

Pour une réforme du système monétaire international

Daniel Lebègue *

Dans quelle mesure le système monétaire international fondé depuis douze ans sur le régime des changes flottants est-il adapté aux objectifs qu'il doit remplir dans le contexte économique mondial qui va prévaloir d'ici la fin de la décennie ? Pour répondre à cette question, D. Lebègue examine le fonctionnement du régime actuel et ses insuffisances ; puis après avoir réfléchi sur les qualités que devrait réunir le système monétaire des années à venir, il suggère des axes de réforme et permet ainsi de faire le point sur la position française dans ce débat.

Il n'est pas de développement harmonieux et durable des échanges mondiaux sans un système monétaire international remplissant convenablement les fonctions qui lui sont imparties d'assurer la convertibilité des monnaies les unes par rapport aux autres, la correction des déséquilibres de balances des paiements et l'alimentation de l'économie mondiale en liquidités.

On cherchera dans cet article à répondre à la question de savoir si le système monétaire international, tel qu'il fonctionne depuis douze ans dans le cadre du régime dit des changes flottants, remplit de manière satisfaisante ces fonctions. Depuis des années, les autorités françaises soulignent les disfonctionnements du système et les dangers qui en résultent pour l'équilibre et le développement des échanges mondiaux. Elles proposent également des voies d'amélioration possibles, prenant appui de

* Daniel Lebègue est directeur du Trésor.

manière pragmatique sur ce qui existe pour aboutir progressivement à un système à la fois plus stable et plus équitable.

Longtemps isolée dans ce domaine, la France se félicite de ce que ses analyses et propositions soient aujourd'hui mieux comprises et plus largement partagées. Le moment approche sans doute où il deviendra possible, dans les enceintes appropriées et en faisant appel à la concertation internationale la plus large, d'engager la reconstruction du SMI.

Cet article n'a d'autre ambition que de contribuer à faire progresser la réflexion en ce sens. Il retrace d'abord brièvement l'évolution du système des changes flottants et en souligne les défauts principaux. Il définit ensuite les qualités qui devraient être celles d'un SMI adapté aux exigences de notre époque. Enfin, il présente un certain nombre de propositions relatives à la réforme du système et aux moyens de la mettre en œuvre.

Un système monétaire international inadapté

Le système monétaire international que nous connaissons aujourd'hui n'a pas été conçu intellectuellement, comme l'avait été pendant la dernière guerre celui de Bretton Woods. Il est apparu de manière empirique, sous la pression des circonstances. Certains ont d'ailleurs pu parler à son sujet de non-système. Au cours des plus récentes années, le sentiment que le désordre s'installait dans la sphère monétaire internationale a grandi. La genèse du régime des changes flottants pour les principales monnaies les unes par rapport aux autres est contemporaine d'une série de profondes secousses économiques qui se sont produites depuis la fin des années 1960. L'une d'entre elles fut bien entendu la mise en cause de la crédibilité du dollar comme actif de réserve, convertible en or, dans le contexte d'un creusement permanent du déficit des paiements courants américains. La seconde, un peu postérieure, et sans doute liée partiellement à la précédente, fut le brutal renchérissement du pétrole et l'accumulation d'énormes réserves plaçables entre les mains de quelques pays exportateurs de pétrole.

Le flottement général établi au début de la décennie 70 était alors le plus souvent conçu comme un système provisoire, une manière de « détendre les voiles » pour traverser une zone de turbulence. L'amendement aux statuts du FMI adopté en 1976 à la Jamaïque porte d'ailleurs la trace de cette ambiguïté originelle : d'un côté, on donnait une base juridique à l'existence du nouveau régime de flottement, de l'autre on rappelait aussitôt qu'il était souhaitable de revenir à des changes « stables mais ajustables ».

Selon ses promoteurs, le nouveau système devait avoir trois vertus principales : il découragerait la spéculation en augmentant l'imprévisibilité pour les opérateurs ; il assurerait automatiquement le rééquilibrage des balances de paiements courants ; il permettrait une plus grande autonomie dans la conduite des politiques nationales. Ni ces vertus, ni d'ailleurs les risques le plus souvent invoqués alors — les dévaluations compétitives en chaîne notamment — ne se sont confirmés. Mais le bilan de douze ans d'expérience du flottement peut aujourd'hui être dressé. Les inconvénients l'emportent nettement sur les avantages.

