

**La nouvelle architecture du système monétaire international**  
**Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods**  
**The New International Monetary Architecture**  
**Back to the Spirit of Laws of Bretton Woods**

Jean-Pierre Allegret and René Sandretto

Volume 76, Number 3, septembre 2000

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/602331ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/602331ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Allegret, J.-P. & Sandretto, R. (2000). La nouvelle architecture du système monétaire international : revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods. *L'Actualité économique*, 76(3), 437–456. <https://doi.org/10.7202/602331ar>

Article abstract

Globalization is producing in-depth changes in international monetary and financial relations. A new International Monetary System is emerging, which is strongly integrated on a Worldwide scale and dominated by private financial markets. In other words, as a consequence of this globalization process, the spirit of Bretton Woods has been forsaken. In this new IMS, emerging markets adopting a liberalization of capital account process have been hit by banking and monetary crises. Is this new instability era irreversible? Is it possible to come back not to the Bretton Woods agreements, but to the spirit of Bretton Woods? What is the right way to move to it? Why is this trail so steep? This paper advances some propositions about the kind of institutional framework suitable to stabilize induced by the global monetary and financial system. In the light of the diagnostic of recurrent monetary crises, the limits of the new architecture proposed by the IMF are stressed. We suggest another answer based on rules assigned to produce a public good: the global monetary and financial stability.

## *La nouvelle architecture du système monétaire international*

### *Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods\**

Jean-Pierre ALLEGRET

CNRS

GATE

René SANDRETTO

GATE

**RÉSUMÉ** – La globalisation a produit de profondes transformations des relations monétaires et financières internationales, avec l'émergence d'un système monétaire et financier intégré planétairement et dominé par la finance privée ou, en d'autres termes, par l'abandon de l'esprit de Bretton Woods. Ainsi, le basculement d'un système monétaire et financier conduit par les états à un système où les marchés prédominent soulève la difficile question de l'équilibre à trouver entre la liberté de ces marchés et la provision de biens publics destinés à stabiliser l'économie mondiale. En effet, le processus d'intégration financière internationale est rythmé par des crises monétaire récurrentes qui tranchent par rapport à la stabilité du régime monétaire de Bretton Woods. Cet article avance quelques propositions concernant les arrangements institutionnels sous-jacents à la formation d'un système monétaire et financier globalisé qu'il convient de stabiliser. À la lumière du diagnostic des crises monétaires répétées, les limites de la nouvelle architecture proposée par le FMI sont soulignées. Un autre type de réponses est proposé, en termes de règles destinées à produire le bien public qu'est la stabilité monétaire et financière internationale.

**ABSTRACT** – *The New International Monetary Architecture: Back to the Spirit of Laws of Bretton Woods.* Globalization is producing in-depth changes in international monetary and financial relations. A new International Monetary System is emerging, which is strongly integrated on a worldwide scale and dominated by private financial markets. In other words, as a consequence of this globalization process, the spirit of Bretton Woods has been forsaken. In this new IMS, emerging markets adopting a liberalization of capital account process have been hit by banking and monetary crises. Is this new instability era irreversible? Is it possible to come back not to the Bretton Woods agreements, but to the spirit of Bretton Woods? What is the right way to move to it? Why is this trail so steep? This

---

\* Nous remercions pour leurs remarques et suggestions sur une version précédente de ce texte J.G. Mulligan, M. Mannin, B. Spahn ainsi que le rapporteur anonyme de la Revue.

paper advances some propositions about the kind of institutional framework suitable to stabilize induced by the global monetary and financial system. In the light of the diagnostic of recurrent monetary crises, the limits of the new architecture proposed by the IMF are stressed. We suggest another answer based on rules assigned to produce a public good: the global monetary and financial stability.

## INTRODUCTION

Avec la dislocation de l'ordre de Bretton Woods, la régulation du système monétaire international, jusqu'alors assurée par des autorités publiques nationales et internationales, a fait place à une régulation fondée sur un plus libre fonctionnement des marchés. Cette transformation systémique, au cœur du processus de globalisation financière, a été accompagnée par un changement d'attitude et de doctrine de ces autorités et, en particulier, du Fonds Monétaire International (FMI). Dans le courant des années quatre-vingt, le Fonds s'est converti à une préférence inconditionnelle en faveur de la libéralisation et de l'ouverture extérieure des économies. Sa doctrine s'alignait ainsi sur le nouvel ordre monétaire et financier planétaire : l'abandon des bases de l'ordre de Bretton Woods trouvait son parachèvement avec l'abandon de ce qui avait inspiré cet ordre.

La violence des turbulences financières qui ont affecté les pays émergents à partir du milieu des années quatre-vingt-dix a tempéré cette attitude et fait prendre conscience de l'urgente nécessité de consolider l'architecture du système monétaire international (première section). Un diagnostic approfondi portant sur les caractéristiques et les mécanismes de ces crises d'un nouveau type est évidemment un préalable à la conception des thérapeutiques destinées à renforcer la capacité de résistance des économies émergentes aux chocs externes et à accroître la stabilité du système financier à l'échelle globale. Or, les premières mesures adoptées depuis cinq ans ne nous paraissent pas tirer pleinement les leçons de ces années tumultueuses. Les réformes contenues dans la nouvelle architecture du système financier international, bien que nécessaires, ne sont sans doute pas suffisantes pour prévenir efficacement les crises ou en limiter significativement les effets (deuxième section). D'autres mesures plus radicales nous paraissent nécessaires (troisième section).

### 1. LES CRISES DU 21<sup>E</sup> SIÈCLE

Les crises financières ne sont pas un phénomène nouveau, puisqu'au cours des vingt dernières années, 125 pays ont été confrontés à ce problème. Cependant, les crises des années quatre-vingt-dix en Asie du Sud-Est et en Amérique latine offrent des caractéristiques originales qui les distinguent des crises antérieures. En premier lieu, les crises monétaires se déclenchent brutalement, sans qu'il soit toujours possible de les prévoir, malgré les progrès qui ont été réalisés dans l'élaboration d'indicateurs d'alerte précoce. En deuxième lieu, les difficultés bancaires et monétaires tendent de plus en plus fréquemment à apparaître de manière simultanée, exprimant une forte imbrication des facteurs de fragilité

financière, ainsi qu'une modification de la séquence des manifestations de crise (antérieurement aux années quatre-vingt-dix, les difficultés bancaires apparaissaient comme l'aboutissement d'autres désordres, alors qu'elles en sont désormais un des premiers symptômes). Enfin, la contagion des crises est d'une ampleur sans précédent. Ces trois faits stylisés caractérisent un changement de nature des crises monétaires des années quatre-vingt-dix par rapport aux décennies précédentes. En effet, alors que ces dernières avaient été largement impulsées par le compte courant – et par là même par des déséquilibres réels – les crises récentes sont davantage conduites par le compte de capital, ce qui souligne l'importance des facteurs financiers et, en particulier, le rôle déterminant de la liquidité dans les déséquilibres monétaires et financiers actuels<sup>1</sup>.

