogènes qui assujettissent les soi-disant monopoles naturels à la déréglementation, tout en montrant pourquoi la déréglementation ne peut pas être complète. La théorie des réseaux met en évidence accentue le besoin des médiations pour le bon fonctionnement des systèmes. Il est pertinent d'étendre la théorie des réseaux aux questions monétaires. Cela éclaire le problème de base de l'économie monétaire internationale : puisqu'il existe des avantages croissants dans l'utilisation d'une monnaie internationale, pourquoi ne serait-elle pas unique? S'il existe des contraintes institutionnelles et des habitats plus largement préférés qui expliquent la séparation des systèmes de paiement nationaux, pourquoi chaque monnaie nationale n'est-elle pas devenue une devise internationale?

Comment les tendances opposées de centralisation et de la décentralisation opérant, dans le SMI, se combinent-elles dans un régime monétaire international qui, même fragile, est stable pendant un certain temps ?

Un réseau est constitué de trois parties : son infrastructure, son infostructure, ses services à l'utilisateur final. La qualité d'une monnaie internationale est enracinée dans son infrastructure. Elle dépend de la liquidité et de l'ouverture de ses marchés financiers : profondeur, résilience, rotation élevée des marchés de gros, confiance dans la surface financière des contrepartistes, normes de réglementation prudentielle. Pour une qualité donnée, mesurée et fondée sur de nombreux critères, les coûts diminuent en fonction de la taille des marchés. Par conséquent, le développement des infrastructures, en faveur d'une devise clé, est poussé par une concentration des fonctions véhiculaires de la monnaie. Cependant, la qualité d'une devise internationale dépend également de son infostructure, c'est à dire des conditions politiques de régulation et de contrôle : les opinions du marché sur les politiques économiques futures, le degré de fermeté des règles de change et les attitudes envers la mobilité des capitaux. Finalement, les services au détail destinés aux utilisateurs finaux sont personnalisés. Ils se différencient selon les fonctions de facturation, couverture, détention d'actifs, etc. La nature même de ces services fait appel à la décentralisation et à la concurrence, car les coûts fixes sont moindres et la diversité des produits est plus importante pour les utilisateurs finaux. L'infostructure est la partie sensible du réseau. Elle reçoit les demandes contradictoires de concentration et de diversification et doit avoir une cohérence systémique. Non seulement la concurrence entre les devises dans l'infostructure du SMI se voit renforcée à cause des coûts politiques des paiements compensateurs, qui augmentent rapidement dans la mesure où un grand nombre de nations souveraines se trouvent sous l'égide d'une devise clé, mais également, elle est confortée par les croyances du marché qui affectent de manière décisive les attentes à l'égard des politiques gouvernementales. Les croyances de marché sont animées par un paradigme libéral qui postule que les devises possèdent des valeurs intrinsèques révélées par la concurrence. Puisque les croyances du marché ne soutiennent pas l'idée d'une devise universelle, la régulation monétaire internationale ne peut pas être efficace si elle ne correspond pas à ces croyances.

Le résultat le plus fondamental de la théorie des réseaux est la nécessité d'une action collective comme moyen de surmonter les dynamiques divergentes d'infrastructure, infostructure et services finaux. Des systèmes monétaires internationaux viables sont potentiellement divers, car ils sont des compromis organisationnels qui changent avec le temps, selon l'équilibre entre les forces mentionnées précédemment. Le système de Bretton Woods avait une infrastructure hautement centralisée, puisque le dollar était la devise unique véhiculaire dans les marchés de gros. Son infostructure était placée sous l'égide de la

politique monétaire américaine, dont l'influence était amortie par des contrôles de capitaux effectués par d'autres pays. Le système actuel est un réseau dégénéré, le dollar occupant une place prédominante sur les marchés de gros, avec une infrastructure instable : le dollar, le yen et le DM étant utilisés sans partage clair des obligations et des responsabilités. Cette configuration confuse d'une mauvaise régulation de la concurrence est illustrée par le deuxième diagramme de la Figure 1, au moyen de rayons superposés caractérisant l'étendue de la substitution de devises qui couvrent potentiellement toutes les transactions internationales. Un véritable système polycentrique, fondé sur le principe de la symétrie, est dessiné dans le troisième diagramme. L'infrastructure trace soigneusement les zones de devises où sont régulées, par devises régionales clés, les transactions internationales. Le régime monétaire international est la combinaison de principes acceptés et de règles formelles qui structurent une action collective entre les autorités responsables des devises régionales clés.

### *1.2 Les caractéristiques des régimes monétaires viables*

L'application de la théorie des réseaux au SMI évite les ambiguïtés du triangle de possibilités de Mundell, en ce qui concerne la taxonomie de régimes internationaux viables. Dans l'analyse de Mundell, un régime monétaire international est la combinaison de trois critères : le degré de fermeté de la règle de change (des taux de change flexibles vers des taux complètement fixes), le degré de mobilité des capitaux (de zéro à l'infini), le poids des objectifs externes dans la fonction d'utilité publique (d'objectifs purement internes vers une politique monétaire commune). Puisque les critères ne sont pas indépendants, les combinaisons pertinentes sont caractérisées par un triangle équilatéral (Figure 2). Le triangle embrasse tous les régimes viables, c'est à dire tous les régimes qui ne sont pas assujettis au théorème de l'impossibilité. L'énoncé du théorème est qu'il est impossible de combiner ensemble des taux de change complètement fixes, une mobilité de capitaux parfaite et des politiques monétaires ayant des objectifs purement internes. Néanmoins, la restriction est minimale. Si le théorème de Mundell était vrai, chaque pays pourrait choisir n'importe quel point du triangle. Un régime international ne serait qu'une collection de points choisis par des pays individuellement. Mais, cette méthode n'est pas suffisamment précise pour être déterminée. Elle permet beaucoup trop de niveaux de liberté et trop d'hypothèses implicites pour les absorber. Lorsqu'elles sont rendues explicites, le moins que l'on puisse dire est qu'elles deviennent discutables. Si l'on considère le choix d'un gouvernement représenté par un point quelconque du triangle, celui-ci donne un taux de change d'équilibre même s'il est flexible, puisque tous les régimes sont supposés être des équilibres. Pour admettre une telle identification, on doit supposer que les anticipations des marchés sont en accord avec les choix des gouvernements.