Le premier reproche que l'on peut adresser au système est sans doute le plus dérangeant, tant il remet en question un dogme bien établi : fixés par des marchés qui semblent les plus proches des marchés parfaits de la théorie — grand nombre d'opérateurs, qualité de l'information, absence d'acteur dominant — les taux de change ont pourtant atteint des valeurs incontestablement inadéquates. Sans aborder pour l'instant la question de la détermination du taux de change « correct », on constatera que ces déviations — « misalignments » en anglais — sont moins surprenantes qu'il n'y paraît. La valeur de la monnaie traduit, dit-on habituellement, l'appréciation portée par les opérateurs sur l'économie qui l'émet. Comment concevoir en ce domaine une information parfaite, dans l'instant, quant aux évolutions futures à politique inchangée, quant aux évolutions des politiques elles-mêmes ?

En revanche, les agents économiques qui opèrent sur d'autres marchés que celui des changes s'appuient pour leurs décisions sur la valeur des devises telle qu'elle est déterminée par le marché des changes. Dans le domaine des échanges de biens et services, dans celui des investissements directs à l'étranger ou des placements financiers, dans l'établissement des stratégies commerciales d'entreprises à moyen ou long terme, dans la fixation même de certaines orientations de politique économique par les autorités, ces déviations nuisent à la rationalité des choix et empêchent à coup sûr les économies de fonctionner à leur optimum.

Le second reproche est plus traditionnel bien que ses effets soient souvent moins graves, mais pour autant non négligeables : il s'agit de l'instabilité à court terme — ou volatilité — du marché des changes. L'amplitude des fluctuations s'est fortement accrue, en particulier, dans la période récente comme le montre le tableau 1.

L'intuition suggère que cette volatilité est une gêne pour les commerçants et que les échanges internationaux doivent en souffrir. Force est de reconnaître que les études savantes réalisées sur cette question sont l'objet de controverses : toutes ne mettent pas en évidence un lien de corrélation entre l'instabilité des taux de change et une moindre croissance des échanges commerciaux. Certains expliquent que les marchés à terme ont développé des instruments sophistiqués permettant aux exportateurs ou importateurs de couvrir ce risque. On omet toutefois de rappeler que ces techniques

TABLEAU 1

Variabilité journalière du taux de change de certaines monnaies vis-à-vis du dollar *

| Périodes | Deutsche Mark | Yen | Livre sterling |
|---------------------------------|-------------------|-----------|----------------|
| | chiffres mensuels | | |
| 1982 (moyennes) | 3 (0,66) | 4½ (0,76) | 2 (0,59) |
| 1983 (moyennes) | 2 (0,55) | 1 (0,52) | 1½ (0,53) |
| 1984 janvier-juillet (moyennes) | 3 (0,66) | 1 (0,42) | 2 (0,55) |
| août | 3 (0,71) | — (0,50) | 2 (0,60) |
| septembre | 7 (1,41) | — (0,43) | 7 (1,19) |
| octobre | 4 (0,74) | 1 (0,40) | 4 (0,70) |
| novembre | 3 (0,84) | — (0,41) | 2 (0,83) |
| décembre | — (0,51) | — (0,30) | 1 (0,49) |
| 1985 janvier | 1 (0,48) | — (0,31) | 5 (0,71) |
| février | 3 (1,21) | 4 (0,70) | 6 (1,09) |
| mars | 7 (1,07) | 2 (0,54) | 8 (1,48) |
| avril | 11 (1,30) | 3 (0,67) | 14 (1,53) |
| mai (1-15) | 6 (1,39) | — (0,45) | 1 (0,92) |

* La variabilité est mesurée par le nombre de jours durant lesquels les variations de taux de change dépassent 1 %. Les chiffres entre parenthèses représentent les écarts-types des variations (en %) au jour le jour des taux de change.

Source : Banque des règlements internationaux.

ont un coût qui s'ajoute aux prix de revient et que leur complexité est un obstacle souvent rebutant notamment pour les petites entreprises. On omet aussi de souligner que les utilisateurs de ces techniques ont nécessairement des contreparties : celles-ci sont attirées par un espoir de gain qui est d'autant plus grand que la volatilité des marchés est elle-même plus importante. Ainsi l'instabilité attire des capitaux spéculatifs et s'alimente elle-même.