Face au défi de ces crises, la doctrine du Fonds a connu un nouvel infléchissement : l'ordre du jour n'est plus la libéralisation inconditionnelle, rapide et complète, mais la libéralisation en temps utile, progressive et ordonnée. La justification usuelle de cette nouvelle attitude prend appui sur les asymétries d'information, source de défaillance des marchés. L'asymétrie d'information favorise en effet des comportements mimétiques de la part des investisseurs qui peuvent être sources d'instabilité et de violents retournements des marchés. La reconnaissance de ces pannes des mécanismes de marché milite en faveur d'interventions publiques. Elle a aussi conduit le Fonds à préconiser une gestion de l'ouverture et une libéralisation soumise à des préconditions et insérée dans une séquence maîtrisée de réformes œuvrant à la consolidation des fondamentaux des économies nationales.

Pour mieux comprendre la nature et les caractéristiques des crises des années quatre-vingt-dix, il est nécessaire d'examiner plus attentivement le jeu des déterminants à l'origine de celles-ci. Selon que l'on privilégie les influences exogènes ou les facteurs endogènes aux économies concernées, deux diagnostics peuvent être effectués qui débouchent sur des préconisations thérapeutiques différentes.

### 1.1 *Des crises nationales, produits de la globalisation financière*

Un premier diagnostic possible consiste à souligner le rôle déterminant des facteurs exogènes aux pays affectés. Dans cette perspective, la cause la plus fréquemment mise en avant est l'extrême volatilité des déplacements internationaux de capitaux qui, dans des contextes de tensions financières internationales, sont susceptibles de se retirer de manière non discriminée des marchés émergents où ils ont été placés, parfois sur la base de simples rumeurs, quant bien même les fondamentaux de certains de ces pays sont sains.

Les flux de capitaux privés à destination des pays émergents ont été particulièrement instables au cours des dernières années. Ils ont commencé à croître très rapidement au début des années quatre-vingt-dix, pour atteindre en termes

---

1. En ce sens, voir notamment Rodrik et Velasco (1999).

bruts 213 milliards de dollars en 1996, avant de s'effondrer à moins de 60 milliards de dollars en 1998. En termes nets, la violence des retournements est aussi impressionnante. Lors de la crise du peso, le retournement des flux de capitaux entre le pic de 1993 et 1995 a représenté 13 % du PIB mexicain. Au cours de la seule année 1997, les cinq pays asiatiques les plus durement frappés par la crise ont connu un retournement équivalent, en moyenne, à plus de 10 % de leur PIB.

Si la crise est principalement liée à des causes exogènes aux économies affectées, on comprend qu'il soit extrêmement difficile d'en prévoir l'éclatement. Le fait que les indicateurs d'alerte usuels aient été pris en défaut lors de la crise asiatique, surprenant ainsi tous les observateurs, milite en faveur de ce premier diagnostic.

En outre, cette interprétation implique que l'extension de la crise tend à s'opérer essentiellement par une logique de contagion pure (Masson, 1998) ou, en d'autres termes, selon des mécanismes largement indépendants des données fondamentales des économies contaminées. L'extension de la crise s'opérerait donc selon des séquences temporelles et spatiales qui, par définition, seraient elles aussi difficilement prévisibles. Corrélativement, aucun pays ne serait à l'abri. La crise revêtirait alors un caractère autoréalisateur. Les comportements panurgéens des agents, la fuite vers la qualité, le recours aux opérations à effet de levier, etc. peuvent expliquer la plus grande contagiosité des crises récentes.

Enfin, la transmission aux pays émergents des chocs externes s'accompagne fréquemment d'une amplification des perturbations. Ce phénomène a été théorisé sous le nom d'effet de mousson (*monsoonal effect*) par Masson (1998) : un changement, même relativement mineur, intervenu dans les grands pays industriels peut provoquer des perturbations violentes dans les pays du Sud lorsque l'économie de ces pays est fortement intégrée aux marchés financiers internationaux. Les flux de capitaux à destination des pays émergents sont en effet extrêmement sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt pratiqués dans les grands centres financiers mondiaux. Ce mécanisme est effectivement présent à la fois dans le déclenchement de la crise mexicaine (tension de la politique américaine en 1994) et dans le cas de la crise asiatique (tension sur les titres longs au Japon en 1997).

Une autre source évidente d'effet de mousson provient de la volatilité des taux de change. Depuis l'avènement des changes flexibles au milieu des années soixante-dix, les taux de change des principales devises – dollar, mark et yen – ont connu d'amples fluctuations tant en termes nominaux qu'en termes réels. Ainsi, entre 1976 et le début de l'année 1980 pour le yen, et entre la fin de 1980 et le début de 1987 pour le dollar, les taux de change réels ont varié dans une plage de fluctuations de 40 à 60 % (Isard et Faruqee, 1998). Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le yen a connu une variation à la hausse puis à la baisse de plus de 30 % en termes réels. Au cours de la période 1994-97, les principales fluctuations des changes ont concerné, non pas les monnaies des économies émergentes asiatiques, mais celles du G-3. Or, les fluctuations exceptionnelles du yen contre le dollar ont exercé une influence déstabilisante sur les balances des paiements des pays asiatiques en crise.

Si les crises s'expliquent par contagion pure ou si les économies émergentes sont particulièrement exposées aux chocs externes, alors l'ouverture financière peut être considérée, du point de vue du pays contaminé, comme un facteur prépondérant d'exposition au risque de chocs externes : elle conduit à immerger plus largement l'ensemble de l'économie nationale dans les turbulences de l'environnement extérieur. Dès lors, le maintien de dispositifs de contrôle des changes et de restrictions appliquées aux mouvements de capitaux insularise le pays et le soustrait au risque de crise. Ces mesures peuvent alors être considérées, dans certaines circonstances, comme une stratégie efficace de préservation des crises (*infra*, troisième partie).

### 1.2 *Des crises liées à la fragilité des économies nationales*

Si, à l'inverse, la crise que subit un pays est interprétée principalement comme le résultat de facteurs endogènes, ce qui est en cause n'est pas le comportement des prêteurs ou des investisseurs étrangers, mais celui des agents domestiques et la fragilité préexistante des économies : déficit public et endettement excessifs, déficiences du système bancaire, mauvaise allocation interne des apports extérieurs, etc.

Dans le cas des crises asiatiques, la fragilité des systèmes bancaires nationaux et la faiblesse de la supervision bancaire ont effectivement été déterminantes. À l'appui de cette thèse, nous pouvons constater par exemple que la crise a revêtu des formes aggravées (faillites bancaires, panique des déposants et crise de liquidités aiguës) dans les pays où la fragilité des systèmes bancaires était la plus marquée, en comparaison des pays à structures bancaires plus solides (Chili, Brésil, Hong Kong, Taiwan).