Nous avons suffisamment de preuves pour savoir que cette hypothèse est fautive. Des choix indépendants faits par des gouvernements sont souvent perçus comme incompatibles par le secteur privé et induisent des taux de change instables. Ce qui est plus important encore, l'hypothèse de choix indépendants effectués par des gouvernements, maximisant leur propre fonction d'utilité, fait l'impasse sur le caractère essentiel d'un régime international : son statut de bien public. La conservation d'un régime est un objectif en soi, qui ne peut pas être identifié à la maximisation du bien-être des pays individuellement. Étant donné les fortes externalités dans les relations internationales et les relations stratégiques entre gouvernements, un régime international fournit des avantages communs qui méritent d'être préservés. Mais, cela signifie que des principes d'action collective, une infrastructure internationale dans le langage de la théorie des réseaux, doivent être construits et préservés.

La théorie des réseaux nous apprend que les régimes internationaux sont des compromis. Un bon compromis dans l'infrastructure est un compromis capable d'accommoder des changements dans l'infrastructure, sans perturber ses propres mécanismes de régulation et de contrôle. Pour remplir ces conditions, un bon compromis doit pondérer deux critères. D'une part, les actions des gouvernements doivent être prévisibles pour le secteur privé. D'autre part, les actions des gouvernements doivent apporter des ajustements flexibles pour corriger des divergences réelles entre pays. La prévisibilité et la flexibilité sont les attributs d'un régime international viable. Toutes deux sont affectées par les principes de l'action collective qui structurent le régime international.

Les principes d'action collective sont tirés de la logique de l'action. Les deux attributs pertinents dans l'analyse des actions mutuelles des gouvernements sont : la symétrie et la co-responsabilité. Le degré de symétrie détermine le partage des obligations nécessaire pour préserver le régime. Le degré de co-responsabilité détermine le degré d'influence des accords internationaux sur la formation des politiques économiques. Le Tableau 1 montre la répartition des régimes idéaux et historiques selon la combinaison des deux principes d'action.

Chaque type de régime possède son modèle de régulation selon le poids qu'il accorde à la symétrie et à la co-responsabilité. En présence de la symétrie, les gouvernements ont des obligations différentes. S'ils acceptent de subir un ajustement automatique, la mise en vigueur d'une règle stricte de taux de change est possible. Les variables intérieures supportent le poids de l'ajustement. En présence de taux de change flexibles, le taux de change ajuste et détermine à posteriori le vrai partage des obligations. Lorsque la hiérarchie est imposée, les obligations des gouvernements sont qualitativement différentes. Le pays à devise clé assume l'obligation de fournir des liquidités internationales et de déterminer la masse monétaire globale dans une règle de taux de change fixes. Les autres pays assument l'obligation de s'ajuster à la règle de taux de change qui peut être modulée selon un niveau acceptable de co-responsabilité.

Tableau 1  
*Comparaison des arrangements monétaires internationaux  
selon les principes d'action collective*

Partage des obligations Conduite Gouvernementale	Symétrie complète	Asymétrie intermédiaire	Forte Hiérarchie
Automatisme	Etalon Or idéal	Etalon historique Or et Sterling	Zone Deutsche mark
Co-responsabilité intermédiaire	Taux de change flexibles à l'intérieur des zones cible	Bretton Woods (1958-71) SME (1983-89) Accord Tripartite (1936-39)	Bretton Woods (1947-58)
Discrétion	Taux de change purs flexibles	Taux de change flottants avec prédominance du dollar (1973-85)	Dollar canadien flottant contre dollar Etats-Unis (1950-62)

Plus les politiques nationales sont discrétionnaires, plus les taux de change seront flexibles, ou moins les flux de capitaux seront mobiles.

On peut observer dans le tableau 1 que les régimes historiques se trouvent essentiellement au milieu du tableau. Ce qui n'est pas un hasard. Rappelons qu'un régime viable est un régime qui doit être dynamiquement stable, par conséquent, susceptible d'être préservé dans le temps. Les régulations effectuées par les différents types de régimes doivent être comparées selon les critères de viabilité, prévisibilité et flexibilité. Les diagrammes de la Figure 3 montrent la relation entre les principes de l'action collective, les règles de taux de change et les critères de fonctionnement des régimes monétaires internationaux.

Un régime préservé dans le temps est considéré crédible. Il n'est pas soumis aux menaces d'une rigidité ou d'une instabilité trop fortes et peut être obtenu par un juste équilibre de prévisibilité et de flexibilité.

L'on peut observer dans le premier diagramme de la Figure 3 que la prévisibilité des actions collectives est une fonction croissante de la fermeté de la règle des taux de change. Plus les marges de taux de change sont étroites, plus les taux de change futurs seront prévisibles, à condition que l'on puisse

écarter les attaques spéculatives. La probabilité d'une attaque peut être réduite soit par la bonne application des ajustements automatiques, soit par l'acceptation d'une monnaie dominante qui déplace la courbe vers le haut. En revanche, de graves divergences réelles entre pays, qui requièrent des ajustements de prix larges, fragilisent les règles rigides de taux de change face aux crises de balance des paiements.