Un troisième reproche adressé au système actuel concerne les mécanismes de formation, de répartition et de contrôle des liquidités internationales. On fait aujourd'hui davantage confiance, pour l'alimentation de l'économie mondiale en liquidités, aux mécanismes spontanés du marché qu'à une action concertée des Etats dans le cadre du FMI. Or, là encore, les mécanismes du marché n'apportent pas à eux seuls des réponses satisfaisantes. Ils dépendent excessivement du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis et des réactions impulsives des marchés de capitaux. La valeur des actifs conservés en réserve est très instable, en raison des variations de la valeur du dollar. La répartition des liquidités repose sur les critères des banques internationales qui sont généralement — et fort naturellement — des critères uniformes et à court terme. Ainsi pour les pays dépendant du crédit bancaire international, la liquidité se resserre-t-elle brutalement aux moments difficiles. Plus brutale encore est la situation des pays — et ils sont la majorité parmi les pays en développement — sans accès aux marchés de capitaux. Pour les uns et les autres, la seule ressource de trésorerie permettant de faire face à un problème temporaire de balance des paiements

se trouve au FMI ; sans doute l'intervention de celui-ci est-elle alors utile pour établir un programme économique d'ajustement. Mais ses moyens sont souvent insuffisants et le recours à une brutale contraction de la demande interne pour générer un excédent commercial apparaît alors comme la seule solution avec ses conséquences sur l'interruption du processus de développement.

Par ailleurs, les dispositifs actuels de suivi, voire de contrôle, de la liquidité internationale sous toutes ses formes sont insuffisants et n'offrent aucun garde-fou pour éviter l'emballement, ou à l'inverse pour réagir à une pénurie grave.

Enfin, le *quatrième reproche* a trait au caractère permissif du système actuel. L'autonomie des politiques économiques domestiques qui était escomptée comme un bienfait du flottement s'est révélée en même temps illusoire pour la plupart des pays, surtout de taille moyenne et petite, et déresponsabilisante pour les plus grands. Aux Etats-Unis, une politique d'accumulation des déficits a ainsi pu se poursuivre longtemps sans qu'un signal avertisseur soit donné, tant aux autorités qu'à l'opinion publique, jusqu'au point atteint aujourd'hui où l'importance de la dette interne et externe risque de contraindre les autorités américaines à un choix douloureux entre l'effacement des dettes par l'inflation ou leur remboursement avec la récession. Aujourd'hui, chacun s'accorde sur la nécessité d'une meilleure convergence, c'est-à-dire d'une coordination des politiques économiques suivies par les grands pays. Isoler son pays des influences extérieures, c'est-à-dire, dans le cas des plus grandes nations, ignorer les répercussions sur les autres de sa propre politique, ne peut plus aujourd'hui être accepté comme une attitude responsable.

Cette analyse des défauts du système actuel, conduit à définir les qualités que devrait remplir un SMI adapté aux exigences de notre époque.

Les qualités d'un système monétaire international adapté à notre époque

La première qualité d'un tel système serait de comporter un degré de contrainte suffisant pour qu'il en coûte à tous les pays de s'affranchir de ses règles et disciplines. En effet, les conséquences néfastes d'une politique monétaire de facilité se manifestent tardivement, parfois après plusieurs années. La préférence pour le présent étant généralement forte pour les gouvernements, il convient que l'avantage immédiat du rejet des contraintes de l'instant soit contrebalancé par un coût en quelque sorte politique. Pour cela, il est nécessaire que l'instauration du système soit entourée d'une certaine solennité et qu'elle soit clairement présentée comme porteuse de progrès pour le plus grand nombre.

Par ailleurs, pour les circonstances moins extrêmes et moins rares que celles où une sortie du système est envisagée, il faut mettre en place des mécanismes incitant les autorités des principaux pays à la concertation et à la coopération. Des mécanismes déclencheurs d'information réciproque et de rendez-vous sont nécessaires à cet effet ; les évolutions nominales des taux de change constituent sans doute la meilleure source de tels indicateurs ; la situation des liquidités internationales pourrait jouer un rôle important.

