

**Le défi du système financier:
réflexions d'un banquier central**

Bruno Gehrig
Membre de la Direction générale
de la Banque nationale suisse

Exposé à "l'Association Suisse de Politique Etrangère",
Genève, le 11 mai 1999

Mesdames, Messieurs,

Je tiens d'abord à vous remercier de votre invitation et de la possibilité qui m'est offerte de m'exprimer devant vous aujourd'hui. Comme le titre de mon exposé l'indique, je n'ai pas l'intention d'aborder toutes les questions liées à la stabilité du système financier international. Cela ne serait guère possible vu l'ampleur et la complexité du sujet. Je voudrais plutôt me concentrer sur quelques points bien précis et vous faire part des réflexions d'un banquier central. A cet égard, je suis bien conscient du fait que nos connaissances sur le système financier international sont limitées et que de nombreux aspects restent incompris, que ce soit par les économistes, par ceux qui détiennent les leviers du pouvoir politique ou par les participants au marché.

Ce qui est plus clair, en revanche, ce sont les objectifs à atteindre. Il s'agit de mettre sur pied un système financier international favorisant la prospérité au niveau mondial et permettant au plus grand nombre de profiter de cette croissance. Ce système doit également pouvoir mieux résister aux crises. Afin d'atteindre ces buts, des réformes sont nécessaires. Ces réformes doivent, selon moi, être en harmonie avec les principes de l'économie de marché, car ceux-ci sont les meilleurs garants de l'épanouissement des activités économiques, de la création d'emplois et d'une prospérité accrue. Cela dit, il faut tenir compte du fait que les marchés ne parviennent pas toujours automatiquement au meilleur résultat. C'est pourquoi il existe, dans certaines situations, un potentiel pour des interventions régulatrices, pour autant que celles-ci favorisent effectivement la réalisation des objectifs visés.

Avant de me pencher sur la manière de renforcer le système financier international, j'aimerais revenir quelques instants sur le passé. Il est en effet utile de voir comment les marchés financiers ont évolué pour revêtir l'aspect global qu'ils présentent aujourd'hui.

La mondialisation des marchés financiers: un aperçu historique

L'ampleur que la mondialisation financière a prise ces dernières années peut d'abord paraître dramatique. Un grand nombre de statistiques sur les flux internationaux de capitaux ou les volumes d'affaires dans certains segments de marché confirment cette impression. Pour ne citer qu'un chiffre: le volume d'affaires quotidien des marchés des changes atteint, selon des estimations, 1500 milliards de dollars américains.

On croit souvent que la forte imbrication des flux financiers transfrontières est sans précédent. Or, avant la Première Guerre mondiale déjà, un marché des capitaux, très animé et presque libre de toute entrave, reliait entre eux les centres financiers d'Europe, d'Amérique, d'Océanie, d'Afrique et d'Extrême-Orient. Après le rapide essor du commerce international des marchandises, l'autre événement majeur a été l'établissement de liaisons télégraphiques entre les différentes régions du monde durant la seconde moitié du XIX^{ème} siècle. Grâce à cette nouvelle technologie, la durée d'exécution des transactions intercontinentales a passé d'environ dix jours à quelques heures. Une condition nécessaire à l'émergence d'un marché global des capitaux était ainsi remplie.

Par la suite, ponctuée de crises et de turbulences dues aux guerres, l'évolution des marchés des capitaux a suivi un cours irrégulier. Le marché financier international a quasiment disparu au cours de la Première Guerre mondiale pour renaître brièvement entre 1925 et 1931. Dans les années trente, la grande dépression lui a de nouveau fait subir un net repli. A cette époque, les gouvernements se sont en outre évertués à édicter des réglementations sévères, à interdire nombre d'opérations financières et, partant, à restreindre fortement l'activité des marchés financiers nationaux. L'éclatement de la Deuxième Guerre mondiale a sonné le glas du marché financier international.