L'on peut observer dans le deuxième diagramme une relation décroissante entre l'efficacité des ajustements réels et la fermeté de la règle des taux de change. En effet, les taux de change fixes font supporter aux prix domestiques tout le poids des ajustements. Mais la possibilité de changement de ces prix est, bien évidemment, paralysée par l'inertie. Par conséquent, les taux de change fixes ralentissent les ajustements de prix et accentuent le dilemme entre inflation et chômage. Entant donné que les taux de change flexibles permettent de mieux réduire les divergences réelles, des politiques discrétionnaires bien choisies dans un système symétrique sont mieux appropriées que celles qui s'appuient sur un ajustement automatique pour gérer les taux de change flexibles.

La combinaison des deux fonctions dans le troisième diagramme permet d'observer que la fermeté de la règle des taux de change affecte les deux critères de viabilité de manière opposée. Il s'ensuit que la crédibilité d'un régime international n'est pas une fonction monotone de la rigueur de la règle de change. A moins que les autorités monétaires ne s'engagent fermement à respecter des ajustements automatiques, ou qu'une forte domination ne repose sur des fondamentaux solides, les régimes polaires, de par leur rigidité et leur instabilité, ne pourront pas être viables. *Les régimes mixtes sont les plus crédibles, car les plus à même de changer sans engendrer de perturbations*: les taux de change sont suffisamment flexibles, mais pas trop volatiles; il existe une co-responsabilité certaine dans la conduite des gouvernements et une légère asymétrie entre les principaux pays. Ce sont les caractères d'un système polycentrique. Son régime monétaire régulateur ne peut être bâti que sur le compromis. Le développement des relations monétaires contemporaines doit être examiné par rapport à l'appareil théorique développé ici et sa conclusion principale.

## *II. Politique : un SMI en changement à la recherche d'une constitution tacite*

Conformément à la conclusion ci-dessus, il est nécessaire de rechercher des tendances qui pourraient donner forme à un régime mixte. Il faudra répondre à deux questions : Y a-t-il un développement vers plus de symétrie? Pourra-t-on considérer probable une plus grande co-responsabilité?

Deux tendances majeures sont en train de prendre de l'ampleur dans les

relations internationales : la première est la globalisation de la finance ; la deuxième est la naissance de nouveaux pouvoirs économiques en Asie et de belles perspectives pour l'Europe de l'Est et l'Amérique latine.

La globalisation de la finance a bénéficié de l'accent mis par les gouvernements de nombreux pays sur la mobilité des capitaux dans le but de financer des déficits considérables de balance des paiements et d'importantes dettes publiques dans les années 70 et 80. *Cette puissante tendance a fait basculer le SMI, d'un système essentiellement contrôlé par les gouvernements vers une influence prédominante du marché.* La finance privée s'est rapidement adaptée à des déséquilibres dans la balance de paiements et à des besoins en financement public. Au fur et à mesure que le crédit international est devenu plus élastique, les gouvernements ont pu se soucier davantage des problèmes intérieurs que des contraintes sur la balance des paiements. Par conséquent, le régime international a changé. La viabilité du SMI en est donc venue à dépendre davantage de l'opinion du marché sur la justification d'une accumulation de l'endettement que du fait d'atteindre les limites de déficit en compte courant. Entre-temps, les sources privées de liquidité internationale ont remplacé les sources officielles. Les ajustements aux contraintes externes sont donc devenus inter-temporels, mais également plus incertains, puisqu'ils dépendent des évaluations du marché sur les politiques économiques futures de gouvernements indépendants qui sont en mesure de poursuivre des objectifs discrétionnaires.

La grande expansion des prêts étrangers a été l'une des causes principales de la concurrence entre devises. Les détenteurs d'actifs se sont mis à diversifier leurs portefeuilles, profitant de la liberté offerte par la déréglementation financière. Les besoins de financement des pays, en mesure de pouvoir emprunter dans leur monnaie, ont accéléré cette tendance à l'internationalisation, et les ont soumis au bon vouloir des créanciers étrangers. La concurrence entre devises a détruit une fonction de base de l'argent international, remplie précédemment par le dollar : l'ancre nominale. La suppression de l'étalon nominal international a fait considérablement augmenter la volatilité des taux de change (Tableau 2).

Tableau 2  
*Volatilité relative des taux de change nominaux*

Taux de change bilatéraux	Déviation standard du changement mensuel en pourcentage			
	1960-71	1972-80	1981-90	1991-94
DM/Dollar	0,82	3,43	3,39	4,04
Yen/Dollar	0,80	3,06	3,52	2,55
DM/ Yen	1,08	3,21	2,68	3,22

Source : B.I.S.

Une volatilité beaucoup plus élevée rend la mobilité du capital imparfaite, puisqu'elle est convertie par les détenteurs d'actifs en primes de risque qui varient en fonction du temps. Par ailleurs, cela implique que les anticipations ne sont pas fermement tenues, ce qui est un terrain favorable à une instabilité endémique et à des attaques spéculatives soudaines. Par conséquent, disparité des vitesses d'ajustement entre les taux de change et les prix nominaux a provoqué des distorsions, bien connues, des taux de change réels.