En résumé, on ressent le besoin d'une discipline accrue dans les relations entre les grands pays, car si l'interdépendance est souvent un thème de discours, elle semble parfois perdue de vue au moment des décisions importantes de politique économique.

Le système monétaire devrait en second lieu être plus stable. *Cette seconde qualité*, la stabilité des taux de change, n'a pas de vertu en soi ; mais elle fournit aux agents économiques un horizon mieux prévisible et permet d'opérer les choix économiques dans une perspective à long terme ; nombreux sont en effet les problèmes qui réclament de la part d'acteurs dispersés des décisions aux conséquences éloignées dans le temps : planification du développement, intégration des progrès technologiques, mise en place de stratégies de coopération internationale.

Encore faut-il que cette stabilité ne s'établisse pas sur des parités irréalistes. *La troisième qualité* d'un système de change serait donc de comporter des procédures de comparaison entre les taux de change nominaux constatés et ceux que fournissent les théories jugées pertinentes appliquées aux situations réelles des économies. Aucune parité ne saurait être considérée comme absolument incontestable. Mais, à l'inverse, un consensus peut souvent s'établir sur le caractère manifestement inadapté du niveau ou d'une évolution des taux de change. En particulier, les règles qui régissent l'ordre monétaire international influencent très significativement les arbitrages effectués par les agents économiques entre les actifs réels et les actifs financiers ou monétaires, ainsi qu'entre une affectation interne et une affectation internationale de leur épargne. Sous l'effet d'une remontée des taux d'intérêt réels partout dans le monde, il y a eu, au cours des années récentes, une accentuation de la préférence des agents pour la liquidité dont on ne peut nier qu'elle aura eu une double influence sur l'instabilité des changes par accumulation de capitaux très mobiles, et sur le chômage par retardement d'investissements productifs. Or l'absence de toute incitation à la concertation sur les taux d'intérêt mondiaux résulte en grande partie du système monétaire actuel.

Une quatrième qualité d'un bon système monétaire international serait l'équilibre qu'il maintiendrait entre les obligations et les privilèges des différents participants. Sans nier l'existence des phénomènes de domination que créent les disparités de taille et de puissance économique, on peut imaginer des mécanismes assurant une

plus grande symétrie des ajustements. Cette préoccupation doit être prise en compte à la fois dans l'exercice de la surveillance multilatérale et dans la réflexion à développer sur la création et la distribution des liquidités internationales.

Enfin, le système monétaire international a besoin d'un gardien crédible et respecté. Il lui faut un observateur techniquement irréprochable pour apprécier les évolutions, les écarts, les dérapages.

Telles seraient les principales exigences d'un système monétaire adapté au monde actuel, qui est un monde ouvert, où l'interdépendance s'accroît et où s'exprime le besoin de rapports plus équilibrés entre les pays ou groupes de pays.

Propositions pour une réforme

Les propositions présentées ci-après répondent à l'objectif d'apporter au système monétaire international un certain nombre d'améliorations en tirant parti des leçons de l'expérience et de l'état actuel du débat international.

Ces idées ont trouvé dans de nombreux travaux universitaires, une justification théorique et un surcroît de cohérence qui ont été précieux, notamment à une époque qui semble aujourd'hui dépassée où l'isolement des positions exprimées par la France était davantage souligné que leur pertinence.

On s'attachera dans le cadre de cet article à deux aspects du système monétaire international : le régime de change et les formes de la liquidité internationale. Dans plusieurs autres domaines, on peut considérer soit que la situation actuelle ne justifie pas de réforme majeure, par exemple pour ce qui est du rôle exercé par le FMI, soit que les discussions en cours au plan international devraient permettre d'aboutir dans un proche avenir à des améliorations significatives, par exemple en ce qui concerne l'exercice de la surveillance multilatérale ou les progrès à réaliser dans la coopération entre le FMI et la Banque mondiale.

Le système de change actuel pêche moins par ses caractéristiques intrinsèques que par l'extrême indifférence qu'il autorise — on serait tenté de dire, qu'il organise — aux niveaux et aux évolutions des taux de change. L'objectif principal des propositions françaises est de rendre à l'indicateur que constitue la grille des taux de change la place éminente qui lui revient dans l'orientation des politiques économiques et la concertation qui doit présider à leur élaboration.