Les relations financières internationales se sont désagrégées à tel point que les économies les plus importantes n'avaient entre elles, au début de l'après-guerre, que des rapports financiers et commerciaux très rudimentaires, de type bilatéral. L'entrée en vigueur du premier accord du GATT, en 1948, a inauguré une nouvelle ère pour le commerce mondial. Pendant cette période, les entraves au commerce ont été suc-

cessivement démantelées. Peu à peu, les mouvements de capitaux ont pu profiter, eux aussi, de cette tendance à l'ouverture des marchés. Réapparus définitivement dans les années soixante, ces mouvements ont connu, au cours des décennies suivantes, un développement phénoménal. Ce qui frappe, dans cette évolution, c'est l'absence presque totale de lien entre les flux commerciaux et les flux financiers. En effet, même si le commerce transfrontière de biens et de services s'est fortement accru durant les cinquante dernières années, les flux financiers liés à des opérations commerciales ne représentent aujourd'hui qu'une part infime de l'ensemble des mouvements internationaux de capitaux.

En résumé: La mondialisation des marchés financiers, observée ces dernières années, n'est pas en soi une nouveauté, mais elle se distingue nettement de celle des périodes précédentes par l'ampleur des flux financiers.

L'accroissement des mouvements de capitaux a toujours été accompagné de crises financières isolées, aux effets localement limités dans un premier temps. Au cours des vingt-cinq dernières années, cette situation a changé. La dernière crise financière a pris une dimension globale. La question - que j'aborderai maintenant - se pose de savoir si l'architecture du système financier international tel que nous le connaissons aujourd'hui est encore appropriée.

Mes réflexions à ce sujet ne suivront pas une systématique particulière. Elles n'auront pas non plus la prétention d'être exhaustives. Elles refléteront bien davantage le fait que nous avons actuellement presque tout à apprendre dans les domaines abordés et que, malheureusement, il n'y a pas de solution toute faite aux grands problèmes de l'heure.

Dans une première partie, j'évoquerai l'état actuel des discussions. Je l'ai intitulée - et c'est significatif - «Une ignorance frustrante». Ensuite, je traiterai les thèmes suivants:

- Les conditions d'une libéralisation des marchés financiers,
- Le rôle du régime de change,
- L'effet de contagion - Un défi pour la stabilité du système et, finalement,

- Le Fonds monétaire international.

Une ignorance frustrante

Un regard rétrospectif et critique sur les turbulences des deux dernières années nous invite à la modestie. Notre compréhension des forces et des tensions qui sont à l'œuvre dans un système économique et financier mondialisé est dans une large mesure incomplète. Même si la corporation des économistes - à laquelle du reste j'appartiens - parvient toujours d'une manière ou d'une autre à trouver une explication a posteriori, nous devons admettre que nous sommes très ignorants lorsqu'il s'agit de comprendre a priori un processus ou d'élaborer une mesure susceptible d'accroître l'efficacité et la fiabilité du système, en bref, de l'améliorer.

Les discussions en cours témoignent de cet état de fait. Depuis le déclenchement des turbulences en Asie dans le courant de l'été 1997, on ne parle que de crises. Les appels à réformer l'architecture financière globale génèrent une multitude de recommandations et de rapports. Sur la scène politique règne un activisme intense.

Quelque chose doit donc se passer. Les recommandations sont nombreuses et souvent contradictoires. Certains plaident pour une ouverture plus résolue des marchés financiers, d'autres pour une limitation des mouvements de capitaux; certains voudraient enrayer les rouages des marchés (telle la taxe de Tobin), d'autres plaident pour une amélioration de la liquidité du marché; certains en appellent à augmenter les ressources du FMI, d'autres à supprimer cette institution.

Un autre point ressort des discussions: l'analyse des causes des problèmes actuels a permis d'élargir le champ des recherches. Tout le monde semble d'accord pour penser que les événements des deux dernières années s'expliquent par une pluralité de causes. Lorsque la crise a éclaté en Asie, on a voulu y voir un problème régional, induit par certains comportements répréhensibles, typiques sur ce continent. Des voix se sont élevées pour dire que cette crise financière était une punition infligée pour les excès commis par les pays asiatiques, même si la punition était disproportionnée. On

a parlé de valeurs asiatiques particulières, de népotisme, de bulle spéculative peu réaliste, de manque de transparence et de délimitation peu claire entre les tâches des pouvoirs publics et celles du secteur privé.