La connaissance rétrospective après vingt ans d'observation, conduit à une opinion mixte concernant l'influence de la globalisation sur le SMI. Il y a eu de nombreux dysfonctionnements : des distorsions de taux de change et d'autres prix d'actifs, un surendettement, des réactions exagérées, une sous-évaluation des risques. Le niveau de risque systémique a augmenté et plusieurs crises de marché, ayant une répercussion internationale, ont éclaté. Nonobstant, le niveau élevé d'instabilité dans le système mù par le marché a été en quelque sorte incorporé dans sa régulation. *Une instabilité endogène préserve une stabilité systémique, au moins dans les pays développés.* Même s'ils bougent beaucoup, les taux de change flexibles et les prix financiers déclenchent à la fin des ajustements, non seulement dans le secteur privé, mais également dans les politiques gouvernementales. Les déséquilibres se déplacent d'un secteur de préoccupation à un autre selon les réactions accentuées des marchés. Etant donné que les obligations financières ont été assurées probablement, dans quelques situations graves, grâce aux prêteurs internationaux de dernier ressort, le système a été en mesure de changer sans aucune perturbation majeure.

Parallèlement à la globalisation financière, l'élargissement de la concurrence internationale dans le commerce mondial, ainsi que les regroupements régionaux qui ont lieu à l'heure actuelle présentent de nouveaux défis. Ce sont autant de tendances vers une économie mondiale multipolaire. Tout en créant plus de symétrie, elles sont loin de constituer des zones de devises bien structurées gravitant autour d'un système monétaire polycentrique. Les forces de l'intégration régionale agissent à des niveaux différents en diverses parties du monde. Les échanges commerciaux, les flux de capitaux, le potentiel de croissance et l'influence politique ne coïncident pas avec les zones d'intégration monétaire. La Communauté Européenne, représente le seul cas où un processus de convergence est délibérément recherché afin d'atteindre une unification monétaire et finalement politique, en plus d'une intégration économique et financière. Même dans le cas de la C.E., où, un appareil institutionnel a été depuis longtemps développé à l'échelle supranationale, la transition vers une union monétaire rencontre d'innombrables écueils. L'union européenne ne peut en aucun cas servir d'exemple pour d'autres zones du monde. L'intégration de l'Extrême-Orient ne se fera point sous l'égide du yen. Le NAFTA a beau être un outil pour renforcer l'hégémonie américaine, il ne pourra pas

beaucoup contribuer à relancer la prépondérance du dollar et s'il est destiné à se développer en Amérique du Sud, il rencontrera une résistance. C'est la raison pour laquelle l'économie mondiale ne s'achemine pas vers un système tripolaire bien-équilibré, contrairement à la croyance générale. Elle se dirige plutôt vers un enchevêtrement de zones multipolaires mal-connectées. Il y aura un poids économique acquis et une plus grande influence politique chez des puissances continentales, comme la Chine, l'Inde et plus tard, le Brésil et la Russie. Alors que ces puissances ne sont pas toutes impliquées dans la gestion monétaire internationale, leurs taux de change acquièrent cependant une importance systémique. Alors que leurs politiques macro-économiques nationales affecteront leurs marchés financiers émergents, elles n'ont pas pour autant de motivation pour une co-responsabilité monétaire. C'est la raison pour laquelle l'on peut s'attendre à plus d'instabilité sur les marchés internationaux, déclenchée par des crises spectaculaires sur les marchés émergents, si rien n'est fait pour modifier l'équilibre des forces dans les institutions de Bretton Woods. La pire erreur consisterait à croire que le G7, créé pour résoudre les problèmes des années 70, puisse se transformer en directoire mondial pour résoudre les problèmes des années 90.

Une fois écartées les solutions apparemment attrayantes mais fausses, il reste à savoir comment le régime monétaire international pourra faire face aux tendances de fond de l'économie mondiale.

### *II.1. De l'étalon dollar flottant à la concertation au sein du G7.*

Les transformations ayant affecté le SMI dans les années 70 ne sont pas toutes intervenues à la même vitesse. La chute du système de Bretton Woods coupa le dernier lien avec l'or en août 1971. Une tentative futile de conserver un ancrage monétaire international avec l'accord du Smithsonian Institute en décembre 1971 fit long feu. Le régime de taux de change fixes ancré sur le dollar éclata en Février 1973. Depuis lors, la fonction d'ancre monétaire internationale a complètement disparu. Cependant le passage d'un SMI contrôlé par les gouvernements vers un SMI poussé par le marché ne s'est pas fait en un jour. Avant la création du SME, le mark allemand était plutôt considéré comme une devise refuge, ainsi que le Franc Suisse, que comme un concurrent du dollar. La demande croissante de crédit international effectuée par les débiteurs du monde entier pour payer leurs importations pétrolières s'est principalement manifestée en dollars. Une substitution limitée du portefeuille est intervenue dans les devises fortes qui n'avaient pas mis de barrières au mouvement des capitaux. Le marché de gros pour les liquidités internationales était essentiellement un marché interbancaire en eurodollar. Il a fourni une offre élastique de fonds à prêter. Les banques internationales l'ont utilisée pour prêter à des emprunteurs officiels ou assimilés, essentiellement à des débiteurs souverains, ou à des banques locales de pays débiteurs avec des garanties gouvernementa-

les. Les prêts étaient accordés avec des marges étroites. Par conséquent, le taux d'intérêt interbancaire en eurodollar est devenu le taux d'intérêt de référence.