Cette idée ne paraît plus aujourd'hui aussi provocatrice qu'il y a quelques mois. Au début de l'année 1985, les autorités britanniques ont modifié sensiblement leur

politique monétaire pour tenir compte des évolutions aberrantes que subissait la livre. Dans le processus entamé par les autorités japonaises pour internationaliser le yen, la préoccupation de la valeur de cette devise a été constante. Dernièrement enfin, les décisions prises à New York par les ministres des Finances et gouverneurs des Cinq, le 22 septembre, avaient pour point d'application direct et opérationnel la valeur du dollar par rapport aux autres devises dans une tentative conjointe de favoriser un retour à une configuration des balances de paiements moins déséquilibrée.

Malgré ces progrès on ne peut encore parler d'une évolution du système lui-même : à titre d'exemple, on peut relever des déclarations très récentes et concordantes de représentants de la Federal Reserve rappelant que le taux de change ne pouvait en aucune manière être regardé comme la principale variable de commande pour la politique monétaire américaine.

Le prolongement institutionnel logique de la réunion de New York pourrait consister en l'introduction de zones de référence pour les taux de change.

L'idée serait de fournir aux observateurs des termes de comparaison entre les taux de change nominaux observés sur les marchés et les valeurs fournies par une ou des approches plus normatives de ce que devraient être les parités. Entre les principales monnaies serait ainsi définie une grille de taux de change assortie, autour de chaque valeur, d'une plage d'incertitude. Le mode de détermination de cette valeur centrale et de cette plage n'aurait pas à être explicité avec précision dès la mise en place du nouveau système. On pourrait au début imaginer qu'un accord de principe se fasse entre les ministres des Finances et gouverneurs des pays concernés, à partir d'une approche empirique. L'habitude se prenant et les travaux de recherche se développant, une série de taux de change théoriques deviendraient rapidement accessibles comme termes de référence. L'idée générale est qu'il existe des taux de change — pas nécessairement exactement connus, ni définitivement fixés — qui sont compatibles avec une configuration stable des balances des paiements. Le FMI sait effectuer de tels calculs pour les pays en développement, même pour ceux dans lesquels les échanges de marchandises ne sont plus les seuls déterminants des mouvements de taux de change. Au sein du système monétaire européen (SME) les responsables financiers ont l'habitude de discussions franches entre eux sur le « bon niveau » des taux de change. De nombreux travaux universitaires fournissent d'intéressantes bases de départ en ce qui concerne les plus grands pays.

L'utilisation d'une telle grille de taux de change peut répondre à des objectifs progressivement de plus en plus ambitieux. A un stade très préliminaire les responsables des pays concernés pourraient convenir de se rencontrer pour analyser la situation dès qu'une déviation significative des taux de change par rapport à la grille serait constatée. Gardée initialement confidentielle, la grille elle-même pourrait être ultérieurement rendue publique. C'est alors qu'interviendraient des mécanismes plus con-

traignants, conduisant à des actions destinées à faire respecter les zones de référence. La panoplie des mesures envisageables est évidemment très étendue puisqu'elle s'étend de la simple déclaration officielle de fermeté jusqu'à la modification de la politique intérieure en passant par des interventions dans les marchés des changes.

Au terme d'un processus progressif et aussi long que nécessaire, l'institutionnalisation du mécanisme serait sans doute souhaitable. A défaut, le degré de contrainte serait insuffisant pour peser vraiment dans les moments où les choix de politique économique interne sont difficiles. Par ailleurs, cette évolution implique indéniablement l'abandon volontaire d'une partie de l'autonomie dont jouissent — ou croient jouir — les autorités monétaires d'un pays : car telle est bien la réalité de l'interdépendance. Il ne s'agit cependant pas de rigidifier à l'excès le système : des modifications de grille seraient évidemment toujours possibles.

