

Qui surveille la finance mondiale ?

Philippe LAGAYETTE*

Sous-gouverneur de la Banque de France

Depuis le début de la décennie, les systèmes financiers des principaux pays se sont profondément modifiés. C'est une banalité de dire que le système financier est devenu mondial et que les marchés y jouent un rôle beaucoup plus important qu'auparavant. Ceci s'applique par exemple à la France où la transformation a été particulièrement intense : en une dizaine d'années, on est passé d'une économie où beaucoup de financements étaient réglementés et où l'appareil financier était peu ouvert sur l'extérieur, à une économie de marché où le système financier est au contraire très ouvert sur l'extérieur.

De telles évolutions posent, à l'évidence, des problèmes d'adaptation aux Banques centrales. Traditionnellement, celles-ci étaient peu proches des marchés de capitaux. Les Banques centrales s'intéressaient à la monnaie ; la monnaie était créée par les banques commerciales, lesquelles étaient peu présentes sur les marchés. Parfois même, elles avaient interdiction d'y opérer. Seule la dette publique, lorsqu'elle était abondante et qu'un marché secondaire existait, constituait un lien entre les Banques centrales et les marchés.

Cette description, bien sûr caricaturale, est devenue maintenant totalement inexacte. Les Banques centrales sont très concernées par l'existence des marchés financiers, et ceci dans leurs deux fonctions principales : la régulation monétaire, c'est-à-dire de maintien de la stabilité de la monnaie ; la responsabilité du bon fonctionnement du système bancaire.

Il est clair que la situation est différente selon les pays ; les lois y sont différentes, en ce qui concerne à la fois l'accès des banques aux activités financières et la responsabilité de la Banque centrale vis-à-vis du fonctionnement du système bancaire.

Les observations que je vais présenter ne sont inspirées que par la situation française qui est celle que je connais le mieux ; mais néanmoins, bon nombre d'entre elles auraient un écho dans d'autres pays.

Je commencerai par rappeler quelques caractéristiques du nouveau système financier mondial, qui aident à comprendre l'insertion des Banques centrales dans le système.

Je décrirai ensuite comment les Banques centrales sont concernées par les marchés dans trois domaines : la politique monétaire ; la surveillance des banques ; la surveillance d'ensemble du système financier.

MONDIALISATION DU SYSTÈME FINANCIER ET BANQUES CENTRALES

On peut relever en particulier les caractéristiques suivantes :

- L'interconnexion des marchés, permise à la fois par les nouvelles données techniques que sont les télécommunications et l'informatique, et par le démantèlement des contrôles des changes ; tout

* Ce texte reprend l'essentiel d'une allocution prononcée au cours d'un Congrès à Tokyo en mai 1989.

LA FINANCE MONDIALE

ceci permet l'exécution instantanée, à distance, vingt-quatre heures sur vingt-quatre, d'opérations de plus en plus complexes.

- Le foisonnement des innovations financières, conçues notamment pour se protéger des risques de taux de change ou de taux d'intérêt; or, ces deux variables sont celles sur lesquelles les Banques centrales tentent d'agir pour mener leur politique monétaire.

- La désintermédiation et la titrisation, inextricablement liées l'une à l'autre, font qu'aussi bien les demandeurs de capitaux que les investisseurs, ont maintenant de plus en plus recours au marché des titres négociables, et que donc leurs décisions sont fonction pour une part de ce qui se passe sur ces marchés.

- Le caractère de plus en plus artificiel et obsolète des barrières qui peuvent séparer les différents compartiments des marchés. Les distinctions traditionnelles entre « *money market* » sur lesquels sont traités les instruments à court terme et « *capital market* » où sont regroupés les produits d'une durée plus longue, perdent de leur pertinence avec, notamment, l'émission de titres de toute échéance, de quelques jours à trente ans, négociables sur des marchés décloisonnés.