#### *L'étalon dollar instable*

Ces caractéristiques justifient d'appeler le régime international, de mars 1973 à la crise de la dette d'août 1982 au moins, voire même à l'été 1985, un régime d'étalon dollar flottant, malgré des taux de change flexibles qui étaient censés isoler les économies nationales. La cause d'un tel résultat peut être attribuée au double échec des marchés et des politiques gouvernementales. Les taux de change n'ont jamais convergé vers l'équilibre. Deux mécanismes ont empêché les pays d'être tenus à l'écart des perturbations monétaires. D'abord, le surajustement des taux de change nominaux a contribué à rendre les taux de change nominaux et réels étroitement corrélés. Ensuite, l'incertitude sur les taux de change futurs impliquait une substitution de devises qui reliait les demandes de monnaie émanant de différents pays.

A cause de ces ajustements imparfaits, le taux flottant ne fournit qu'une autonomie partielle aux politiques monétaires de pays autres que les Etats-Unis. A ce sujet, une caractéristique du système de Bretton Woods persista : la masse monétaire des Etats-Unis est restée corrélée positivement à la masse monétaire du reste de l'OCDE. Cependant, la logique de la relation était très différente et affichait la dégradation de la qualité de l'étalon dollar flottant. La corrélation entre les masses monétaires nationales était concomitante à la co-variation entre la masse monétaire de l'OCDE et le taux de change nominal effectif du dollar. Lorsque le dollar se dépréciait, non seulement la masse monétaire américaine s'accroissait, mais également celle de l'OCDE. Lorsque le dollar s'appréciait, la croissance de la masse monétaire globale décélérait. La raison de cette régulation perverse peut s'expliquer par le comportement des taux de change déjà mentionné précédemment.

La doctrine de l'époque préconisait une politique de laissez faire à l'égard des taux de change. Chaque pays se contentait de mener sa propre politique monétaire, sans tenir compte de celle des autres. Confrontés à des objectifs monétaires discordants, les marchés de change ont donné des taux de change très instables. Compte tenu des canaux de transmission par les taux de change réels et les demandes de monnaie, les pays étrangers n'ont pas pu ignorer les fluctuations excessives du dollar. Ils se sont vus obligés de les amortir et ce faisant, ils ont induit des fluctuations globales de la croissance de la masse monétaire et des revenus nominaux. Dans cette première phase des marchés libres et des taux de change flexibles, le régime international est resté asymétrique.

*Les espoirs brisés des accords du Plaza-Louvre*

A l'automne 1984 et l'hiver 1985, le dollar a entraîné une appréciation dévastatrice par une bulle spéculatrice auto-réalisatrice. Les arguments qui soutenaient que des taux de change contrôlés étaient nécessaires à la viabilité du système monétaire international étaient illustrés par les faits. Les distorsions des taux de change réels contre dollar ont atteint de telles proportions que même les gouvernements les plus favorables aux marchés libres et aux taux de change flexibles se sont inquiétés. Le débat sur la surveillance des taux de change, qui s'était enlisé a revu le jour. Mais, au lieu de se dérouler au sein du F.M.I., l'expérience de la gestion concertée des taux de change a eu lieu au sein du G7. Il s'agissait principalement d'un triumvirat composé par les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon. Cela nourrissait l'espoir d'un système tripolaire en voie de constitution, les autres pays de l'OCDE gardant des liens privilégiés de taux de change avec l'une des trois devises principales.

L'Accord du Plaza de septembre 1985 fut une tentative réussie des autorités monétaires de cinq pays pour faire éclater la bulle. La chute du dollar qui s'ensuivit risquait de se transformer en un véritable effondrement, ce qui amena les autorités à réagir de nouveau. L'Accord du Louvre, plus ambitieux que le précédent, eut lieu en février 1987. Les Gouvernements du G7 déclarèrent que les taux de change étaient de nouveau compatibles avec les fondamentaux et que par conséquent le dollar n'avait plus besoin d'être encore dévalué. Cette déclaration annonçait la mise en place d'une zone cible implicite, dont les taux centraux étaient maintenus secrets et révisables selon les changements des fondamentaux et dont les marges étaient souples. Cela constitua un pas supplémentaire vers une plus grande symétrie, puisque des interventions concertées étaient requises pour mettre un frein à la spéculation déstabilisatrice et combattre les crises de change. Pour entreprendre ces interventions, chaque banque centrale devait emprunter ou détenir des devises des autres pays.

L'accord du Louvre comportait cependant une faille. Les difficultés rencontrées lors de sa mise en application montrèrent une faiblesse fondamentale dans la logique des zones cibles, au moins dans la conception du G7. La coopération définit les taux de change comme sa cible exclusive, c'est à dire les valeurs relatives des devises. Elle ne fournit aucune indication sur l'orientation globale de la politique monétaire au sein du G7. Si les autorités parvenaient à la conclusion que toute nouvelle dévaluation du dollar devait être combattue, les engagements de défendre la zone cible ne permettait pas de savoir comment y parvenir. Etait-ce au F.E.D. d'augmenter les taux d'intérêt américains, ou à la Bundesbank de baisser les taux allemands? Etant donné que le but poursuivi par les banques centrales était de préserver la qualité intrinsèque de leur devises respectives et qu'elles avaient des conceptions différentes à l'égard de la stabilité monétaire, des conflits entre objectifs de taux de change et objectifs internes risquaient de se produire. Un tel conflit eut en effet des répercussions

considérables à l'automne 1987. Conformément à l'accord du Louvre, il fallait combattre une faiblesse du dollar à la fin de l'été. Les autorités américaines souhaitaient une baisse des taux en Europe, alors que la Bundesbank ne voulait aucunement le faire, suggérant que c'était à la banque centrale américaine d'augmenter ses propres taux. Des communiqués contradictoires en octobre ont été une cause immédiate du krach boursier. Cet événement a été un exemple sur le vif d'un problème non résolu du régime monétaire international : la coordination des taux de change lorsqu'il n'existe aucun mécanisme de contrôle d'une variable macro-économique pour l'ensemble de la zone, comme le niveau général des taux d'intérêt, peut avoir l'effet inverse à celui recherché. Les pressions sur les taux de change se répandent sur d'autres marchés financiers.

