

# La coordination depuis l'accord du Plaza

Table ronde

*Pour tirer le bilan des efforts de coordination entrepris dans le cadre du G7 depuis le milieu des années quatre-vingt et pour débattre des problèmes actuels, « Economie internationale » a réuni pour une table ronde des experts et des praticiens :*

- Michel Aglietta, Université de Paris X-Nanterre, Conseiller scientifique, CEPII ;*
- Peter Bofinger, Université de Würzburg ;*
- Christian de Boissieu, Université de Paris I ;*
- Jean-Pierre Landau, directeur des Relations économiques extérieures, ministère de l'Economie ;*
- Philippe Moutot, adjoint au directeur des Relations avec l'étranger, Banque de France ;*
- Ariane Obolensky, chef du service Affaires internationales, direction du Trésor, ministère de l'Economie ;*
- Francesco Papadia, directeur, servizio Rapporti con l'estero, Banca d'Italia ;*
- Jean Pisani-Ferry, directeur du CEPII.*

*Cette table ronde, animée par Michel Aglietta et Jean Pisani-Ferry, a comporté une première partie consacrée au bilan des tentatives de coordination sur les changes depuis leur reprise en 1985 ; le second volet de la discussion a abordé les perspectives de la coordination face aux enjeux provoqués par la libéralisation des échanges, l'internationalisation des monnaies et l'émergence de nouvelles puissances économiques et financières dans le monde.*

## Michel Aglietta

Il est généralement admis que de très grandes variations des taux de change réels provoquent des distorsions micro-économiques dans l'allocation des ressources, et entraînent des obstacles macro-économiques à l'action des politiques gouvernementales. Le besoin de coordination internationale sur les changes est donc reconnu.

La coordination inaugurée en 1985 avec les accords du Plaza présente une différence de nature par rapport à celle connue jusqu'alors, notamment en 1978. Jusque-là, la coopération avait été conçue sur le mode budgétaire et visait à une relance concertée au niveau international : figure de la locomotive et du convoi. Après 1985, la coopération ne concerne plus que les problèmes monétaires. Parallèlement à une libération des capitaux de plus en plus affirmée, la modification du contexte favorise de plus la constitution d'une doctrine de politique monétaire. On ne cherche plus à atteindre des objectifs réels mais nominaux, ce qui se traduit par un recentrage de la coopération monétaire sur la gestion des taux de change. L'année 1985 marque donc une triple rupture.

Cependant, la coopération au sein du G7 pour la gestion des changes ne tient pas ses promesses. Elle semble se déliter depuis 1987 : les accords du Louvre constituent ainsi un point d'orgue plutôt qu'un point de départ.

## Ariane Obolensky

Je ne suis pas d'accord avec cette dernière formulation. Le changement d'approche, que l'on comprend mieux, replacé dans son contexte, ne s'est pas démenti depuis.

On était en effet sorti des années soixante-dix, notamment du côté allemand, profondément traumatisé par certaines expériences de coopération du type de celle de 1978. Parallèlement, l'administration Reagan manifestait une opposition théorique au principe de la coordination.

L'importance des mésalignements<sup>1</sup> a cependant permis, autour de l'été 1985, un véritable coup de théâtre. On a assisté à un retournement complet de la position américaine en faveur de stratégies coopératives, non seulement sur les changes, mais aussi sur la dette (plan Baker). L'accord du Louvre a fait fructifier ce capital, et, depuis, on est resté sur cette lancée, même s'il est vrai que la coopération est depuis plus silencieuse. Non seulement la coopération interne au sein du G7 se perpétue, mais elle est efficace : à chaque fois qu'il y a eu prise de conscience d'un mésalignement, il y a eu réajustement.

S'il peut y avoir une déception, notamment du côté français, elle se situe au niveau des accords du Louvre qui auraient pu laisser espérer une institutionnalisation plus poussée de la coopération. Mais le fait que celle-ci ne se soit pas produite ne signifie ni disparition ni affaiblissement de la coopération internationale.

1. La notion de mésalignement (*misalignment* en anglais) est un néologisme introduit dans la littérature par John Williamson pour décrire des distorsions de change importantes et durables.

## Peter Bofinger

Je suis plus pessimiste : les accords de 1987 doivent leur existence à une conjonction d'éléments exceptionnellement favorables. Une telle conjonction ne se reproduira pas une deuxième fois et, en ce sens, il y a bien une déperdition de la coopération internationale.