Les objections à une telle approche ne manquent pas. Certaines, qui semblaient il y a quelques mois encore, relever de dogmes intangibles sur l'infailibilité des marchés, sont aujourd'hui tombées d'elles-mêmes. D'autres posent encore des questions sérieuses :

— le débat sur la définition des zones de référence n'est pas tranché et devra être approfondi. Cependant, compte tenu de la largeur des bandes d'incertitude envisagées (5 à 10 % de part et d'autre d'une valeur centrale), il est probable que de nombreux calculs théoriques conduiraient à des valeurs des taux de change situées dans la bande. Un solide empirisme devrait également présider à la fixation des premières zones, à partir d'une situation qui serait jugée inadéquate. Tel est le cas actuellement ; les autorités monétaires n'ont pas de zones de référence à l'esprit, mais elles guident les marchés vers une configuration unanimement jugée meilleure ;

— la capacité des autorités monétaires à guider ou à contrer les mouvements des marchés est souvent discutée. Mais là n'est pas le problème essentiel. L'enseignement de ces dernières années est que les marchés ne peuvent fonctionner correctement sans repères : les zones de référence leur en fourniraient. Par ailleurs les masses considérables mises en œuvre par les opérateurs privés dans les marchés sont gonflées par l'instabilité elle-même et par le haut niveau des taux d'intérêt qu'une meilleure concertation autour du mécanisme des zones de référence permettrait sans doute de réduire ;

— le rôle du FMI n'est pas précisé dans le schéma présenté ci-dessus ; cette omission ne correspond qu'à un souci de pragmatisme à ce stade. Au départ, les décisions devraient être prises dans le cadre d'une concertation confidentielle qui relève des contacts informels entre les principaux pays. Le Directeur général du Fonds monétaire devrait y être de plus en plus fréquemment associé. Ensuite, son rôle — qui sera essentiel — devrait être défini avec précision, en fonction des enseignements

que suggérerait la période de transition. Un amendement aux statuts devrait parachever cette évolution pour donner aux nouveaux mécanismes une certaine valeur contraignante.

Le régime de change est évidemment une pièce maîtresse du système monétaire international. Mais une réflexion approfondie doit également être menée sur le *système des liquidités internationales*, leurs formes et leur répartition. Deux types de progrès sont souhaitables dans ce domaine : la diversification des formes de la liquidité internationale et la gestion de sa répartition.

La définition de ce qu'on entend par « liquidités internationales » n'est pas aisée. Faut-il s'en tenir aux réserves publiques de change ? Faut-il inclure les lignes de crédit non tirées disponibles pour les autorités monétaires ? Ne faut-il pas tenir compte aussi des avoirs privés lorsque ceux-ci sont libellés dans des devises différentes de la monnaie du pays de résidence du détenteur, les euro-monnaies ? Nous n'avons pas l'ambition de conclure ici cette réflexion. Une observation s'impose cependant quelque soit le champ retenu : le dollar continue d'être la principale monnaie de libellé pour ces actifs ou ces réserves. D'après le FMI, les réserves publiques de change sont constituées de dollars pour 65 % en 1984 (67 % en 1980 et 78 % en 1977) ; la ventilation des euro-dépôts conduirait probablement à une part plus importante encore. On a vu que cette situation présentait des inconvénients pour tous : détenteurs des actifs qui sont soumis excessivement au risque de fluctuation d'une seule monnaie, opérateurs sur les marchés qui sont contraints de libeller leurs contrats dans la monnaie véhiculaire et de supporter soit le risque, soit le coût des couvertures, Etats-Unis eux-mêmes pour qui l'existence des euro-dollars représente une menace d'explosion de la masse monétaire domestique ou de chute brutale de la valeur du dollar en cas de conversions massives.

Le souci d'équilibre et de stabilité du SMI, incite donc à rechercher une diversification de ces avoirs. Le mouvement est engagé grâce à l'ouverture de plusieurs grands marchés de capitaux (yen, Ecu) aux opérateurs internationaux. Le phénomène le plus significatif dans cette évolution demeure sans doute l'apparition spontanée d'un grand marché de l'Ecu privé. Les opérateurs puis les investisseurs d'un nombre croissant de pays se sont intéressés à cette unité monétaire jugée artificielle au départ, puis acquérant progressivement son autonomie par l'approfondissement du marché. Mais le mouvement demeure embryonnaire à l'échelle des réserves mondiales. Il convient de l'encourager par une action volontaire des autorités monétaires. Celles-ci de leur côté ont besoin de marchés profonds, liquides et efficaces pour continuer dans la voie de la diversification des réserves. Une perspective prometteuse en la matière serait ouverte par une décision du Trésor américain de se financer partiellement, même marginalement, en devises étrangères. Acceptant de partager avec ses prêteurs étrangers le risque de change créé pour ces derniers lorsqu'ils achètent des actifs libellés en dollars, l'administration américaine fournirait du même coup aux

marchés et aux banques centrales du papier possédant la qualité nécessaire pour y investir des réserves publiques ou privées.