Depuis octobre 1987, il n'y a pas eu d'autre tentative de nouer des accords publics comme celui du Louvre. La co-responsabilité a été limitée à des efforts épisodiques, tels que les efforts joints des autorités américaines et japonaises pour résister à une appréciation excessive du yen par rapport au dollar américain. Etant donné une telle coopération ad hoc et restreinte, toujours limitée par des intérêts acquis, il n'y a pas d'accumulation de connaissance qui puisse améliorer les procédures pour atteindre des objectifs plus ambitieux. Etant donné que le contrôle épisodique des taux de change n'a pas d'incidences sur les politiques monétaires internes, les fluctuations à court terme des taux de change restent très grandes. Les interventions du G7 ne servent pas à stabiliser les anticipations des marchés. Néanmoins, après les accords Plaza-Louvre, le régime international n'est plus un étalon dollar flottant. Les distorsions des taux de change ont été amorties. La tendance du dollar à la dévaluation a été enrayée. Un découplage plus accentué des taux d'intérêt a été effectué, ce qui a conduit à des cycles commerciaux désynchronisés entre les Etats-Unis et l'Europe. Cet avantage d'une plus grande symétrie favorise en principe une plus grande stabilité pour l'économie mondiale.

### *II.2 A la recherche de nouveaux principes d'action collective*

Les années 80 se sont achevées sur le dysfonctionnement du régime international. Ce régime est néanmoins suffisamment solide pour endurer des chocs systémiques. Cela conduit à dire qu'il n'y a pas besoin d'une grande réforme. Le moment n'est pas encore opportun pour une autre conférence officielle sur le modèle de Bretton Woods. Le système monétaire international est en train d'expérimenter une mutation continue plutôt qu'une révolution.

Cependant, il serait erroné de conclure qu'il ne faut rien faire en dehors d'accepter les rares épisodes d'interventions concertées entre les banques centrales. Ainsi que les derniers événements on pu le démontrer, le G7 a maintenant une très faible crédibilité sur les marchés financiers. Les tendances de fond dans l'économie mondiale sont en train de surcharger les capacités de régulation des arrangements monétaires actuels.

Dans la décennie actuelle, la globalisation de la finance s'est étendue aux marchés des titres à long terme. La mobilité des capitaux en Europe a eu des conséquences redoutables sur les crises de change en 1992 et 1993, alors que le SME avait préalablement réussi à faire face à de sévères perturbations par des réalignements judicieux. Au printemps 1994, une contagion s'est répandue sur les marchés de capitaux à long terme, largement déconnectée des fondamentaux. L'étendue des vagues spéculatives s'est élargie et remet en cause l'efficacité des marchés financiers. Afin d'améliorer l'efficacité, justifiant ainsi les espoirs de libéralisation financière, l'objectif de la coopération multilatérale devrait être la stabilité financière globale, et non pas seulement la prévention des crises du marché des changes.

Avec une mobilité des capitaux plus grande, les désaccords entre politiques économiques ont des conséquences négatives plus fortes. S'agissant des critères de fonctionnement des régimes internationaux, les développements des deux dernières décennies ont penché en faveur de la flexibilité et contre la prévisibilité. Le défi auquel fait face l'adaptabilité du SMI consiste à améliorer la prévisibilité sans pour autant nuire à la flexibilité. La difficulté de cette question a déjà été abordée en théorie. Un double problème doit être résolu : le partage d'obligations dans le mécanisme d'ajustement; la préservation du régime international parmi les intérêts nationaux. Les problèmes étaient résolus dans le passé par une forte hégémonie. Néanmoins, les tendances fondamentales de l'économie mondiale écartent cette solution dans un futur prévisible. Un régime stable ne peut être fondé que par une collaboration systémique qui prenne soin du caractère de bien public du SMI. Il existe en principe une alternative : coordonner les politiques économiques ou développer les bases d'un nouvel ordre monétaire.

*La coordination est une fausse bonne idée*

La coordination des politiques économiques a été rituellement défendue et largement documentée dans les études académiques. Malgré son attrait intellectuel, elle n'a jamais été mise en application entre les principaux pays. Pour être efficace, il lui faut aller au-delà de la simple acceptation de stabiliser les taux de change à l'intérieur de marges prédéterminées. Les gouvernements nationaux doivent soit contribuer à cibler une variable internationale commune (un taux d'intérêt, un agrégat monétaire, un indice de prix pour les marchandises commercialisées, ou toute autre chose), soit combiner leurs instruments de politique monétaire afin de maximiser une fonction d'utilité commune. Mais cette dernière méthode est très contraignante. Elle implique une abdication de la souveraineté, dont le coût politique est trop élevé lorsqu'on le compare avec l'avantage insaisissable de la coopération. La première méthode est plus alléchante : le fait de joindre les forces pour réguler une variable internationale pertinente, de pair avec une zone cible pour les taux de

change, pourrait contribuer à l'élaboration d'un système plus prévisible. Mais les pays n'auraient pas suffisamment d'instruments disponibles. Il est possible d'avoir un effet sur les différentiels de taux d'intérêt afin de contrôler des taux de change dans les zones convenues et de décider conjointement le niveau moyen des taux d'intérêt dans le but d'atteindre un objectif.