Les épisodes ultérieurs ont placé les discussions sur un plan général. Après que le moratoire déclaré par la Russie sur le service de sa dette extérieure se fut répercuté sur le Brésil et sur certains marchés financiers aux Etats-Unis et en Europe, les réflexions sur l'architecture du système financier international ont de nouveau passé au premier plan. L'identification des lacunes du système financier international ne remplace certes pas la nécessité de poser un diagnostic sur la crise asiatique, mais le complète.

Les conditions d'une libéralisation des marchés financiers

Personne ne conteste que les mouvements transfrontières d'épargne ont permis à maintes régions, ces dernières décennies, d'enregistrer des progrès déterminants dans leur développement. Aussi serait-il particulièrement fâcheux de recourir, sous la pression des événements, à des mesures qui remettraient fondamentalement en question l'allocation internationale de l'épargne dans sa forme la plus efficace.

Mais il serait tout aussi fâcheux et même naïf de croire que l'ouverture d'une économie aux flux internationaux de capitaux ne pourrait apporter, en toutes circonstances, que des bienfaits. Au contraire, une telle ouverture, si elle est mal conçue, présente selon toute vraisemblance plus d'inconvénients que d'avantages.

L'expérience montre de manière convaincante que l'ouverture d'un système financier national tourne à la débâcle si certaines conditions ne sont pas remplies. L'importance de ces conditions a été parfois sous-estimée. La libéralisation financière doit être planifiée et mise en œuvre graduellement. Ainsi seulement, il sera possible de minimiser les risques de perturbations du système financier. Deux aspects jouent un rôle non négligeable à cet égard.

Premièrement, la priorité doit revenir aux réformes au niveau national. D'une part, il s'agit d'assurer la mise en place de règles institutionnelles qui garantissent la transparence et une gestion efficiente des entreprises ("corporate governance"). Par là, on entend notamment une tenue et un contrôle appropriés des comptes ainsi que leur publication ("disclosure") dans le secteur financier et dans les entreprises en général, mais aussi l'absence de garanties implicites de la part de l'Etat. Pour nous, Européens de l'Ouest, ces principes peuvent peut-être paraître banals et évidents. Nous ne devons toutefois pas oublier que, sous nos latitudes également, des déficiences ont été assez souvent observées dans ces domaines. Ces déficiences ont entraîné un gonflement excessif des crédits ou même des fermetures de banques.

En outre, il convient de relever que des lacunes dans la réglementation et la surveillance des établissements financiers constituent souvent un terrain propice à la corruption et à la collusion de l'économie et de la politique. La mise en place d'autorités appropriées de réglementation et de surveillance pour les établissements et marchés financiers revêt de ce fait une importance particulière. Par ailleurs, les banques doivent disposer d'une solide capacité financière, avant qu'une ouverture du système bancaire national ne soit engagée. Tous ces éléments impliquent qu'une démarche visant à accroître l'efficacité du système bancaire, par le biais de l'ouverture du marché et de la déréglementation, est une entreprise périlleuse qui prend beaucoup de temps et demande beaucoup de patience.

Les réformes du système financier national doivent être suffisamment avancées avant qu'une ouverture vers l'extérieur soit entamée. Cette ouverture - second point sur lequel j'aimerais insister - est à mener en principe graduellement et exige un traitement différencié des entrées de capitaux. La priorité doit être donnée aux investissements directs, parce que ces engagements sont durables et exercent des effets importants sur la croissance. Pour les crédits, il serait judicieux de privilégier l'entrée de fonds à moyen et long termes au détriment de l'afflux de fonds à court terme. Il existe à l'évidence de bonnes raisons de décourager les agents économiques d'effectuer des mouvements de fonds de très courte durée, qui sont, par nature, extrêmement volatils. L'expérience contredit ceux qui voient, dans toute forme de contrôle des mouvements de capitaux, une violation du principe de la libre concurrence.