- L'institutionnalisation : de plus en plus, des décisions sont prises par des gestionnaires professionnels, gérant d'importantes masses d'actifs; ces gestionnaires tendent à avoir des comportements identiques ou voisins, lesquels élargissent les effets de leurs prises de position. Les possibilités d'exécution instantanée des ordres amplifient encore les phénomènes.

Il faut enfin rappeler que l'action des autorités publiques, monétaires et financières, n'est pas, au moins pour certains pays, étrangère à ces évolutions.

Certes, toutes les évolutions que nous décrivons ont résulté tout d'abord de décisions décentralisées des agents économiques (banques, compagnies d'assurances, fonds de pensions, grandes entreprises...) qui cherchaient à se protéger ou à tirer profit des perturbations monétaires et financières enregistrées lors des deux dernières décennies, ainsi qu'à contourner des réglementations qui entravaient le développement de leurs activités, soit du côté des emplois (encadrement du crédit par exemple), soit du côté des ressources (réglementation des intérêts créditeurs par exemple).

Cependant, les pouvoirs publics, et notamment les

autorités monétaires, ne sont pas restés étrangers à ce processus, auquel elles ont parfois même donné une impulsion décisive, comme ce fut le cas en France. Et ceci pour plusieurs raisons.

Des raisons générales d'abord : la confiance dans l'efficacité des marchés concurrentiels s'est accrue ces dernières années. Dans le domaine proprement monétaire et financier, l'objectif est de parvenir à une meilleure allocation des fonds disponibles, d'élargir les possibilités de choix des épargnants et des investisseurs, de réduire le coût de l'intermédiation grâce à une concurrence accrue.

Par ailleurs, le désir d'attirer des capitaux extérieurs ou de permettre aux places financières d'atteindre ou de conserver un statut international, a également joué un rôle d'aiguillon pour certains gouvernements.

Enfin, l'existence de réglementations concernant seulement certains types de produits financiers ou certains agents économiques est devenue difficile à maintenir au fur et à mesure que les marchés se développent et s'interpénètrent et, dans tous les pays, on a assisté à un relâchement des contraintes de ce type.

De tout ceci a résulté une tendance, sinon une pression à l'allègement des réglementations à caractère monétaire (réglementation des intérêts créditeurs, réserves obligatoires, encadrement du crédit, etc.).

LA FONCTION DE RÉGULATION MONÉTAIRE

Cette fonction, qui est le cœur des activités des Banques centrales, est affectée dans sa conception et dans son exécution.

Dans sa conception

Les frontières entre ce qui est monnaie et ce qui ne l'est pas, sont de plus en plus difficiles à tracer. Une des fonctions essentielles des marchés est d'organiser, pour un type d'actif déterminé, une liquidité plus forte. Un des soucis des gestionnaires de portefeuilles est de veiller à avoir la meilleure liquidité possible au prix du moindre risque en capital.

Il résulte de tout ceci qu'une masse d'actifs, considérés traditionnellement comme immobilisés, ne le sont pas vraiment. Certes, les intentions des détenteurs de titres ne sont pas souvent explicitées, de même que les principes de gestion des

LA FINANCE MONDIALE

différents fonds de gestion collective. Certes également, tout le monde ne peut pas exercer son souhait de retrouver la liquidité de ses actifs en même temps, comme on l'a vu le 19 octobre 1987. Néanmoins, il n'est plus réaliste de ne prendre en considération, dans l'analyse monétaire, que ce qui se trouve au passif des banques.

Ainsi, en France, la politique monétaire est menée en fixant un objectif chiffré pour un agrégat monétaire étroit M2. Mais une surveillance s'exerce également sur des agrégats plus larges, notamment sur un agrégat de liquidités qui comporte de nombreux éléments, en particulier des titres, qui ne figurent pas au passif des banques.

On peut d'ailleurs ajouter que la conception même des agrégats ne va plus de soi. Des questions comme la manière de traiter les organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont délicates. Faut-il les considérer comme transparents ou les traiter globalement en fonction de l'intention dominante affichée dans leur gestion ?