Néanmoins, les pays auront encore besoin d'un instrument supplémentaire pour contrecarrer les chocs réels. Mais la politique budgétaire n'est plus un instrument de contrôle macro-économique. Dans la plupart des pays, elle est freinée par de lourdes rigidités structurelles, comprenant le coût des intérêts de la dette publique. C'est la raison pour laquelle la plupart des pays refusent inflexiblement d'abandonner leur politique monétaire pour les besoins d'une coordination internationale. Tant que cet écueil ne sera pas surmonté, il ne sera pas possible de parvenir à une coordination internationale durable.

#### *Apprendre les règles d'un nouvel ordre monétaire*

Étant donné que le SMI change avec les tendances sous-jacentes de l'économie mondiale, le système devrait être structuré par des institutions animées par les forces propres du marché. C'est la condition suprême d'un système monétaire contrôlé par le marché. L'ensemble d'institutions et procédures qui s'est développé en accord avec les forces du marché peut être désigné comme un *ordre monétaire*. Il préserve le caractère de bien public de la monnaie internationale.

Pour mieux comprendre ce que cela signifie, permettons-nous de faire une brève digression historique. L'étalon or était un ordre monétaire qui ne fut pas créé par la volonté des gouvernements réunis dans une conférence solennelle. En réalité, les conférences de 1863 et 1865 ont complètement échoué. Il a fallu un quart de siècle à l'étalon or pour connaître son plein développement. C'est grâce aux adhésions successives de la part de pays individuels adoptant ses règles non écrites qu'il a connu un véritable essor. Un pays comme les États-Unis avait de facto suivi les principes de l'action collective dictés par l'étalon or pendant vingt ans avant de déclarer formellement son adhésion en 1900.

L'étalon or n'était pas une zone cible. L'unique règle formelle était la convertibilité en or. C'était plus que l'établissement de taux de change ; c'était l'institution d'un ancre nominale par la déclaration d'un prix international, le prix de l'or. Par conséquent, la partie formelle de l'ordre monétaire résolut le problème qui fait obstacle au fonctionnement des zones cible. Elle donna une orientation à la position générale prise par la politique monétaire. Mais, l'étalon or était un ordre monétaire pour une raison plus importante. Le système fonctionnait à condition que les pièces d'or restent une composante substantielle du stock monétaire dans chaque pays, associée à la règle de convertibilité. La conversion de billets de banque en or sur la demande du grand public occasionna des contraintes macro-économiques aux banques centrales, aux-

quelles elles ne pouvaient pas échapper. L'ordre monétaire impliqua des ajustements automatiques des variables intérieures qui étaient fortement corrélées parmi les pays membres. Cela ne laissait guère de champ à la poursuite de politiques monétaires autonomes. L'exigence de convertibilité était une norme d'un ordre politique supérieur, plutôt qu'un objectif de politique économique. Cette hiérarchie de valeurs fut renforcée par la croyance universelle que la règle de convertibilité était une partie essentielle de l'ordre naturel. La croyance était tellement enracinée qu'elle n'était point ébranlée lorsque la convertibilité était suspendue. Cela a permis aux flux de capitaux d'être sensibles aux taux d'intérêt directs et d'avoir un énorme pouvoir équilibrant.

Quelles sont les leçons à tirer de cette digression? Certainement pas celle tirée par quelques nostalgiques de l'étalon or. Le concept de l'ordre monétaire est ce qui constitue une leçon de grande valeur, non pas la règle formelle de convertibilité qui n'est pas de mise dans le monde actuel. Le concept désigne un environnement d'institutions et d'idées capable d'isoler le plus possible le contrôle de la monnaie des pressions politiques d'où qu'elles viennent : les gouvernements, les partis politiques, les lobbies économiques ou la communauté financière. Dans le monde d'aujourd'hui, le concept d'ordre monétaire trouve son expression adéquate *dans le principe de l'indépendance de la banque centrale*.

A partir de cette position théorique, il est possible de dessiner ce que devrait être un nouvel ordre monétaire pour le SMI. Au lieu d'une ancre nominale internationale, fournie par le prix de l'or, *le mieux que l'on puisse atteindre est un ensemble d'ancres nominales nationales compatibles*. Au lieu de chercher une grille de valeurs relatives de devises, le caractère de bien public de la monnaie doit être trouvé dans sa valeur intrinsèque, comme un pouvoir d'achat sur les biens. La tâche des banques centrales indépendantes consiste à définir et maintenir la qualité de la monnaie dans les économies liées par la globalisation financière. Etant donné que la distinction entre des politiques monétaires étrangères et intérieures dans un monde intégré financièrement a perdu sa signification, le principe d'indépendance de la banque centrale doit être étendu géographiquement et fonctionnellement. Il doit au moins embrasser tous les pays du Groupe des 10 et donner aux banques centrales le contrôle de la gestion des taux de change, alors que les gouvernements garderaient l'unique pouvoir de décider du régime de taux de change.