Le moment paraît opportun pour s'engager dans cette voie avec audace. Mais, il ne faut pas se dissimuler que la régulation d'un monde devenu multipolaire, alimenté de manière significative par plusieurs sources de liquidités, exigera des efforts de concertation accrus de la part des responsables des différents pays.

Quelle que soit la qualité de la coopération internationale, des risques de disfonctionnement existent toujours en matière de moyens de paiement internationaux dans deux domaines : celui de l'adéquation du volume global des liquidités aux besoins et celui de la répartition optimale de cette liquidité. Dans ces deux domaines, le Fonds monétaire international peut jouer un rôle accru, en utilisant plus et mieux qu'aujourd'hui l'instrument dont il dispose : le DTS.

- En ce qui concerne le dosage de la liquidité, le FMI pourrait jouer d'abord un rôle d'observateur et d'avertisseur. Lui seul dispose des moyens et de la compétence nécessaires au suivi de la situation d'ensemble. Sur la base de ces observations, il est en mesure de dire si l'on est en présence d'un besoin ou au contraire d'un excédent des liquidités internationales compte tenu de tous les autres facteurs déterminant celles-ci et des modifications éventuelles des comportements.

Son autonomie, ou du moins sa capacité à entraîner l'adhésion des actionnaires pour décider d'une politique de gestion du stock de DTS, devrait être accrue. Il faudrait examiner avec attention la possibilité de donner aux avoirs en DTS le rôle d'un stock régulateur marginal. Ce pourrait être une des acceptions de concept de « filet de sécurité » qui a été proposé dans le courant des travaux du Groupe des Dix comme un nouveau rôle du DTS.

- En ce qui concerne la répartition de la liquidité, les problèmes sont dès à présent d'une grande acuité. L'abandon complet aux marchés de capitaux du soin de répartir la liquidité entre les pays n'est, on l'a vu, pas une solution satisfaisante. Certains pays n'ont, au regard des critères de marché, aucune solvabilité et ne disposent donc d'aucune flexibilité dans la reconstitution de leurs réserves officielles. La voie unique de la réduction des importations et de l'expansion des exportations butte sur la conjoncture mondiale d'un côté et sur l'exigence du développement de l'autre. L'interruption brutale des importations n'est d'ailleurs pas sans effets sur le commerce mondial et, sans souplesse à court terme en matière de réserves, des coups d'accordéon récessifs peuvent inutilement secouer l'économie mondiale. Là encore, le FMI devrait détenir les moyens d'agir pour pallier les insuffisances intrinsèques des marchés privés de capitaux. Les allocations de DTS pourraient participer à cette fonction, quitte à les assortir éventuellement de mécanismes redistributifs puisque la création des DTS est en principe proportionnelle aux quotes-parts, ce qui ne correspond pas nécessairement aux besoins.

Les idées exposées ci-dessus ne sont pas à prendre ou à laisser ; elles sont le reflet d'une certaine insatisfaction quant à l'existant et d'une recherche d'améliorations pour le futur. Elles ont l'ambition de donner aux mécanismes de marché la liberté maximale compatible avec un cheminement vers une situation d'optimum relatif pour le plus grand nombre. Le risque est grand en effet que le désordre monétaire, s'il n'y est pas mis un terme, ne conduise à de tels déséquilibres dans les échanges réels que la tentation de réguler, de restreindre les flux économiques ne l'emporte en fin de compte.

Il nous faut aujourd'hui cheminer avec prudence mais résolution, loin du dogmatisme comme du scepticisme, vers cette réforme du système monétaire international dont l'utilité et la nécessité paraissent de plus en plus clairement perçues.