De même, les actifs détenus par les résidents d'un pays à l'étranger vont poser des problèmes nouveaux. Ainsi dans la Communauté économique européenne, nous nous préparons à ouvrir complètement les frontières dans un an. Il ne fait pas de doute que l'usage de cette ouverture, qui est déjà réalisée complètement ou presque complètement par un certain nombre d'États membres, sera large. Or, du point de vue du comportement monétaire, lorsqu'un résident français détient des avoirs en deutschemark, c'est-à-dire dans une autre monnaie du système monétaire européen liée au franc par des relations de change stables, dans une banque hollandaise, son comportement est probablement très proche de celui qu'il aurait s'il détenait des avoirs en franc dans une banque française. Il faudra que les analyses monétaires s'habituent à ces données nouvelles.

Dans son exécution

Les Banques centrales cherchent à maîtriser la création monétaire en utilisant comme principal instrument l'action par les taux d'intérêt.

Or, de même qu'il y a un *continuum* de marchés de capitaux, il y a une courbe des rendements (*yield curve*).

Les Banques centrales ne peuvent espérer influencer, par leur action directe, que les taux d'intérêt à très court terme ; les autres taux sont, avant tout, dominés par les anticipations et, si les Banques

centrales peuvent chercher à les influencer, ce ne peut être qu'indirectement ; en particulier, par la crédibilité de la politique monétaire qu'elles mènent.

Mais les comportements des agents économiques, que les Banques centrales cherchent en définitive à influencer, résultent de l'ensemble de la courbe des rendements.

L'action des Banques centrales sur les taux d'intérêt à court terme devra donc prendre en compte l'ensemble des taux d'intérêt. À certains moments, l'écart des taux entre court et long terme est aussi important que leur niveau.

Selon les circonstances, une modification des taux courts se traduira soit par une déformation de la courbe des rendements, les taux à long terme demeurant inchangés, soit par une simple translation de celle-ci, si les taux d'intérêt à long terme réagissent à cette modification avec la même ampleur.

Il résulte de tout ceci que les Banques centrales doivent être des observateurs très attentifs des marchés pour prendre leurs décisions ; et pas seulement des marchés domestiques, des marchés mondiaux. Ainsi, nous constatons en France que le marché obligataire français est à certaines périodes plus sensible quotidiennement à l'évolution du *bond market* de New York qu'à l'évolution de la politique monétaire menée à Paris.

Cela est d'autant plus vrai que certains aspects de l'organisation des marchés de capitaux peuvent avoir une influence sur les comportements de détention de liquidités, donc sur l'équilibre monétaire. En particulier, toute modification de l'effet de levier des positions prises sur les marchés dérivés, c'est-à-dire le rapport entre la valeur de ces positions et les sommes d'argent réellement immobilisées. Ces effets de levier agissent comme le crédit.

De même, la volatilité des cours, plus ou moins favorisée par l'organisation même du marché, est un facteur à prendre en compte dans l'analyse monétaire et dans l'action quotidienne.

Enfin, c'est également une donnée nouvelle de constater que la politique monétaire des principaux pays a une influence mondiale, par le biais des marchés de capitaux qui sont interconnectés. Les principales Banques centrales doivent donc tenir compte de l'aspect international des mesures qu'elles prennent.

Par exemple, elles doivent tenir compte du fait que

LA FINANCE MONDIALE

les marchés ont une certaine idée des différences de taux d'intérêt entre les différentes monnaies compatibles avec le maintien de la stabilité des changes. Toute action d'une Banque centrale qui méconnaîtrait ces données court le risque soit de déclencher d'importants mouvements de taux de change, soit d'être réduite à néant par une réaction spontanée des marchés qui force les Banques centrales gestionnaires d'autres monnaies à retrouver le même différentiel d'intérêt qu'auparavant.