L'adoption d'une imposition bien conçue des importations de capitaux à court terme peut jouer un rôle bénéfique dans le long et laborieux processus de libéralisation financière, surtout dans le système bancaire. De telles mesures, limitées dans le temps, ne remplacent pas des réformes plus fondamentales du système financier, mais elles peuvent contribuer à faciliter la réalisation de l'objectif à long terme d'une libéralisation complète des mouvements de capitaux.

Le rôle du régime de change

Le deuxième thème que j'aimerais aborder porte sur le régime de change. Le choix de ce régime représente la décision de politique économique la plus importante qu'une économie ouverte et obéissant aux lois du marché est amenée à prendre.

Lors d'un tel choix, il faut garder à l'esprit deux éléments. Premièrement, le régime de change idéal n'existe pas. Ensuite, la meilleure solution varie d'un pays à l'autre. Dans les faits, le choix s'opère en pondérant les divers avantages et inconvénients présentés par chaque régime. Ceux-ci vont des cours de change flottant librement aux cours de change absolument fixes. Bien qu'une multitude de formes mixtes se situent entre ces deux pôles, je me bornerai, dans mes développements, à examiner brièvement les avantages et les inconvénients des changes flexibles et des parités fixes.

Opter pour les changes flexibles, c'est s'assurer une grande marge de manoeuvre dans la conduite de la politique monétaire. Mais c'est aussi exposer les agents effectuant des transactions internationales au risque des fluctuations de change. Ces fluctuations, qui sont nourries par les anticipations, peuvent être si fortes et durables que de lourdes erreurs dans l'allocation des ressources et de graves dommages risquent d'affecter le secteur réel de l'économie. En Suisse, où l'industrie d'exportation joue un rôle majeur, il est important de prêter une attention particulière à cet aspect.

A l'inverse, fixer le cours de change par rapport à une monnaie de référence signifie renoncer à la possibilité de mener une politique monétaire autonome, axée sur les besoins de l'économie nationale. En fixant le cours, par exemple en dollars, la banque

centrale n'a pas d'autre choix que de s'aligner rigoureusement sur la politique monétaire des Etats-Unis. En outre, il n'est pas rare de voir des régimes de change fixe s'effondrer brutalement lorsqu'ils perdent de leur crédibilité. Cette situation résulte fréquemment d'une politique économique dont les divers éléments sont incompatibles sur la durée.

Deux constats se dégagent des expériences faites ces dernières années. De nombreux pays - émergents en particulier - ont profité du rattachement unilatéral de leur monnaie au dollar américain. En raison de ce rattachement, ils ont appliqué la politique monétaire du pays de la monnaie de référence et bénéficié ainsi de la confiance accordée à cette monnaie. D'autre part, lorsque les conditions objectives étaient réunies, ces pays ont presque toujours dû dévaluer leur monnaie sous la pression du marché. De la Thaïlande au Brésil, le scénario a été le même: les monnaies surévaluées ont été défendues à coups de ventes de devises et de relèvements des taux d'intérêt à des niveaux intenable à long terme. Les investisseurs ont pu spéculer, sans grands risques, sur une dévaluation et, ce faisant, ont encore renforcé sa nécessité. La leçon à tirer est que le combat mené pour défendre une monnaie surévaluée mais librement convertible est généralement vain. Pire, il invite les spéculateurs à prendre leurs bénéfices, acquis sans risques, au détriment des pays concernés. Il déclenche en outre - comme on a pu le constater dans de nombreux pays - des processus d'ajustement aux effets récessionnistes douloureux dans l'économie réelle.