Si la crise que connaît un pays est essentiellement d'ordre endogène, la libéralisation (interne et externe) ne peut être tenue pour coupable du déclenchement de celle-ci. La libéralisation ne peut pas non plus être incriminée au niveau des mécanismes de contamination dans la mesure où celle-ci s'opère par les fondamentaux : la transmission de la crise d'un pays à l'autre est provoquée par la vulnérabilité des pays contaminés (insuffisance des réserves de change face aux engagements externes, monnaie surévaluée, fragilité bancaire, etc.). À l'image d'un effet de dominos, la contagion suit alors des lignes privilégiées, assez facilement prévisibles.

### 1.3 *Des crises complexes à facteurs imbriqués*

Aujourd'hui, les interprétations des crises récentes tendent à s'ordonner autour de deux schémas opposés : soit nous considérons qu'elles reflètent l'existence de paniques financières autoréalisatrices et imprévisibles dans des marchés financiers intrinsèquement instables, justifiant une extrême prudence dans la libéralisation financière ; soit ces crises sont le résultat de vulnérabilités préalables

pouvant être identifiées par des signaux d'alerte précoce qui requièrent une action correctrice des autorités. On aura reconnu ici l'opposition entre des auteurs tels que Wyplosz (1999) d'un côté, et Tornell (1999) de l'autre.

Il nous semble que les crises financières des pays émergents ne peuvent pas être réduites, sans appauvrissement, à l'un ou l'autre des termes de cette alternative. Selon nous, ces crises ne sont ni exclusivement endogènes, ni exclusivement exogènes. Ces deux catégories de facteurs se combinent intimement. Telle est, nous semble-t-il, l'une des principales leçons qu'il convient de tirer de l'expérience des années 1994-98 : la tourmente financière s'explique par l'imbrication de ces causes. Elle seule permet de comprendre à la fois les mécanismes de déclenchement et les mécanismes de propagation.

Corrélativement, la distinction habituelle entre crises liées aux fondamentaux et crises autoréalisatrices est sans doute moins robuste qu'elle ne paraît à première vue.

L'explication des crises par les fondamentaux (facteurs endogènes) a une portée limitée, pour certains épisodes, lorsque l'explication n'a pu être donnée qu'*a posteriori*. En effet, toute économie, quelle qu'elle soit, présente toujours quelques zones de fragilité. Par suite, lorsqu'une crise intervient sans qu'elle ait été prévue, la crédibilité des réinterprétations *ex post* est amoindrie. Les explications apportées après coup tendent à s'apparenter à des rationalisations *ad hoc* qui façonnent ou subordonnent les faits aux exigences du cadre théorique d'interprétation.

Inversement, il est vrai que toute crise autoréalisatrice doit bien prendre appui sur certaines vulnérabilités sous-jacentes, mais les éléments qui apparaissent *a posteriori* comme des faiblesses n'étaient pas appréhendés comme tels antérieurement à la crise (c'est en ce sens que la crise peut être qualifiée d'autoréalisatrice). Ces fragilités, ou bien n'étaient pas perçues comme pouvant être porteuses de crise, ou bien n'étaient pas apparentes *a priori* et ont été révélées par la crise, notamment parce que celle-ci conduit les opérateurs à réinterpréter de manière radicalement différente l'information dont ils disposaient antérieurement sur la situation du pays. *Mutatis mutandis*, le concept de crise autoréalisatrice soulève donc, selon nous, une objection similaire à celle qu'appelle l'interprétation inverse. Les chocs externes déstabilisent d'autant plus sûrement une économie que leur impact est porté par les caractéristiques structurelles des économies qui les subissent. Si les économies émergentes d'Asie ont souffert de l'effet de mousson du fait de leur grande sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change à l'étranger, c'est dans une large mesure parce que leurs monnaies étaient strictement ancrées au dollar antérieurement à la crise.

De notre point de vue, la distinction entre crises liées aux fondamentaux et crises autoréalisatrices s'avère simplificatrice car associée, pour chacune de ces deux formes pures, aux deux extrémités du spectre des possibilités :

- celle de la totale imprévisibilité, dans laquelle la survenance éventuelle de la crise n'est pas une question qui se pose (qui puisse même être imaginée);

- celle de la parfaite prévisibilité où la question pertinente n'est pas de savoir si et où la crise se produira, mais plutôt de savoir quand elle interviendra.

Or, la prévisibilité n'est pas binaire. Elle est une question de degré. Ceci est particulièrement vrai des phénomènes financiers pour lesquels les mécanismes sont largement déterminés par les anticipations et par le jeu sur informations qui interconnecte tous les acteurs des marchés financiers à l'échelle globale<sup>2</sup>.

## 2. LA NOUVELLE ARCHITECTURE EN QUESTION

Réfléchir sur la nature des crises financières récentes n'a rien d'une spéculation abstraite. La thérapeutique qu'il convient d'appliquer doit en effet être fondée sur le diagnostic concernant les racines du mal à traiter. Les réflexions qui précèdent peuvent aider ainsi à apprécier l'intérêt et les limites des réformes qui ont été engagées depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.

Ces réformes comportent deux volets : il s'agit, d'une part, de tenter de prévenir le déclenchement (et la propagation) des crises et, d'autre part, d'en réduire les conséquences.

### 2.1 *Les lignes de force de la nouvelle architecture*

L'action curative est tout à fait traditionnelle. Elle consiste à élargir les moyens financiers qui peuvent être mobilisés pour venir en aide aux pays en difficulté. Cinq principales initiatives ont été prises en ce sens au cours des dernières années :

- la création d'un mécanisme de financement d'urgence, plus souple et plus rapide que les financements traditionnels (en 1994);
- la conclusion des Nouveaux Accords d'Emprunts (NAE), conçus, à une échelle plus vaste, sur le modèle des Accords Généraux d'Emprunts (AGE) des années soixante;
- l'accroissement de 45 % des quotes-parts (leur montant total est porté à 288 milliards de dollars);
- la création d'une allocation exceptionnelle de DTS d'un montant de 21,4 milliards de DTS, soit un doublement des montants déjà alloués aux pays membres;

---

2. Dans le même ordre d'idée, Jeanne (1997) considère qu'hormis l'éventualité de fondamentaux soit très favorables, soit franchement défavorables, il existerait une zone critique caractérisée par des équilibres multiples. Dans cette zone intermédiaire, une attaque spéculative éventuelle est autoréalisatrice en ce sens qu'elle résulte d'un changement de comportement des opérateurs et non d'une modification brutale des fondamentaux (passage d'un équilibre optimiste à un équilibre pessimiste). Pour autant, l'attaque n'est pas aléatoire, puisqu'elle résulte d'une fragilité antérieure de l'économie, c'est-à-dire de son entrée dans la zone à risque, induite par la dégradation de ses fondamentaux.