La clef du consensus unique de 1987 est une double prise de conscience. Les Européens et les Japonais considéraient qu'un déclin supplémentaire du dollar leur poserait un problème réel de compétitivité ; les Américains jugeaient la leur suffisamment redressée. Même la Bundesbank était alors d'accord pour ajuster ses taux à des objectifs de change. Le consensus était circonstanciel.

Depuis, il n'existe plus de semblable point d'accord, et chacun s'est contenté de suivre ses propres objectifs internes sans se préoccuper du reste. La preuve en est, au début des années quatre-vingt dix, la très réelle appréciation du yen sans qu'aucune réponse concertée n'intervienne. La permanence d'un taux d'épargne excessif au Japon fait peser la menace d'une récession qui pourrait se généraliser au reste du monde. Pourtant, personne n'intervient car les Européens ne se sentent pas directement concernés et les Américains souhaitent une réévaluation du yen pour réduire leur déficit commercial. D'une façon générale, la situation des années quatre-vingt-dix (faiblesse de la demande américaine, apparition d'un déficit en Allemagne...) a jusque-là spontanément permis une relative stabilité des changes. Des accords comme ceux de 1987 sont donc vraiment exceptionnels.

## Christian de Boissieu

Il faut nuancer les résultats de la coopération menée depuis 1987. Rien ne dit que l'absence de mésalignement véritable et le fait que le dollar varie aujourd'hui à l'intérieur de bornes tout à fait compatibles avec les nouvelles règles du SME doivent nécessairement être portés au crédit de la coopération. Cette situation est notamment liée à la réduction *en valeur relative* des déséquilibres de l'économie américaine, même si les excédents japonais n'ont pas suivi. Elle pourrait donc parfaitement être remise en cause si la croissance américaine, comme cela est prévisible, fragilisait les équilibres développés depuis 1987.

D'une façon générale, il faut souligner l'écart critique entre la puissance des forces engendrées par la globalisation des systèmes, dans le domaine financier et maintenant commercial, et l'insuffisance des moyens disponibles pour la coordination politique. Les accords reposaient sur une louable volonté de se déplacer, au sein du triangle d'incompatibilité de Mundell et Padoa-Schioppa, en sacrifiant un peu d'autonomie monétaire pour un peu de stabilité des changes. Mais, sans coordination budgétaire efficace et crédible, il ne peut y avoir de coopération *ex ante* et la coopération est surtout *ex post*. Cela est d'autant plus net que l'esprit du Plaza et du Louvre s'est progressivement estompé. Cela tient à trois raisons. D'une part, avec le temps, réapparaît la ligne de fracture structurelle entre ceux qui, comme en France ou l'Italie, regrettent que l'institutionnalisation n'ait pas été

poussée plus loin, et ceux qui, Anglo-saxons ou Allemands, restent, au fond, profondément attachés aux changes flexibles et considèrent les zones cibles comme de la « cosmétique monétaire ». Les difficultés économiques tendent d'autre part à susciter des tentations de bilatéralisme depuis la fin des années quatre-vingt, notamment entre le Japon et les Etats-Unis. Enfin, la montée des problèmes européens (réunification allemande, non-réévaluation du deutsche Mark en 1990) a quelque peu modifié les priorités et les centres d'intérêt.

Il faut souligner la prise de conscience, depuis le krach boursier de 1987, des risques de report de volatilité. En cas de choc, il faut que des variables s'ajustent, et le maintien d'une certaine stabilité sur les changes risque de reporter l'instabilité sur d'autres variables. Ainsi, en 1987, le choix de zones cibles incompatibles avec l'état des déséquilibres internationaux a-t-il obligé le Fed à intervenir. L'ajustement s'est fait par une augmentation des taux, ce qui a précipité le krach boursier. Je reste tout-à-fait favorable aux accords de stabilité des changes, il faut admettre que, lorsque des ajustements aussi considérables que ceux à réaliser alors sont en jeu, la question du partage de l'ajustement entre les différentes variables macro-économiques devient un vrai défi à la coopération.

### Jean-Pierre Landau

Je partage le sentiment d'Ariane Obolensky. Grâce aux accords du Plaza et du Louvre, ainsi qu'aux efforts qui leur ont succédé, on a pu éviter le *hard landing* du dollar, tant redouté au milieu des années quatre-vingt. Les performances de croissance enregistrées depuis dix ans par les pays du G7 sont, de plus, très honorables. Les entraves actuelles à la croissance sont beaucoup plus liées à des déséquilibres financiers internes qu'externes. L'évolution récente du yen, elle-même, ne permet pas de remettre en cause l'existence de la coopération internationale. D'une part, le cours actuel peut très bien représenter un cours d'équilibre, d'autre part, l'appréciation du yen peut, dans une certaine mesure, être considérée comme un résultat de la coordination internationale des politiques économiques. Si l'on se réfère au modèle traditionnel, notamment à Mundell-Fleming, elle est en effet directement liée à la politique de stimulation budgétaire et fiscale menée par le gouvernement nippon sous la pression de ses partenaires.