Ainsi, il est techniquement indispensable que les Banques centrales coordonnent de mieux en mieux leurs politiques monétaires. Ceci est bien entendu particulièrement vrai dans un espace comme le système monétaire européen où l'on recherche la stabilité des taux de change, tout en laissant circuler librement les capitaux ; de plus en plus, nos Banques centrales des pays du SME se coordonnent quotidiennement. Mais c'est également vrai sur le plan mondial, si l'on veut éviter une instabilité chronique génératrice de très amples mouvements de capitaux et donc de fluctuations de taux de changes non désirées et ayant une influence économique néfaste.

LA SURVEILLANCE DES BANQUES

Les établissements de crédit, ou les banques, le mot étant pris dans son sens le plus large, deviennent des intervenants majeurs sur les marchés, pour eux-mêmes et pour leurs clients.

Ceci est bien entendu complètement vrai dans les pays qui, comme c'est le cas en Europe, ont le concept de « banque universelle ». Mais cela est également vrai dans des pays où il existe des barrières entre banques commerciales et banques d'investissement, comme aux États-Unis, dès lors que de telles barrières s'abaissent progressivement.

Ces activités nouvelles pour les banques jouent un rôle positif dans la mesure où cela accroît leurs possibilités de développement et peut favoriser leur rentabilité, mais cela n'est pas sans risque. Les bilans bancaires risquent de se dégrader du fait de la désintermédiation. Les bonnes signatures, qui peuvent directement se financer sur les marchés à des taux compétitifs, tendent à se détourner du crédit bancaire. On risque donc d'observer une dégradation de la qualité moyenne des prêts bancaires.

Du côté du passif, la clientèle est devenue de plus en plus attentive à la rémunération offerte, ce qui

introduit une incertitude supplémentaire sur le coût des ressources.

De par leur position centrale dans les produits financiers, leurs liens étroits ou leur osmose avec d'autres intervenants (maisons de titres, investisseurs institutionnels, courtiers, négociateurs), les banques sont particulièrement exposées aux défaillances nées en un endroit quelconque du système. Il en résulte deux conséquences symétriques.

La réglementation des banques doit être adaptée à leurs nouvelles activités

Il faut d'abord constater que les bilans bancaires deviennent moins transparents. Les opérations hors bilan se multiplient, sans que la portée des engagements correspondants soit toujours bien connue, car ils ne sont pas tous standardisés et, dans certains cas, leur nature juridique, en regard notamment de la *Common law* anglo-saxonne, qui sert souvent de référence, n'est pas précisée. Par ailleurs, leur mise en œuvre peut faire effet de levier par rapport au montant inscrit en comptabilité (cas des contrats de couverture ou d'option), ou pourrait intervenir dans un contexte de crise qui rendrait plus difficile la liquidation des actifs de la banque concernée (par exemple, lorsqu'une banque s'est engagée à substituer un crédit à des émissions d'une entreprise sur le marché si celui-ci ne permet plus une telle émission).

Il résulte de tout ceci que la réglementation doit être adaptée.

- D'abord en demandant aux banques d'avoir des méthodes spécifiques d'évaluation et de maîtrise des risques liées à leurs interventions sur les marchés des capitaux : risques de taux d'intérêt et risque de change.

Les risques de taux d'intérêt requièrent un traitement particulier pour être évalués. Il n'est pas possible encore de fixer dans ces domaines des normes. Mais on peut d'ores et déjà demander aux établissements de disposer d'instruments de mesure et de limitation des risques et de déclarer aux responsables de la surveillance des banques les résultats de leurs mesures. C'est ce qui a été fait dans la réglementation française.

- Les normes prudentielles doivent être adaptées en tant que de besoin.