Aussi consternant que cela puisse paraître à de nombreuses personnes, il faut admettre qu'à long terme, seuls deux régimes de change résistent aux attaques spéculatives. Le premier de ces régimes est le flottement libre, dans lequel la banque centrale ne s'engage pas à maintenir une parité donnée. L'autre régime consiste à fixer le cours de change de manière à ce que sa crédibilité ne puisse être remise en question. Dans ce cas, le pays concerné doit être prêt à subordonner sa politique monétaire à la parité fixe. Les expériences passées montrent que le maintien d'un cours fixe réellement crédible n'est possible que si cette subordination des objectifs est institutionnalisée. Les mesures les plus radicales consistent à créer une monnaie commune - comme l'euro - ou à remplacer la monnaie nationale par une monnaie étrangère, par exemple le projet discuté actuellement en Argentine. Vu que ces mesures sont prati-

quement irrévocables, on devrait d'abord soupeser leurs avantages et leurs inconvénients.

Il est extrêmement difficile d'évaluer ce qui, d'une flexibilité ou d'une fixité totale, est préférable. En tout cas, il faudra se décider pour l'une ou l'autre. Dans un monde où, comme aujourd'hui, l'argent circule très rapidement, une parité fixe peu crédible combine les maux des deux variantes: impossibilité d'utiliser les moyens d'action offerts par le régime de change flottant et impossibilité de faire face aux attaques spéculatives dévastatrices. Il n'est dès lors pas étonnant que seuls quelques pays aient réussi, pendant plus de cinq ans, à observer la discipline nécessaire au maintien d'un régime de change fixe.

L'effet de contagion - Un défi pour la stabilité du système

Le comportement de la plupart des marchés financiers peut, vu de l'extérieur, apparaître incompréhensible: des bourses enregistrent des hausses fulgurantes en très peu de temps et s'effondrent en moins de temps encore; certains titres multiplient leur valeur par dix, voire par cent en quelques mois; les cours de change entre des monnaies importantes, comme le dollar américain, le yen ou l'euro, peuvent se revaloriser ou se déprécier de dix ou même vingt pour-cent en quelques semaines, sans que les données fondamentales y soient apparemment pour quelque chose. Le profane n'est pas le seul à s'interroger sur les causes possibles de ces évolutions. Les spécialistes des marchés de la finance ont eux-mêmes de la peine à trouver des explications cohérentes à ces phénomènes. De fait, la psychologie des marchés est difficile à saisir. La conjugaison de plusieurs facteurs, en particulier les attentes exagérées ou le comportement grégaire des investisseurs, joue assurément un rôle à cet égard.

De la forte interpénétration des différents marchés ou segments de marché, il résulte qu'une chute des cours à Wall Street ne reste généralement pas sans conséquences sur la plupart des autres places boursières. Même une crise monétaire, qui semble à première vue clairement confinée à un espace géographique déterminé, peut très bien se propager à d'autres pays à la vitesse de l'éclair.

Ces phénomènes de contagion occupent une place centrale dans la perspective de la stabilité du système. A travers la réaction des marchés, ils répercutent les chocs qui surviennent dans un pays sur d'autres économies nationales; ces dernières, sans être semblables en tous points à ce pays, en partagent certaines caractéristiques. Une faiblesse des structures économiques ou une déficience de la politique économique qui, jusque-là, étaient passées inaperçues, prennent subitement une dimension importante aux yeux des agents opérant sur les marchés financiers.

L'effet de contagion constitue un réel danger pour la stabilité du système. En transmettant les turbulences d'un pays à un groupe de pays, il provoque des dysfonctionnements macroéconomiques sur une large échelle. Il en résulte des chocs au niveau des cours de change, des pertes de patrimoine et, partant, une contraction des crédits. Un tel resserrement déclenche presque toujours une récession, qui frappe principalement les couches défavorisées de la population. Les coûts sociaux des crises financières sont immenses et dépassent, souvent d'un multiple, les pertes que doivent subir les investisseurs internationaux.