La coordination que nous connaissons aujourd'hui est adaptée au contexte actuel. Dans un environnement de très grande mobilité des capitaux, il est difficile de prévoir exactement les réactions des marchés – et de l'économie – aux mesures de politique économique. Cette incertitude interdit aux gouvernements une coordination très précise, même si elle en renforce la nécessité. La coordination doit donc se fixer l'objectif – déjà très ambitieux – d'éviter une gestion conflictuelle des situations et de traiter les problèmes dans un cadre multilatéral. C'est sur une base régionale, lorsque l'intégration économique est suffisamment poussée, que l'on peut aller dans le sens d'une coordination plus forte.

## Jean Pisani-Ferry & Michel Aglietta

On ne peut quand même pas négliger le caractère ambigu de cette coopération minimale et l'absence d'objectifs globaux pour l'ensemble du G7. Des objectifs purement relatifs (les taux de change) laissent en effet indéterminées les variables nominales d'ensemble qui guident l'évolution des pays du G7 (agrégats monétaires, PIB nominal, etc.). Il y a donc bien un problème de définition même de l'objectif de coordination.

## Philippe Moutot

Je me demande si cette approche n'était pas naturelle, inévitable et finalement positive. Ce choix tient d'une part, comme le développement d'une bulle spéculative au Japon après 1987 l'a montré, à une prise de conscience des risques financiers d'une coordination trop ambitieuse. Il est d'autre part fondé sur la difficulté de fixer des objectifs nominaux internes en période de forte volatilité financière. Il ne faut donc pas trop regretter qu'en l'absence d'une compréhension plus profonde et plus commune des mécanismes financiers internationaux, la coopération, ponctuelle au début, le soit restée. D'autant qu'il n'existe pas entre les grands pays d'accord sur les objectifs, et que l'expérience a bien montré que l'intervention concertée ne peut fonctionner que lorsqu'il existe un réel consensus au sein de tous les acteurs.

Ceci dit, il n'est pas impossible que la lente évolution du Japon vers des positions beaucoup plus semblables à celles des Européens à la faveur des pressions à la hausse subies par le yen, ne permette d'arriver à une nouvelle forme de consensus. Cela est d'autant plus net que la globalisation financière, entamée à partir des pays anglo-saxons, est beaucoup moins asymétrique aujourd'hui qu'auparavant et fait sentir ses effets aussi bien en Europe qu'au Japon. Les approches bilatérales, notamment, entre le Japon et les Etats-Unis, montrent clairement leurs limites. Les intérêts objectifs en vue d'une coopération évitant les excès nés de cette globalisation sont donc nettement plus partagés. Certains pays émergents, confrontés aux risques que crée l'instabilité des changes pour leur sphère financière, en sont également conscients. On a peut-être en germe l'apparition d'une *constituency* qui ouvrirait la porte à une coopération plus institutionnelle.

## Francesco Papadia

Je suis d'accord pour dire que la situation actuelle est tolérable et inévitable. Elle reste néanmoins sous-optimale ainsi que le montre une perspective de très longue période.

En effet, comparer l'évolution du taux de change réel et du commerce international depuis 1861, montre une liaison entre les deux variables. Les périodes de forte instabilité des changes par rapport à leur tendance, notamment pendant l'entre-deux-guerres, se traduisent par une détérioration marquée des échanges. Ceci étant, la croissance du commerce international est plus marquée sous le régime de Bretton Woods que sous celui de l'étalon-or, pourtant encore plus stable. La

---

période actuelle est intermédiaire, tant par l'instabilité des changes par rapport à la tendance, que par la croissance du commerce international. La relation n'est donc pas linéaire. Elle illustre la nécessité d'un minimum de stabilité monétaire.

La stabilité exige cependant des conditions qui ne sont pas à rassembler au sein du G7. Cela conduit à privilégier des solutions de compromis, acceptables cependant, pour autant qu'elles satisfassent à trois conditions essentielles :

- apporter un remède efficace aux situations extrêmes sur le marché des changes ; à défaut d'un réglage fin des dysfonctionnements, il faut au moins un « pompier » efficace ;
- ne pas mettre en danger la liberté des échanges et si possible l'augmenter ;
- susciter des politiques de stabilité macro-économique chez les grands pays industrialisés.