Le premier stade de développement de l'ordre monétaire est déjà en marche, dans la mesure où davantage de pays introduisent des réformes pour instituer le principe de l'indépendance de la banque centrale. Ce stade devrait être un processus d'apprentissage par lequel les banques centrales indépendantes parviendraient à une définition commune de ce que la stabilité monétaire signifie. Entre-temps les banques centrales vont se concurrencer sur la qualité

de leurs devises respectives, cette concurrence étant basée sur l'exercice du pouvoir de souveraineté monétaire. Par conséquent, la substitution entre devises à qualité semblable continuera sûrement à s'effectuer, pendant que les avantages structurels du dollar sur les marchés de gros deviendront encore moindres. Un niveau élevé d'activité financière entre des devises concurrentes, qui permet une qualité similaire à moyen terme, modifiera le régime de change : *l'on peut s'attendre à plus de volatilité à court terme, mais moins de distorsions durables*. Ce résultat est la conséquence de chocs financiers à répétition sur des marchés financiers intégrés et de politiques monétaires moins discordantes, si elles sont gérées selon une même doctrine et moins exposées à des influences politiques conflictuelles.

Sous l'ordre monétaire régnant, un deuxième stade peut être mis en application pour améliorer le degré de co-responsabilité dans le SMI. Les banques centrales indépendantes, chargées du contrôle des taux de change, sont mieux équipées que les gouvernements pour contrôler les taux de change à court terme contre les spéculations déstabilisatrices. Cela ne sert à rien de s'engager à défendre une zone cible formelle. Il suffit de limiter de facto la volatilité à court terme des taux de change, lorsque cette limitation est compatible avec une stabilité à moyen terme des prix intérieurs. Les banques centrales du Groupe des Dix ont déjà constitué un forum pour collaborer dans le Comité des Gouverneurs, avec l'assistance technique de la BRI.

Un troisième stade de la réforme monétaire est plus ambitieux encore, bien qu'indispensable. De meilleures politiques dans les pays du Groupe des Dix, assorties d'une co-responsabilité institutionnalisée entre banques centrales de ces pays, sont cependant encore en manque d'une régulation de la monnaie déployant son autorité dans le monde entier. L'émergence de nouveaux pouvoirs économiques donne une importance systémique aux taux de change des devises des pays extérieurs au G10. Une gestion discrétionnaire de ces taux de change peut occasionner des désordres perturbateurs : dévaluations concurrentielles (encouragées d'ailleurs par le F.M.I. pour traiter les problèmes d'ajustement pays par pays), instabilité de marchés financiers émergents conduisant à des flux instables de capitaux, perturbations dans la croissance mondiale. Ces problèmes pourraient se produire parce que l'intégration économique n'est pas homogène. Puisqu'il s'agit de problèmes globaux, ils requièrent une réponse institutionnelle à niveau global. Elle doit être trouvée dans les institutions mêmes de Bretton Woods. Le F.M.I. a été conçu pour être un centre institutionnel du système monétaire international. Le moment est venu pour une décision politique qui donne au F.M.I. les moyens de mettre en oeuvre ce qui existe déjà dans les statuts du Fonds : *une surveillance multilatérale des taux de change dans le monde entier*. Une telle décision politique est difficile à prendre et doit être prévue. Les grands pays développés doivent accepter que le G7 ne soit pas le directoire économique du monde et qu'ils doivent partager

leurs responsabilités avec d'autres pays au sein du Comité Intérimaire du F.M.I. Si un mécanisme institutionnel efficace est créé pour la surveillance des taux de change, les droits de vote doivent être redistribués de façon à épouser le changement des forces économiques dans le monde.

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M., 1986, *La fin des devises-clés*, La Découverte, Agalma.
- Aglietta M. and Deusy-Fournier P., 1994, *Internationalisation et organisation du système monétaire*, *Economie Internationale*, n° 59, 3rd quarter.
- Bordo M. and Eichengreen B. eds, 1993, *A Retrospective on the Bretton Woods System*, NBER, University of Chicago press.
- Bourguinat H., 1987, *Les vertiges de la finance internationale*, Economica.
- Bretton Woods Commission, 1994, *Bretton Woods : Looking to the Future*, Commission Report, July.
- Cohen B.J. 1977, *Organizing the World's Money : the Political Economy of International Monetary Relations*, Basic Books.
- Cooper R.N., 1987, *The International Monetary System : Essays in World Economics*, MIT Press.
- Dehem R., 1972, *De l'étalon sterling à l'étalon dollar*, Calman-Lévy.
- Eichengreen B. ed, 1985, *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen Press.
- Funabashi Y., 1989, *Managing the Dollar from the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Giovanini A., 1992, Bretton Woods and Its Precursors : Rules Versus Discretion in the History of International Monetary Regimes, *NBER Working Paper*, n° 4001, February.
- Hamouda O., Rowley R. and Wolf B. eds, 1989, *The future of the International Monetary System*, Edward Elgar.
- Kenen P., 1989, *Exchange Rates and Policy Coordination*, Ann Arbor, University of Michigan Press.
- Kenen P., 1994 *Understanding Interdependence ; the Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press.
- Keohane R., 1984, *After Hegemony*, Princeton University Press.
- Krugman P., 1991, *Currencies and Crises*, MIT Press.
- Lelart M., 1991, *Le système monétaire international*, La Découverte, Repères.
- Mac Kinnon R, 1993, The Rules of the Game : International Money in Historical Perspective, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXI, p. 1-44.
- Marris S, 1987, *Les déficits et le dollar : l'économie mondiale en péril*, Economica.
- Mundell R. ed, 1968, *International Economics*, Mac Millan.
- Padoa Schioppa T. and Saccomanni F, 1994, *Managing a Market-led Global Financial System*, IIE Conference, Washington D.C., May.
- Solomon R., 1979, *Le système monétaire international*, Economica.
- Steinherr A. and Weiserbs D. eds, 1991, *Evolution of the International and Regional Monetary Systems*, Mac Millan.
- Williamson J, 1977, *The Failure of World Monetary Reform 1971-74*, New York University Press.