- la création (en décembre 1997) d'un nouvel instrument de financement d'urgence : la Facilité de Réserve Supplémentaire qui a été utilisée pour la première fois en janvier 1998 pour la Corée du Sud.

L'élargissement de la palette des instruments de financement vise non seulement à accroître la capacité d'intervention du Fonds, mais aussi et surtout à augmenter sa rapidité d'intervention. La mise en place, en avril 1999, de la ligne de crédit de prévention (LCP) est une étape nouvelle dans l'engagement du FMI. En effet, avec la LCP, le FMI s'efforce de combiner les mesures curatives, la prévention et l'action sur les incitations (réduction de l'aléa moral). La LCP consiste en une possibilité d'accès à des ressources financières additionnelles *a priori* non plafonnées (mais vraisemblablement de l'ordre de 300 à 500 % du quota). Elle est mise à la disposition des pays qui respectent des conditions de bonne conduite et de bonne gestion (avec possibilité de déqualification chaque année). Elle est destinée non pas à remédier à des difficultés effectives, mais à offrir aux économies à solides fondamentaux un rempart dissuasif contre les risques de contagion. C'est surtout un moyen de bâtir une préconditionnalité et de consolider le pouvoir du Fonds à l'égard des États membres.

L'originalité essentielle des réformes en vue de l'édification d'une nouvelle architecture financière porte donc essentiellement sur les mesures préventives. L'ordre du jour de ces réformes tient en un mot : la transparence.

La prévention des crises financières passe par l'amélioration de l'information des agents sur la situation des états, renforçant ainsi la transparence des marchés. En informant les opérateurs sur la situation macroéconomique des pays, notamment à l'aide d'indicateurs avancés, les autorités tentent de contenir les phénomènes de surréaction aux effets fortement déstabilisateurs. Le système d'alerte précoce est fondé sur une batterie d'indicateurs tels que l'état des réserves de change, l'évolution de la balance des paiements, le niveau du déficit budgétaire, l'inflation et les taux d'intérêt domestiques. Il est destiné à détecter à l'avance le risque de crise et d'en prévenir ainsi l'apparition ou, du moins, d'en réduire la gravité en évitant l'accumulation de déséquilibres.

En avril 1996 a été créé un dispositif plus général et systématique de diffusion d'informations, le *Special Data Dissemination Standard* (SDDS), qui organise, sur une base volontaire, la collecte et la diffusion de données portant sur des variables clés de politique économique, de la situation monétaire et financière des pays membres. Cette première orientation de réformes a été complétée et renforcée par la création du *General Data Dissemination Standard* (ensemble de normes de collecte et de diffusion d'informations applicable à tous les pays membres), entré en opération en mai 2000.

Cette recherche de transparence est fondée sur la conviction qu'une large diffusion d'informations de meilleure qualité assurera une plus grande stabilité, en permettant à la discipline du marché de s'exercer plus efficacement et en rationalisant la formation des anticipations des investisseurs internationaux. En fiabilisant

et en homogénéisant les ensembles d'informations dont disposent les agents, il s'agit également d'éviter les effets néfastes qui résultent des asymétries d'informations. De ce fait, le FMI s'efforce d'être partie prenante des jeux sur informations qui caractérisent le fonctionnement des marchés financiers globalisés. Incidemment, en étendant la transparence au fonctionnement du secteur bancaire, tout spécialement dans les pays en voie de développement et les pays émergents, le Fonds élargit aussi sa sphère de compétence.

En effet, même si le contrôle des banques relève de la seule autorité nationale compétente, la mission du FMI déborde aujourd'hui la surveillance des seules politiques macroéconomiques des gouvernements. Elle s'étend aussi, graduellement, à la surveillance du respect des normes *prudentielles* et à la détection des facteurs de fragilité des systèmes bancaires nationaux. Corrélativement, la conditionnalité du Fonds, qui au départ était purement macroéconomique, s'est transformée dans les années quatre-vingt pour intégrer des choix portant sur les structures des économies. Dans les années quatre-vingt-dix, cette conditionnalité a été étendue et approfondie jusqu'au niveau microéconomique, en incluant désormais les restructurations des systèmes bancaires et le démembrement des grands groupes.

## 2.2 *Ses limites*

L'expression nouvelle architecture est à la fois pratique et ambiguë. Elle est pratique parce qu'elle offre un substitut sémantique neutre et accommodant à ce qui semble aujourd'hui hors de portée : une véritable reconstruction du système monétaire international. Elle est cependant ambiguë, parce qu'elle suggère ce qu'elle n'est évidemment pas : une modification en profondeur des éléments porteurs et de l'ossature de l'édifice considéré dans sa totalité. Loin de tenter de contrarier ou d'infléchir les forces qui sous-tendent les transformations des relations monétaires et financières à l'échelle de la planète, les autorités publiques nationales et internationales se conforment plutôt à la maxime du réalisme « *if you can't beat them, join them* ». Elles se bornent à accompagner la libéralisation financière mondiale par des mesures d'adaptation au coup par coup, faute semble-t-il de pouvoir impulser des réformes plus radicales. La préférence généralement affirmée aujourd'hui par la majorité des experts en faveur de mesures *incrémentales* (ou modestes) plutôt que radicales (ou ambitieuses) reflète bien cette attitude.

Le caractère adaptatif des changements opérés (ou préconisés) ne constitue pas en lui-même une limite. Il s'agit plutôt d'un choix. Toutefois, les fondements mêmes de celui-ci, plus encore que ses modalités techniques, nous semblent devoir être discutés.

### 2.2.1 *La transparence : une solution qui pose des problèmes*

En premier lieu, la recherche systématique de transparence repose sur le postulat que toute vérité est toujours bonne à dire. Si les marchés sont capables d'intégrer

pleinement toute l'information publique disponible (efficience informationnelle semi-forte), alors la transparence est bénéfique : elle réduit la volatilité du change, car l'information (enrichie grâce à la transparence, par exemple sur la fragilité effective ou potentielle d'un pays) est intégrée à l'avance dans les prix. La concrétisation de cette fragilité n'aura pas d'effet sur le prix, évitant ainsi les phénomènes de *surréaction* qui peuvent résulter de contextes d'informations tronquées. La pertinence de cette hypothèse d'efficience n'est cependant pas assurée empiriquement et rien ne garantit que la diffusion systématique d'informations évite la survenance de crises ou en réduise l'ampleur<sup>3</sup>.

Les limites de la recherche de transparence apparaissent également au niveau du dispositif d'alerte. Notre connaissance des mécanismes des crises financières est trop rudimentaire pour que nous soyons en mesure d'élaborer une batterie fiable d'indicateurs avancés de crise. Corrélativement, un dispositif d'alerte précoce comporte deux risques de défektivité : soit de rester silencieux, soit de déclencher à tort des alarmes.