Ainsi les règles de solvabilité devront à l'avenir tenir compte du fait que certaines banques commerciales ne se limitent plus à des activités d'intermédia-

LA FINANCE MONDIALE

tion classiques, mais interviennent sur les marchés de titres dans les mêmes conditions que des opérateurs assujettis à d'autres règles (activités de contrepartie par exemple).

Elles doivent donc, pour des motifs de sécurité, ainsi que d'égalité devant la concurrence, être assujetties à des ratios de solvabilité qui ne soient pas axés sur les seuls risques de signature, mais tiennent également compte des risques des marchés (« *position risk* » dans la terminologie anglo-saxonne).

C'est un problème que le groupe de travail fonctionnant à Bâle entre les Banques centrales des dix principaux pays industrialisés a déjà commencé à aborder et qui est un problème difficile.

- Les Banques centrales ne peuvent qu'encourager vivement tous les efforts qui sont faits pour développer la déontologie à l'intérieur des banques ou des institutions financières. En plus de l'intérêt propre qui s'attache à l'application d'une déontologie affinée, il faut se rappeler que les fautes de collaborateurs peuvent, compte tenu des sommes en cause, être source d'affaiblissement des établissements.

La réglementation des marchés doit intégrer le fait que les établissements de crédit sont des intervenants majeurs

Un exemple pour illustrer ce besoin : les organisateurs de marchés se préoccupent eux-mêmes de règles prudentielles spécifiques (par exemple une limite à l'activité des clients sur les marchés dérivés en fonction de leurs fonds propres). Ceci intéresse les responsables de la surveillance des banques car cela s'applique aux banques et doit être harmonisé avec la réglementation bancaire. Cela intéresse également les responsables de la supervision bancaire du fait que l'harmonisation des règles prudentielles des différents types d'établissements est souhaitable.

En effet, pour la solidité générale du système bancaire et financier, il faut éviter qu'il y ait dans la chaîne des intermédiaires, des maillons faibles qui peuvent mettre en cause la solidité des autres.

Pour ces raisons, la loi a prévu en France que la Banque centrale devait donner un avis sur le règlement de fonctionnement de la Bourse et sur le règlement de fonctionnement du marché à terme des instruments financiers (MATIF).

LE BON FONCTIONNEMENT DU SYSTÈME FINANCIER

Les Banques centrales ne sont pas à proprement parler responsables de l'ensemble du système financier. Mais elles le sont assez largement de la bonne santé du système bancaire. Les deux étant très liés, ceci les conduit à s'intéresser à plusieurs aspects essentiels du fonctionnement des marchés.

Les systèmes de paiement, de compensation, de livraison-règlement

Plusieurs objectifs doivent être recherchés, qui sont essentiels pour la sécurité des banques :

- éviter la précarité juridique de certains mécanismes ;
- veiller aux décalages dans les écritures qui peuvent être dus aux changements de fuseaux horaires ;
- éviter des problèmes pratiques simplement dus au nombre considérable d'opérations ; dans des périodes difficiles des systèmes qui fonctionnent normalement bien peuvent se trouver engorgés. D'où l'intérêt d'avoir des systèmes conçus pour absorber un volume d'activités bien supérieur au volume habituel ;
- avoir des mécanismes de compensation fiables et des chambres de compensation solides.

L'exemple des compensations interbancaires transfrontières donne une nouvelle dimension à ce souci traditionnel des Banques centrales.

Celles-ci ont commencé à analyser les effets de tous ordres que le développement de tels systèmes interbancaires pourrait avoir : effets monétaires, effets prudentiels notamment.

Le nouvel état des marchés

Les Banques centrales, comme d'autres observateurs, se demandent si le nouvel état des marchés financiers est intrinsèquement plus risqué que l'ancien, si l'on appelle ancien système un système financier plus cloisonné entre pays et entre intervenants, avec un rôle beaucoup moins développé des marchés.

Ceci est une très vaste question et il y a plusieurs manières d'examiner les risques.

- D'abord sur le plan micro-économique.

Certaines observations peuvent laisser penser que le système actuel est plus risqué.