Depuis 1973, ces trois critères ont dans l'ensemble été respectés, et, tant qu'ils le resteront à peu près, l'on se tirera d'affaire. C'est en ce sens que le système actuel est tolérable.

### Michel Aglietta

Il y a donc accord :

- sur la nature de la coopération qui a eu lieu ;
- sur son caractère *ad hoc* ;
- sur le fait que ses objectifs sont définis seulement en ce qui concerne le repérage des tensions ;
- sur la nécessité d'une large coalition pour que la coordination apparaisse explicitement ;
- enfin sur l'idée que, pour aller plus loin, il faudrait une ambition en matière d'équilibre interne ; or, on butte ici sur l'hétérogénéité des intérêts nationaux et, depuis 1988-1989, sur la diversité des conjonctures nationales.

Si l'on suit Christian de Boissieu ou Francesco Papadia, on en déduit qu'il ne faut plus chercher à gérer la macro-économie, mais se contenter de prendre en charge l'intégration internationale. Je pense cependant que les crises que nous avons connues ont permis un apprentissage pouvant un jour se traduire par la mise en place de règles d'action à l'intérieur desquelles les politiques économiques seraient autonomes mais contraintes. A défaut d'une coordination traditionnelle, n'évolue-t-on pas vers la définition de règles de politiques économiques qui sont des réponses plus ou moins automatiques et donc prévisibles par rapport aux chocs ? Si ce schéma était exact, on se trouverait devant un processus semblable à celui ayant donné naissance au système de l'étalon-or : une série de crises (culminant en 1873), provoquant l'abandon définitif d'un régime mixte (bimétallisme) et engendrant un processus d'agrégation vers un seul système, et une seule règle fondée (s) non sur la coordination mais sur le principe de l'automaticité.



## Ariane Obolensky

Il n'est pas vrai que l'on ait renoncé à la coordination, et je tiens à m'inscrire en faux contre une vision trop réductrice des accords du Louvre. Ceux-ci ont permis de porter des jugements consensuels sur une grille de taux de change bilatéraux et ont été une avancée cruciale pour la coopération monétaire internationale. L'habitude prise alors ne s'est pas perdue, et le fait d'avoir continué depuis à en discuter, quitte à ne pas toujours être d'accord, est très important.

Les raisons pour lesquelles rien de plus formel et de plus automatique ne s'est imposé sont cependant profondes. J'en vois au moins quatre. La première tient au fait que le G7 n'est pas le directoire du monde. Il peut porter une idée, mais pour bâtir un système, il faut un autre forum. Deuxièmement, il fallait conserver une réelle souplesse pour digérer les chocs incroyables, notamment politiques, qui sont intervenus ces dix dernières années. Je pense en particulier à l'effondrement de l'Union soviétique. Les troisième et quatrième raisons ont déjà été données : d'une part l'Union économique et monétaire (UEM) a polarisé et mobilisé les énergies ; d'autre part, la notion de consensus est toujours ambiguë. En Europe notamment, les conceptions intellectuelles sont très différentes selon que l'on est français, anglais ou allemand.

## Jean-Pierre Landau

Faut-il fonder la coordination sur des règles automatiques, comme le suggère Michel Aglietta, ou des mécanismes plus souples ? Nous avons certes beaucoup appris depuis dix ans, mais notre connaissance reste encore imparfaite quant aux relations entre les impulsions de politique économique et leur impact sur l'activité, les taux d'intérêt à long terme et les taux de change. En décembre 1993, par exemple, personne n'avait prévu les effets de la hausse des taux à court terme américains. Définir des règles d'action dans un contexte aussi incertain est peut-être hors de notre portée.

## Michel Aglietta

Pourtant, il semble bien que les apprentissages se fassent. Mais ces règles d'action se développent plus dans le domaine prudentiel que dans le domaine de gestion globale de la monnaie. Leurs effets sur les grandes variables monétaires sont, il est vrai, souvent indirects.