Il ne sera sans doute jamais possible d'éliminer le risque de contagion. Mais on peut au moins réfléchir aux mesures susceptibles de réduire la probabilité et l'ampleur de ce phénomène. Dans de nombreux pays récemment en crise, l'endettement excessif en monnaies étrangères, lié à la promesse des autorités de défendre la parité à tout prix, a constitué le cœur du problème. Des cours de change plus souples et une transparence accrue sur l'état de l'endettement semblent de nature à prévenir des réactions démesurées et, ainsi, à réduire les sorties massives de capitaux des pays touchés par une vague de pessimisme. De toute évidence, les débiteurs et les autorités des pays concernés, mais aussi les créanciers, n'ont pas accordé suffisamment d'attention à la structure des échéances de la dette extérieure. Des projets à long terme ont été financés trop légèrement, avec des fonds à court terme, ce qui a fortement augmenté la vulnérabilité aux chocs dans les cas de brusques retraits de capitaux. Sur ce point aussi, il est urgent d'accroître la transparence. L'effet de contagion est généralement lié à un manque d'information. Si la qualité de l'information s'améliore, les chances augmentent aussi de voir les marchés financiers réagir de manière plus différenciée et plus appropriée.

Enfin - et ce point est à mon avis le plus important -, les gros investisseurs doivent tirer les leçons des expériences récentes. Ils doivent surtout abandonner deux illusions: la première consiste à surestimer la liquidité des marchés, et la deuxième, à trop se fier aux possibilités de la diversification.

Après la défaillance ("default") de la Russie, il est apparu clairement que les investisseurs, opérant typiquement selon les principes modernes de la gestion des risques ("value-at-risk"), ont été confrontés à deux surprises: les marchés se sont révélés nettement moins liquides que prévu et les effets de la diversification, supposées fiables, ont disparu. En effet, en cas d'ajustement à un choc, certains principes essentiels de la gestion des risques ne s'appliquent plus, étant donné que les principaux participants au marché réagissent tous de la même manière. Il est bien évident qu'un marché sur lequel tous les grands opérateurs se sentent obligés de réagir dans le même sens est bloqué. Les expériences faites récemment devraient réduire le goût du risque chez les investisseurs. Elles peuvent ainsi contribuer à une évolution moins excessive et plus stable et, par conséquent, à diminuer le risque de contagion.

Le Fonds monétaire international

La dernière partie de mon exposé est consacrée au FMI et à son rôle dans le système. Les performances du Fonds monétaire, ces deux dernières années, n'ont certainement pas donné entière satisfaction. Si les programmes d'aide à la Thaïlande et à la Corée du Sud ont été positifs, ceux en faveur de l'Indonésie, de la Russie et du Brésil se sont soldés par des résultats insatisfaisants. Les raisons de ces déficiences sont multiples. Dans certains cas, les sommes prêtées n'ont pas suffi à calmer les marchés. Plus fondamentalement, les programmes d'ajustement macroéconomiques qui sont liés à l'octroi de crédits par le FMI se sont révélés insuffisants pour convaincre les marchés. En ce qui concerne le Brésil, il faut constater que le trop long maintien du réal à un cours surévalué n'était pas crédible, ce qui a permis aux créanciers de mettre leurs fonds à l'abri et de reporter sur des tiers les risques de pertes. Cet épisode n'incite pas les participants au marché à soupeser soigneusement les risques. Il illustre une fois de plus le phénomène du risque moral ("moral hazard").

Supprimer le Fonds à cause de ces insuffisances, comme d'aucuns le recommandent, ne serait pas une bonne solution. Car, outre l'octroi de crédits, le Fonds remplit des tâches indispensables. Il encourage en effet la coopération internationale sur les questions monétaires et dispense des conseils de politique économique aux gouvernements. Personne ne peut vraiment contester que, ces dernières années, le Fonds a apporté une aide efficace à de nombreux pays en matière de politique économique et fourni un appui indispensable à de nombreux gouvernements dans leurs efforts pour introduire des réformes impopulaires, mais essentielles. Je suis convaincu que la libre circulation des capitaux, un facteur favorable à la prospérité, a besoin d'une institution supranationale, capable d'accorder s'il le faut des crédits à un pays.

C'est une nécessité, car les flux de capitaux - comme je l'ai déjà mentionné - peuvent, de par leur grande volatilité, être pris assez facilement dans les accès de panique sur les marchés financiers. Dans certaines situations, l'octroi conditionnel d'un crédit peut atténuer ce genre de choc et empêcher un effet de dominos. Malgré cela, le Fonds lui-même et le système financier international doivent faire l'objet de réformes.