Comme on l'a vu les bilans bancaires deviennent moins transparents, alors que les marchés de

LA FINANCE MONDIALE

capitaux compétitifs et internationalement intégrés exigent que les agents économiques disposent de l'information la plus complète et la plus fine possible. De plus les risques individuels s'accroissent du fait de la complexité des opérations et parfois d'une prise de risque élevée.

Mais dans l'autre sens, il faut souligner le considérable service rendu par les marchés aux opérateurs individuels que constitue la possibilité pour ceux-ci de se dégager, c'est-à-dire de transférer les risques à d'autres.

• Sur le plan macro-économique

Là aussi des observations peuvent faire penser que le système est plus risqué qu'auparavant. La suppression des barrières entre pays, entre institutions financières et marché, se traduit par la disparition des garde-fous ou des coupe-feux érigés après la grande crise de 1929. Elle facilite la propagation des chocs, d'autant plus que le marché fonctionne 24 heures sur 24 et que l'automatisation des transactions, combinées à l'abondance et à la rapidité de l'information, permet des réactions immédiates. L'impact d'un choc initial peut d'ailleurs être multiplié par les comportements convergents des investisseurs institutionnels et par le recours à des techniques informatiques pour déclencher les ordres.

À l'extrême, certains d'ailleurs mettent en doute la capacité des marchés de l'argent (de change, monétaire, de capitaux) à parvenir spontanément à un équilibre durable. Il s'agirait non pas de marchés au sens walrasien du terme, mais de marchés spéculatifs, de rumeurs, où priment les comportements de foule, la contagion, l'imitation. Les opérateurs s'influencent mutuellement. Sur ce type de marchés, le comportement optimum pour maximiser ses gains consiste à reproduire ou plutôt à deviner et anticiper celui des autres intervenants. Ainsi peuvent naître et se développer ce que certains observateurs appellent des bulles spéculatives.

Quoiqu'il en soit, plusieurs risques de nature systémique peuvent aujourd'hui être décelés.

Il existe un contraste frappant entre la vélocité des opérations sur les marchés et la lenteur des ajustements économiques fondamentaux, notamment la résorption des déséquilibres des paiements internationaux et la réduction des déficits budgétaires. Il y a là une source possible de malentendus, d'inquiétude, de mouvements de défiance.

La négociabilité des créances distend les relations entre les débiteurs et les créanciers. Elle peut détourner de l'analyse approfondie de la rentabilité et de la solvabilité à moyen et long terme, au profit d'opportunités immédiates ou à court terme. Le système peut s'en trouver, en fin de compte, dans l'ensemble fragilisé.

Les techniques de couverture de risques peuvent encore aggraver cette tendance. Il faut garder à l'esprit qu'elles ne suppriment pas le risque, mais simplement qu'elles le déplacent. Les agents qui se couvrent n'ont plus à se préoccuper du risque devant lequel ils étaient réticents. Ceux qui l'assument s'estiment à même peut-être à tort, d'y faire face, voire le recherchent. La proportion globale du système à accepter le risque est donc accrue.

Comme l'a souligné M. Lamfalussy, Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux, il se peut que la protection d'un risque individuel donné débouche finalement sur un risque général bien plus grand. Ainsi, dans les opérations de prêts aux pays en développement, la technique des taux d'intérêt variables a protégé les banques du risque de taux, mais a contribué à la crise de la dette.

Mais en sens inverse, il apparaît que l'ensemble du système macro-économique acquiert, du fait de l'existence des marchés financiers, une plus grande souplesse et probablement une plus grande capacité à absorber des chocs affectant l'économie réelle.

Par ailleurs, après une période de transition, on peut penser que les opérateurs et les gestionnaires acquièrent une meilleure expérience, une meilleure évaluation de la réalité des risques, et donc que le risque collectif se réduit.