Mais il y a plus grave encore : dans un monde où existe une pluralité d'équilibres avec possibilité de passages discontinus de l'un à l'autre, on ne peut exclure que le déclenchement de signaux avertisseurs de crise puisse provoquer une perte brutale de confiance des investisseurs, des reflux de capitaux, puis des mouvements de panique. Cette ambivalence de l'information et les risques liés à sa diffusion ont bien été perçus par le FMI dont les avancées en matière de transparence s'effectuent à petits pas. Plutôt que de publier systématiquement les informations dont il dispose ou les avis qu'il émet dans le cadre de son activité de surveillance, le Fonds subordonne cette diffusion à l'accord des pays membres, en les incitant à y consentir. Cette relative prudence s'explique par le souci du Fonds de ne pas précipiter des désordres et de ne pas compromettre la qualité de la négociation avec les États membres. En contrepartie, il est plausible que la non-divulgaration systématique des informations sur la situation des États membres réduit l'effectivité de la surveillance du Fonds (sa capacité à faire pression sur les gouvernements). En somme, même si le Fonds disposait – ce qui est loin d'être le cas – d'une bonne capacité à prévoir les crises, il ne pourrait pas pour autant les prédire (rendre publique à l'avance l'information) sans risque d'effets pervers. Au moins pour cette raison, la transparence ne nous paraît pas pouvoir être une condition suffisante de stabilité des marchés.

### 2.2.2 Une présomption incorrecte de responsabilité

Les projets de nouvelle architecture du SMI expriment un changement significatif d'attitude des autorités publiques en matière de thérapie anti-crise auquel est associé un retournement *de facto* quant au diagnostic concernant l'origine des crises.

---

3. Comme le montre l'exemple des crises bancaires dans les pays scandinaves.

Dans le courant des années quatre-vingt, les tentatives pour remédier à l'instabilité financière étaient principalement fondées sur la recherche d'une meilleure coordination entre les principaux pays industriels (notamment au sein du G-7). Aujourd'hui, cette orientation est largement absente des tentatives pour prévenir les turbulences financières : elle a cédé la place à la surveillance des économies émergentes dont on attend qu'elles joignent toutes le *good housekeeping club*. Le postulat implicite qui sous-tend cette nouvelle attitude est que l'instabilité financière trouverait exclusivement sa source au niveau de ces économies.

Or, la caractérisation des crises récentes (*supra*, première partie) montre à quel point cette présomption implicite de responsabilité est excessivement réductrice, voire dans certains cas incorrecte.

La confrontation des dysfonctionnements auxquels il convient de remédier et des solutions retenues à cet effet montrent clairement les limites des thérapeutiques appliquées. De notre point de vue, celles-ci ne sont pas inefficaces. Les chantiers ouverts en vue de l'édification de la nouvelle architecture constituent sans aucun doute des avancées dans la recherche d'une plus grande stabilité.

Toutefois, aucune véritable réforme de l'architecture ne sera possible aussi longtemps que ne seront pas adoptés simultanément des changements plus radicaux destinés à réduire l'instabilité à la fois des flux internationaux de capitaux et des taux de change des grandes monnaies.

### 3. DÉFINIR UN NOUVEAU PRINCIPE D'ORGANISATION MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Du point de vue de la gouvernance des états, l'intégration financière internationale a deux implications principales. En premier lieu, ce processus porte à son extrême l'exacerbation des tensions entre des systèmes économiques de plus en plus intégrés et des systèmes politiques qui demeurent fragmentés. L'instabilité monétaire et financière réside en partie dans le fait que les marchés profitent de la difficulté rencontrée par les autorités nationales et les institutions internationales pour mettre en place de nouvelles règles du jeu à l'échelle mondiale.

En second lieu, la contagion associée aux crises financières des années quatre-vingt-dix montre l'importance des externalités – ici négatives – engendrées par l'intégration financière. D'une part, l'interconnexion des marchés s'est accrue sous l'effet de la libéralisation financière, conduisant à une imbrication des facteurs de fragilité. D'autre part, les stratégies de politique économique adoptées par les pays à ouverture financière importante affectent non seulement les pays voisins (contagion régionale), mais parfois aussi les marchés mondiaux.

L'intégration financière internationale pose ainsi directement la question de sa gouvernance à son échelle.

La globalisation financière – en accentuant les interdépendances à l'échelle mondiale – met les institutions internationales et les états en face d'un dilemme. D'un côté, l'accroissement de l'intégration appelle un besoin de règles substan-

tives<sup>4</sup>, c'est-à-dire de règles définissant précisément les normes de comportement de chaque état dans ses relations avec les autres états. D'un autre côté cependant, l'accroissement des mouvements internationaux de capitaux limite les marges de manœuvre des autorités. Il restreint la capacité des états à appliquer ces règles et celle des organisations internationales à les faire respecter. Les règles substantives tendent alors à être supplantées par les règles procédurales qui ne définissent pas *a priori* des normes comportementales, mais reposent sur la définition de principes directeurs non impératifs communs aux États membres et destinés à guider leurs stratégies. Les règles procédurales ont aussi pour objectif de rapprocher les comportements des états et des agents privés, renforçant par là-même leur compatibilité.

Une règle procédurale particulièrement importante pour la nouvelle architecture porte sur les mouvements internationaux de capitaux dans le cadre d'une révision des Accords de Bretton Woods (section 3.1). Cependant, les règles procédurales ne semblent pas en mesure à elles seules d'assurer la stabilité du système monétaire et financier globalisé. Ainsi, comme l'a rappelé la crise asiatique en 1997, les amples fluctuations des changes entre les principales monnaies produisent de puissants effets systémiques négatifs sur l'économie mondiale. Dès lors, une règle substantive clé réside dans l'établissement d'une zone cible entre le dollar, l'euro et le yen (section 3.2).

### 3.1 *L'intégration des mouvements internationaux de capitaux dans les Accords de Bretton Woods*

Les crises financières des années quatre-vingt-dix montrent que les économies émergentes ont des capacités de régulation de leur système financier moins importantes que celle des pays développés (Stiglitz, 1998). Elles sont donc particulièrement vulnérables aux chocs après l'ouverture financière. Un tel constat milite en faveur d'une approche prudente en matière de libéralisation.