## Christian de Boissieu

Je partage tout à fait cet avis. La vraie réussite de la coopération internationale, c'est le ratio Cooke et d'autres dispositifs prudentiels. Ce sont eux qui ont évité que la parfaite liberté des mouvements de capitaux ne dégénère dans une logique de dérégulation compétitive, notamment en matière fiscale. En revanche, je voudrais revenir sur un point déjà évoqué : la diversité des conjonctures nationales et le décalage de deux ans environ observé depuis 1988-1989 entre le Canada, les Etats-Unis et la Grande

---

Bretagne d'une part, l'Europe continentale d'autre part, a-t-il rendu la coopération plus facile ou plus difficile ? La question reste ouverte.

Je pense aussi qu'il faut dépasser les conflits d'intérêt et les désaccords sur les modèles de référence mis en exergue par Ariane Obolensky. A supposer même que l'on soit d'accord sur les interprétations des événements, il faut également s'accorder sur les indicateurs. Or, Maastricht a montré qu'on ne dispose pas d'instruments indiscutables pour aborder les problèmes de mésalignement ou de déficit budgétaire.

### **Jean Pisani-Ferry**

Je voudrais recentrer la discussion car le concept de coordination ne recouvre généralement pas l'établissement de règles de stabilité de type prudentiel pour guider l'action d'agents privés, comme les ratios Cooke, mais plutôt l'ajustement relatif des politiques discrétionnaires. Deux positions nettes sont apparues dans la discussion, qu'il faut distinguer.

Pour Francesco Papadia la stabilité des changes est un bien en soi, nécessaire au commerce, mais difficile à atteindre. Parvenir à une situation tolérable est possible aux trois conditions qu'il a énoncées. Il suffit en fait que les politiques soient raisonnables pour être jugées compatibles.

Pour Michel Aglietta, la coordination a pour but de rendre les politiques globalement appropriées et mutuellement compatibles. Si l'on ne peut pas le faire à travers l'ajustement de politiques discrétionnaires, on doit le faire à travers des règles. Je crois donc qu'il faut recentrer le débat sur la question : quelles règles peuvent être assez robustes face à l'incertitude sur les canaux de transmission ?

### **Peter Bofinger**

Il faut être plus que minimaliste sur les formes de coopération réalistes. On ne peut songer à des formes plus ambitieuses comme celle proposée par Michel Aglietta. L'exemple du yen montre qu'il n'est même pas toujours possible de trouver un pompier en cas de crise.

L'étude de la construction européenne justifie d'ailleurs parfaitement ce pessimisme. Alors même que la convergence n'avait jamais été aussi proche, et que les conditions idéales semblaient réunies pour coopérer selon des règles prédéfinies, cela s'est finalement avéré impossible. Les principaux acteurs n'ont pas la même perception des enjeux et une réelle volonté de coopération ne trouve pas sa place sur de telles bases. C'est vrai en matière monétaire. C'est encore plus vrai en matière budgétaire.



## Francesco Papadia

Il faut distinguer le normatif et le positif. Sur le plan normatif, nous sommes tous d'accord avec Richard Cooper pour affirmer qu'une monnaie mondiale apporterait un plus grand bien-être. Mais un système monétaire international (SMI) rationnel ne se décrète pas. Les systèmes monétaires internationaux ont leur vie propre, impénétrable aux souhaits et aux actions des autorités publiques même lorsque celles-ci coordonnent leur politique. L'établissement même du SMI de Bretton Woods est et restera probablement un exemple unique de construction explicite et rationnelle rendue possible par les circonstances uniques qui prévalaient pendant et après la Seconde Guerre mondiale, notamment du fait de l'hégémonie indiscutable des Etats-Unis. De plus, les systèmes monétaires internationaux, basés sur des taux de change stables mais ajustables, ne sont pas une alternative possible aux taux de change soit flexibles, soit fixés de façon permanente parce qu'ils requièrent un ensemble spécifique de préconditions qui ne peuvent généralement durer très longtemps. Le système de Bretton Woods et le SME ont montré tous deux une tendance claire, même si elle ne se manifeste qu'à long terme, à s'éloigner de cette position intermédiaire des taux de change fixes mais ajustables. Dans leur phase de maturité, ils ont tous deux graduellement évolué vers des taux de changes fixes puis, brusquement, se sont transformés en taux de change flexibles. La conclusion, sobre et sombre, est qu'un système de taux de change stable est peut-être souhaitable mais qu'il n'est pas réalisable, du moins dans les conditions présentes. L'accord est possible sur une ligne minimale – le pompier – lorsque les *mésalignements* et la volatilité sont jugés excessifs par tous. Mais l'absence de consensus sur les objectifs internes rend tout autre type d'accord impossible, même s'il était souhaitable.