De nombreux travaux sont en cours dans ce domaine. Il semble opportun de distinguer quatre axes principaux.

Premièrement, de nombreux éléments plaident - comme je l'ai déjà dit - en faveur d'une plus grande flexibilité des cours de change. Des dévaluations brutales de cours de change, chocs qui affectent à intervalles réguliers tout régime de change fixe, seront ainsi atténuées. Il sera possible de limiter le risque moral qui précède les dévaluations, mais aussi les effets récessifs des ajustements nécessaires de la politique économique, qui suivent les dévaluations. Par ailleurs, il est encourageant de constater qu'il existe, dans pratiquement tous les pays récemment confrontés à une situation de crise, une ferme volonté d'accroître la flexibilité des cours de change. Je suis persuadé que ces enseignements sont, pour la stabilité du système financier, plus importants que toutes les autres mesures actuellement en discussion.

Deuxièmement, l'ampleur des crédits octroyés par le FMI est préoccupante. Le Fonds devrait se concentrer de nouveau sur ses tâches traditionnelles de conseiller, de médiateur et de catalyseur. La nouvelle facilité de crédit contingent, créée à l'instigation

des Etats-Unis, est une mesure douteuse. Cette facilité s'adresse aux pays qui, tout en suivant une bonne politique économique, devraient subir les effets d'une crise dans laquelle ils n'ont aucune responsabilité. Grâce à l'intervention des Européens, elle a été assortie de conditions assez strictes qui - et c'est heureux - soulignent son caractère préventif. Le recours accru à la flexibilité des changes devrait à l'avenir décharger sensiblement le FMI de ses tâches de bailleur de fonds. Une part non négligeable des crédits accordés dans un passé récent a servi en effet à défendre en vain des parités surévaluées.

Troisièmement, des solutions efficaces doivent être trouvées pour intégrer davantage le secteur privé dans la résolution des crises. La discipline de marché ne peut en effet fonctionner que si les créanciers ont à supporter toutes les conséquences de leurs actes. La question de la participation des investisseurs et créanciers privés à la prévention et à la résolution des crises financières occupe une place centrale dans les discussions en cours sur la réforme du système financier international. Des recettes éprouvées et universelles n'existent certainement pas. De plus, il est extrêmement délicat de résoudre cette question, car la participation des créanciers privés pourrait aisément avoir des effets contraires aux buts recherchés. Il est cependant nécessaire de poursuivre la réflexion sur la manière de répartir les charges entre les secteurs privé et public, afin, d'une part, d'épargner les ressources du FMI et, d'autre part, de faire porter aux créanciers toutes les conséquences de leurs actes. N'oublions pas que la crise de l'année dernière a résulté en grande partie d'incitations erronées.

Enfin, l'ensemble des efforts entrepris au titre de l'application des standards internationaux méritent d'être soutenus. Ces standards concernent la surveillance des banques et des marchés financiers, la transparence dans les secteurs public et privé, l'établissement des comptes et le droit de la faillite. L'application de standards internationaux de sécurité et de transparence vise à mettre en place une infrastructure institutionnelle capable de rendre plus stable et plus fiable le processus d'allocation des ressources dans le monde.

Conclusions

Le chemin vers la consolidation du système financier international sera long et, sur bien des points, controversé. Assurément, aucune formule magique ne permettra de résoudre rapidement les problèmes. Pour relever efficacement le défi, nous avons davantage besoin d'artisans engagés et compétents que d'architectes appelés à redessiner les plans de l'édifice financier international. Il serait très fâcheux que le retour à un certain calme sur les marchés financiers, tel que nous l'observons aujourd'hui, ralentisse les travaux en cours. Les coûts sociaux des crises financières sont en effet si élevés qu'il vaut la peine de fournir de grands efforts pour accomplir des progrès, même modestes, dans le renforcement de la stabilité du système financier international. Je vous remercie de votre attention.