Pour certains – entre autres McKinnon et Pill (1998); Eichengreen (1999) – les contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux pourraient pallier les insuffisances institutionnelles temporaires dans les pays émergents. Plus précisément, les mesures du type de celles adoptées par le Chili dès juin 1991 auraient pour avantage de réduire la vulnérabilité du système financier à des chocs externes tout en permettant aux autorités d'engager des réformes structurelles produisant des effets à long terme. Par rapport à d'autres systèmes de contrôle possibles<sup>5</sup>, la taxe chilienne sur les entrées de capitaux – sous la forme d'un dépôt obligatoire non rémunéré d'un an auprès de la banque centrale – a deux avantages principaux : d'une part, il s'agit d'un système fondé sur les mécanismes du

4. Selon la distinction de Kahler (1995) entre les règles substantives et procédurales.

5. Citons notamment les contrôles sur les sorties, les contrôles sélectifs, les contrôles quantitatifs et administratifs.

marché car le taux implicite de la taxe évolue avec les taux d'intérêt et, d'autre part, elle pénalise davantage les entrées de capitaux à court terme, ce qui doit réduire la vulnérabilité du pays face au retournement brutal du sentiment des investisseurs. Le contrôle répond à la transition institutionnelle entre un système financier réprimé et un système financier libéralisé. En effet, les contrôles permanents perdent de leur efficacité au cours du temps (Allegret, 2000).

Cependant, il convient de tenir compte du fait que l'intégration financière internationale peut induire l'apparition de forces centripètes. Si les pays en développement considèrent que les gains liés à l'ouverture financière sont supérieurs aux coûts et qu'il est essentiel de s'intégrer au plus vite aux marchés internationaux de financement pour maximiser ces gains, alors ils peuvent être tentés d'accélérer leur libéralisation financière même s'ils ne sont pas prêts. Compte tenu des externalités négatives liées à l'intégration financière, une telle stratégie peut se révéler déstabilisante pour le système financier international. Parallèlement, le recours aux contrôles peut être interprété par les investisseurs comme une remise en cause de la stratégie de libéralisation financière. Un tel signal négatif est alors susceptible de provoquer une fuite massive de capitaux et/ou de conduire à une augmentation du coût des emprunts sur les marchés internationaux de capitaux pour le pays considéré.

Au total, forces centripètes et signal négatif peuvent limiter l'incitation des pays émergents à recourir aux contrôles des capitaux comme modalité d'insertion dans la finance internationale. Les contrôles seront alors utilisés davantage comme une stratégie de « préservation du marché » (Cohen, 2000) que comme une stratégie de protection du marché (ou de promotion des réformes) au sens où l'objectif est de stabiliser le système financier international<sup>6</sup>.

Ainsi, la maîtrise de la globalisation financière appelle la définition d'un cadre commun régissant le rythme de l'ouverture internationale des systèmes financiers domestiques. Le FMI doit édicter un code de bonne conduite précis à propos des mouvements internationaux de capitaux, et ce, dans l'objectif de limiter leurs effets déstabilisants.

La réunion annuelle du FMI (Hong Kong, septembre 1997) a été un premier pas dans cette direction. En effet, le Comité Intérimaire a publié un communiqué<sup>7</sup> dans lequel l'idée d'intégrer la question des mouvements internationaux de capitaux sous la forme d'un nouvel article dans les Accords de Bretton Woods est explicitement posée. Dans l'objectif de promouvoir une libéralisation financière ordonnée, le communiqué précise qu'il convient d'adapter la libéralisation du

6. Dans cette perspective, ce sont les contrôles sur les sorties qui seront privilégiés dans les situations de crises, à l'exemple de la Thaïlande (1997) et de la Malaisie (1998). Sur les contrôles comme stratégie de promotion des réformes, voir Allegret et Dulbecco (2000).

7. *Statement of the Interim Committee on the Liberalization of Capital Movements under an Amendment of the Article.*

compte de capital aux « *circonstances individuelles des pays, afin de maximiser les chances de succès, non seulement pour chaque pays, mais aussi pour le système monétaire international* ».

Comme le suggère le communiqué du FMI, il est possible d'aller au-delà d'un simple code de bonne conduite en intégrant la question des mouvements internationaux de capitaux dans le mandat de l'institution de Bretton Woods. À cette fin, un amendement de ses statuts est nécessaire.

Une première manière d'envisager les choses est de raisonner par analogie avec la convertibilité du compte courant (Fischer, 1997). Plus précisément, de la même manière que l'article VIII des Accords de Bretton Woods établit la convertibilité du compte courant comme règle et que l'article XIV spécifie les mesures de transition, l'amendement lié à la convertibilité du compte de capital permettrait d'asseoir une insertion stable, c'est-à-dire institutionnalisant une séquentialité dans l'ouverture financière des pays. Cependant, l'analogie compte courant – compte de capital est trompeuse. En effet, si la convertibilité du compte courant fait référence aux paiements liés aux mouvements de biens et services – la libéralisation de ces derniers étant laissée à d'autres institutions comme l'Organisation Mondiale du Commerce – la convertibilité du compte de capital porte directement sur les mouvements de capitaux dont certains segments échappent à la compétence et à la juridiction du FMI<sup>8</sup>.

Dès lors, une seconde manière de procéder est de créer un article spécifique lié non seulement à la convertibilité du compte de capital, mais aussi à la liberté des mouvements internationaux de capitaux. La présence des forces centripètes et l'effet signal négatif appellent aussi une référence explicite à la possibilité de recourir aux contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux. Le FMI devrait ainsi préciser les conditions de leur utilisation par l'énoncé précis de principes et guides autour de trois questions principales portant sur (Cohen, 2000) : (i) les types de restrictions autorisés, ce qui suppose une évaluation des différents systèmes adoptés par les pays en développement<sup>9</sup>; (ii) les circonstances dans lesquelles les autorités peuvent imposer un contrôle; (iii) les procédures à mettre en œuvre. Les principes et guides énoncés par le FMI seraient négociés de manière multilatérale avec les États membres, chacun étant ensuite libre de les utiliser après consultation du FMI.

---

8. Un point de vue similaire est défendu par Polak (1998).

9. Le FMI a publié un premier travail en ce sens en janvier 2000, IMF (2000). L'un des enjeux est de savoir s'il ne faut autoriser que les contrôles sur les entrées de type chilien ou s'il faut aussi prendre en compte les contrôles curatifs à la sortie du type de celui adopté par la Malaisie. Si les premiers ont la faveur des institutions internationales en raison de leur souplesse et de leur lien avec les conditions du marché, le second a eu — en étant accompagné de réformes importantes — une certaine efficacité pour permettre à la Malaisie de stabiliser son économie après septembre 1998. *A contrario*, les contrôles à la sortie préventifs, c'est-à-dire avant le déclenchement de la crise comme en Thaïlande, semblent moins efficaces. Voir Allegret (2000).

Cette éventualité, encore à l'état de négociations entre les États membres, fait l'objet de controverses dans la mesure où elle peut apparaître comme un moyen de forcer les autorités politiques à libéraliser leur économie. Il nous semble cependant qu'une telle initiative a pour vertu essentielle de stabiliser les relations entre les différents acteurs des marchés financiers autour de normes communes. Ainsi, loin de signifier l'avènement d'une économie mondiale sans contrôle, l'affirmation de la responsabilité du FMI en matière de convertibilité du compte de capital et des mouvements internationaux de capitaux aurait l'avantage de fixer un cadre clair de référence concernant l'utilisation des contrôles et l'orientation vers des systèmes financiers libéralisés.