Deux observations intéressent les Banques centrales

• Il existe, dans l'organisation des marchés, essentiellement trois fonctions :

— La première est celle d'organiser matériellement les marchés : ce sont de plus en plus des entreprises, en concurrence les unes avec les autres, qui assurent cette fonction.

— La seconde est celle de protéger l'épargnant et l'investisseur : ce sont le plus souvent des autorités publiques qui l'exercent.

— La troisième fonction est ce qu'on peut appeler la « tutelle de fonctionnement » des marchés. Il s'agit de définir les produits admis et leurs caracté-

LA FINANCE MONDIALE

ristiques, d'apprécier les effets de levier, de définir les mesures minimales pour que la sécurité soit assurée, notamment des systèmes de règlement et de compensation, d'encadrer et de surveiller les risques pris, de déterminer des règles prudentielles.

L'exercice de cette dernière fonction doit associer les professionnels, parce que ce sont eux qui connaissent les comportements des opérateurs, et des responsables publics. Sans être responsables au premier rang de cette fonction, les Banques centrales peuvent être concernées par certains aspects.

Des dispositifs tels que les couvertures des achats lorsque la livraison des titres n'est pas immédiate, les appels de marge, ont une influence sur la liquidité des opérateurs.

Des dispositifs techniques tels que les coupe-circuits peuvent avoir une importance déterminante dans les phases difficiles où la liquidité du système peut poser problème.

Et aussi, l'atmosphère plus ou moins spéculative qui peut exister à certains moments sur les marchés est un élément qui n'est pas indifférent pour les Banques centrales, en raison de son impact sur les taux à court terme qu'elles contrôlent.

• La notion de prêteur en dernier ressort a évolué. Par leur action à l'automne 1987, les Banques centrales ont voulu éviter que des doutes sur l'existence d'une liquidité suffisante ne viennent renforcer ceux qui apparaissaient sur la solvabilité de certains établissements.

Mais ceci ne doit pas être confondu avec une sorte d'engagement permanent des Banques centrales à assurer la stabilité des marchés. Car il ne faut pas déresponsabiliser les marchés et les opérateurs ; la crise de 1987 a d'ailleurs probablement été due en partie à l'existence d'illusion sur la possibilité par certains opérateurs de retrouver leur liquidité ou de se dégager de certains placements. Par ailleurs, il est clair que la mission première de la Banque

centrale est d'assurer la stabilité de la valeur de la monnaie et non pas d'être le garant de la stabilité des marchés.

*

**

L'analyse à laquelle je viens de me livrer montre que les points de connexion entre les préoccupations des Banques centrales et la vie des marchés sont nombreux. Pour conclure deux idées principales peuvent être dégagées :

• D'abord la nécessité d'une coordination entre autorités monétaires et autorités de surveillance des marchés. Une telle coordination, si elle existe dans les moments de vie normale des marchés, permettra à chacun de mieux prendre en compte les données qui résultent de l'activité de l'autre, et de mieux faire face à des crises éventuelles. C'est dans cet esprit qu'a été créé en France, au début de 1988, un Comité de liaison des autorités monétaires et financières. Ce Comité permet l'échange d'informations, chacun restant responsable des décisions qu'il a à prendre.

• La nécessité d'un environnement économique stable. Pour toutes les raisons qui ont été dites, les marchés ont souvent tendance à surréagir. Pour qu'ils fonctionnent correctement il faut donc qu'ils aient des points d'appui ou des « *guide lines* ». Il est donc de la responsabilité des autorités qui ont la haute main sur la politique économique et la politique monétaire d'assurer que l'environnement général dans lequel fonctionnent les marchés est le moins déséquilibré possible. Les Banques centrales ont à cet égard une contribution essentielle à apporter. Elles ne peuvent l'apporter de façon efficace que dans le cadre d'une coopération internationale entre les principaux responsables économiques et monétaires. À un système financier mondial doit correspondre une gestion coordonnée de l'économie mondiale. □