### 3.2 Les zones cibles comme règle substantive de la nouvelle architecture

Face à l'instabilité des changes, les solutions en coins – taux de change flexibles ou taux parfaitement fixes (union monétaire ou *currency board*) – sont aujourd'hui largement préconisées (Eichengreen, 1999). D'autres, (notamment Bénassy-Quéré et Cœuré, 2000), proposent des stratégies d'ancrage régional des petites monnaies.

Une autre approche consiste à considérer que la stabilité des taux de change des pays du G-3 peut relever de la qualité de bien public international. Dès lors, une règle substantive clé réside dans l'établissement d'une zone cible entre le dollar, l'euro et le yen.

Une telle règle substantive implique de rompre avec les comportements observés depuis le milieu des années quatre-vingt. Depuis cette période en effet, la coopération au sein du G-7 a été épisodique et est intervenue le plus souvent tardivement, c.-à-d. après un long processus de *mésalignement* (Volcker, 1995; Bergsten, 1998). Un tel comportement est d'autant plus probable si les autorités ne sont pas disposées à déclarer des bandes explicites, refusant de guider le marché sur la valeur fondamentale des devises et favorisant par là même les phénomènes spéculatifs.

La zone doit être déclarée publiquement et faire l'objet d'un arrangement institutionnel destiné à en assurer la défense. En suivant la proposition de Bergsten (1998), la zone envisagée pourrait être de +/- 15 % autour d'un taux central<sup>10</sup>. Celui-ci devrait être déterminé par les États en étroite collaboration avec le FMI chargé d'intégrer cette détermination dans un cadre macroéconomique tenant compte tant des équilibres propres aux trois économies du G-3 que des perspectives de l'économie mondiale. La largeur de la bande doit être suffisamment importante pour permettre les ajustements périodiques du taux central sans pour autant provoquer un saut discret du change favorable à la spéculation. Afin de

10. Plus récemment, Bergsten a proposé une version souple de la zone cible en évoquant un régime de change dans lequel les monnaies du G-3 fluctueraient dans une bande de 20 % à 30 %. Voir Bergsten (1999).

tenir compte de l'indépendance des banques centrales – souvent chargées de mettre en œuvre la politique de change – un arrangement institutionnel est nécessaire. L'organisation des relations entre les banques centrales et les ministres des finances pourrait être la suivante<sup>11</sup> :

- les ministres des finances du G-3 ont la coresponsabilité avec le FMI d'élaborer l'architecture du régime de change, à savoir : (i) les taux centraux; (ii) la largeur de la bande; (iii) l'engagement à défendre la zone cible. Les ministres ont aussi la responsabilité de décider, après concertation avec le FMI et autorisation de ce dernier, des changements affectant le régime de change (nouveaux taux centraux ou modification du nombre de monnaies parties prenantes par exemple). À ce stade de la mise en œuvre de l'accord de change, les banques centrales ne sont présentes que pour éclairer les décisions politiques;
- les banques centrales exercent un contrôle total et indépendant sur la mise en œuvre de la zone cible. Cela signifie qu'elles décident de manière discrétionnaire de leur stratégie d'intervention et qu'elles peuvent mettre en place des lignes de crédit réciproques;
- lorsque les politiques économiques sous-jacentes au maintien de la zone cible sont contradictoires avec l'objectif de stabilité des prix, une négociation entre banquiers centraux et ministres des finances doit s'engager sous l'égide du FMI. Les banques centrales peuvent notamment prendre l'initiative pour obtenir une révision de la zone cible;
- des consultations étroites entre banques centrales et ministères des finances doivent être organisées par l'intermédiaire du FMI.

La création d'une zone cible entre le dollar, l'euro et le yen s'inscrit dans un double contexte du point de vue de l'économie mondiale.

D'une part, on observe depuis le début des années quatre-vingt-dix une aggravation des déséquilibres des paiements extérieurs entre les États-Unis, le Japon et la zone euro (graphique 1). Le creusement continu des déséquilibres courants américains s'explique par différents facteurs, notamment l'écart de croissance vis-à-vis du Japon et de la zone euro.

Cependant, comme dans la première moitié des années quatre-vingt, on observe une concomitance entre l'aggravation de ces déficits et l'appréciation en termes réels du dollar vis-à-vis du yen et de l'euro. Dans cette perspective, la réduction des déséquilibres courants entre les trois zones semble appeler un ajustement des taux de change vers des niveaux plus conformes aux fondamentaux<sup>12</sup>. L'objectif d'une zone cible est alors d'obtenir un ajustement ordonné de ces monnaies.

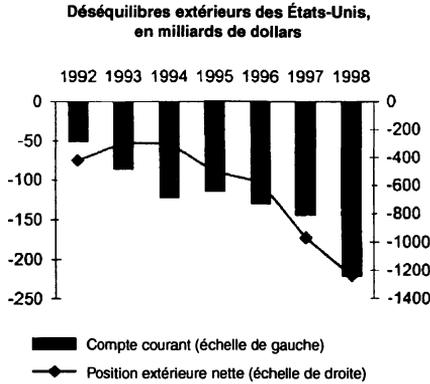
---

11. Notre proposition est proche de celle avancée par Bergsten et Henning (1997), mais à la différence des deux auteurs, nous mettons le FMI au cœur de l'accord de zones cibles.

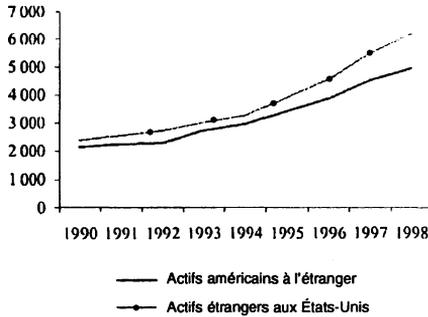
12. Le rapport du FMI sur la zone euro dans le cadre de la consultation relative à l'article IV souligne que l'euro est sous-évalué en termes effectifs réels de l'ordre de 10 % à 20 % vis-à-vis des monnaies des autres pays développés; et de plus de 30 % vis-à-vis du dollar.

GRAPHIQUE 1

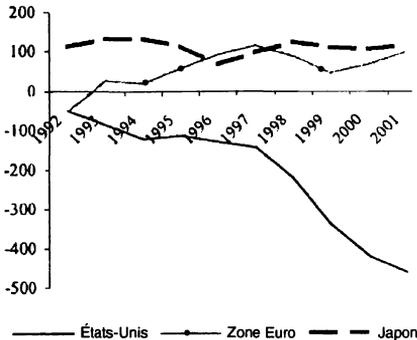
ÉVOLUTION DES DÉSÉQUILIBRES DES PAIEMENTS EXTÉRIERS ENTRE LES TROIS ZONES ÉCONOMIQUES



**Actifs étrangers aux États-Unis et actifs américains à l'étranger, en milliards de dollars**



**Soldes courants, en milliards de dollars**



Plus précisément, il s'agit de limiter l'ampleur des phénomènes de *surréaction* qui accompagnent souvent les phases de réajustement des taux de change. Or, compte tenu de l'accroissement considérable des engagements extérieurs américains et de leur position extérieure débitrice nette (graphique 1), tout accroissement de la volatilité du taux de change euro – dollar pourrait s'accompagner d'une hausse des taux d'intérêt à long terme américain (*via* le mécanisme de la prime de risque sur les actifs en dollars), ce qui ne manquerait pas d'avoir des répercussions sur les taux d'intérêt mondiaux et les conditions de financement des économies émergentes.

De plus, en guidant les marchés sur le taux de change, les approches en termes de microstructure du marché des changes suggèrent que la probabilité d'occurrence de comportements déstabilisateurs est réduite. Ainsi, les amples mouvements internationaux de capitaux liés à l'incertitude sur les taux de change devraient se réduire. Le corollaire est la possibilité d'une insertion plus stable des économies émergentes dans la finance internationale.

Enfin, la zone cible peut s'interpréter comme un substitut à la coordination des politiques économiques au sein du G-3. En effet, une zone cible – même souple comme celle proposée ici – implique une *policy-mix* spécifique. Plus précisément, dans la mesure où la politique monétaire est mobilisée pour l'objectif externe – la manipulation des taux d'intérêt agit sur le taux de change – il revient à la politique budgétaire d'assurer la réalisation de l'équilibre interne. Les autorités budgétaires doivent dès lors disposer de marges de manœuvre afin d'être en mesure d'agir sur la stabilisation de l'économie. En l'absence de telles marges, la praticabilité de la zone cible est difficile à envisager : tout le poids de l'ajustement, c'est-à-dire en termes d'objectifs interne et externe, repose sur la politique monétaire. De ce point de vue, un objectif de taux de change dans le cadre d'une zone cible est susceptible de contribuer à la diminution progressive des divergences en matière de soldes budgétaires<sup>13</sup>.

## CONCLUSION

L'accroissement considérable des mouvements internationaux de capitaux, l'apparition de nouveaux marchés et acteurs ont mis en avant la nécessité d'aborder les problèmes monétaires et financiers internationaux d'une manière radicalement renouvelée. Les discussions relatives à l'instauration de pouvoirs régulateurs à l'échelle mondiale deviennent centrales pour la stabilité du système monétaire et financier globalisé.

Cet article a mis en avant les nouveaux types de règles à mobiliser dans ce nouveau contexte. Ceux-ci portent d'une part, sur les mouvements internationaux de capitaux et, d'autre part, sur l'établissement d'une zone cible au sein du G-3. Elles appellent sans doute un renforcement des pouvoirs et de la légitimité des institutions de Bretton Woods.

---

13. Une telle convergence s'observe entre les États-Unis et la zone euro.

Quelle que soit la voie choisie dans cette direction, l'un des principaux défis de l'organisation monétaire internationale du 21<sup>e</sup> siècle sera sans doute de trouver les moyens de rendre compatible l'expression d'une certaine souveraineté nationale et l'unification de la finance qui transcende ces souverainetés et rend nécessaire une régulation à son échelle.

### BIBLIOGRAPHIE

- ALLEGRET, J.P. (1997), *Économie monétaire internationale*, Hachette Supérieur, Paris.
- ALLEGRET, J.P. (2000), « Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux dans la nouvelle architecture du système financier international ? », *Économie Internationale*, n° 81, 1<sup>er</sup> trimestre : 77-108.
- ALLEGRET, J.P. et P. DULBECCO (2000), « Global Governance versus Domestic Governance : What Roles of International Institutions ? », Communication à la Conférence *Global Economic Transformation after the Asian Economic Crisis*, The Chinese University of Hong Kong, Peking University and World Economy, Hong Kong, 26-28 mai.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. et B. CŒURÉ (2000), « L'avenir des "petites" monnaies, solutions régionales contre solutions en coin », *Revue d'Économie Politique*, vol. 110, n° 3 : 345-376.
- BERGSTEN, C.F. (1998), « How to Target Exchange Rates », *Financial Times*, 20 novembre.
- BERGSTEN, C.F. (1999), « The Decline of the Dollar », *World Economic Forum*, Davos, janvier.
- BERGSTEN, C.F. et C.R. HENNING (1997), *Global Economic Leadership and the Group of Seven*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- COHEN, B. (2000), « Taming the Phoenix: Monetary Governance After the Crisis », in G. NOBLE et J. RAVENHILL (éds), *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*, Cambridge University Press, à paraître.
- EICHENGREEN, B. (1999), *Toward a new International Financial Architecture, a Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- FISCHER, S. (1997), « Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF », *IMF Seminar: Asia and the IMF*, septembre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2000), « Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area », *IMF Staff Country Report*, n° 00/46, mars.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2000), *Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, janvier, Washington, DC.
- ISARD, P. et H. FARUQEE (éd.) (1998), *Exchange Rate Assessment, Extensions of the Macroeconomic Balance Approach*, Occasional Paper, n° 167, IMF.
- JEANNE, O. (1997), « Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test », *Journal of International Economics*, vol. 43 : 263-286.

- KAHLER, M. (1995), *International Institutions and the Political Economy of Integration*, Brookings Institution, Washington, DC.
- MASSON, P. (1998), « Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria », *IMF Working Paper*, WP/98/142, septembre.
- McKINNON, R.I. et H. PILL (1998), « The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different ? », in R. GLICK (éd.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, p. 322-355.
- POLAK, J.J. (1998), « The Articles of Agreement of The IMF And The Liberalization of Capital Movements » , in S. Fischer (éd.), *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, n° 207, mai, p. 47-54.
- RODRIG, D. et A. VELASCO (1999), « Short-Term Capital Flows », Mimeo, mai.
- SANDRETTO, R. (1993), *Le pouvoir de la monnaie. Réflexions sur la crise et le devenir du système monétaire international*, Economica, Paris.
- STIGLITZ, J. (1998), « More Instruments And Broader Goals: Moving Toward The Post-Washington Consensus », *The 1998 WIDER Annual Lecture*, Helsinki, janvier.
- TORNELL, A. (1999), « Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises », *NBER Working Paper*, n° 7 139, mai.
- VOLKER, P.A. (1995), « The Quest for Echange Rate Stability: Realistic or Quixotic ? », discours prononcé devant le Sénat, London University, 29 novembre.
- WYPLOSZ, C. (1999), « International Financial Stability », in KAUL I, I. GRUNBERG et M.A. STERN (éds), *Global Public Goods, International Cooperation in the 21st century*, Oxford University Press, New York, p. 152-189.