## Christian de Boissieu

Il faut souligner l'ambiguïté de la notion de règle du jeu. Celle-ci renvoie aussi bien à un mécanisme de change défini a priori qu'à un partage de la charge de l'ajustement entre pays excédentaires et déficitaires. Ce n'est pas très clair. En fait, je suis d'accord avec Francesco Papadia pour penser que le pragmatisme doit primer en matière de coopération internationale. Je suis très sceptique sur la notion de règle du jeu. Elle pose les mêmes problèmes que la définition des critères de convergence dans la perspective de l'UEM.

## Philippe Moutot

Je ne crois pas que les difficultés d'émergence d'une règle du jeu que l'on repère au niveau international soient aussi marquées au niveau européen. La crise d'août 1993 a certes mis en échec la règle de change qui prévalait jusque-là. Mais de nouvelles règles du jeu ont été immédiatement redéfinies et sont actuellement expérimentées, non sans un certain succès d'ailleurs puisqu'une certaine stabilité a été retrouvée. On n'a pas renoncé à une certaine exigence de coopération. Au contraire, la volonté existe, au niveau européen, d'explorer d'autres règles et la mise en route de l'Institut monétaire européen en est une preuve.

D'une façon plus générale, l'histoire monétaire connaît une sorte de mouvement de balancier, qui n'exclut pas néanmoins un certain progrès. Au sortir de la Seconde Guerre mondiale et en opposition au mouvement de repli progressif sur les intérêts nationaux des vingt années précédentes, l'administration américaine a imposé un système de changes fixes qui impliquait une renonciation à l'indépendance totale des politiques nationales. Puis, avec le temps, s'est développée une sorte de myopie sur les avantages du système de Bretton Woods qui a conduit à la recherche d'une plus grande autonomie nationale. Cela a débouché sur les changes flexibles, l'instabilité, puis plus récemment, sur la crise du SME lorsque l'ouverture financière et commerciale de l'ensemble des grandes économies est devenue complète. Aujourd'hui, je crois que l'on est au tout début d'un mouvement de balancier dans le sens inverse, c'est-à-dire dans le sens d'un renouvellement des règles de coopération. Mais la lenteur de ce mouvement ne doit pas faire croire au refus de toute règle et à la domination du pragmatisme absolu. Au contraire, il semble que l'on explore actuellement des voies en sachant que les nouvelles règles ne pourront se développer en dehors d'un certain réalisme. L'attention croissante portée aux problèmes de stabilité financière par la communauté internationale en est un exemple. Une fois ces problèmes clarifiés au plan de la supervision, il n'est pas impossible, que l'attention qui leur est portée n'amène, spécialement au niveau régional, à renouveler l'analyse des coopérations multilatérales.

### **Francesco Papadia**

Je voudrais écarter tout risque d'interprétation erronée de mes propos : au niveau européen, je pense que le contexte et les motivations sont substantiellement différents de ce qu'ils sont au niveau mondial et l'on est en droit d'être moins pessimiste. La structure sous-jacente est beaucoup plus favorable à la coopération. Il ne faut donc pas mélanger les deux perspectives.

### **Jean Pisani-Ferry**

Je voudrais revenir sur l'idée que le G7 n'est pas le directoire du monde. Cela pose la question de l'instance de référence pour traiter les problèmes globaux. Avec le développement de l'Asie, la transition à l'Est et de manière générale l'émergence de nouveaux pays industriels, la composition très européenne du G7 le rend-il de moins en moins apte à traiter des problèmes structurels de l'économie mondiale ? Ceci n'est pas encore essentiel en matière macro-économique et monétaire, mais le devient en matière commerciale ou financière.

Cela conduit tout naturellement à un second point : la prise en compte du lien entre taux de change et commerce. Aux yeux des agents économiques, les gains, généralement à long terme, qu'apporte une libéralisation commerciale, paraissent dérisoires au regard des effets immédiats d'une surévaluation. La question est souvent posée de savoir pourquoi s'efforcer de réduire les tarifs douaniers si une fluctuation monétaire peut sans délai les rétablir. Plus profondément, une surévaluation, même temporaire, crée des distorsions sans doute durables dans l'allocation

tion des ressources. Plus l'intégration est forte, plus les effets indésirables d'un change inapproprié sont insupportables. Faut-il dès lors lier les négociations commerciales et les discussions monétaires, voire envisager certaines passerelles entre les organisations internationales compétentes ?

### Jean-Pierre Landau

Les années quatre-vingt nous ont appris trois choses. La première, c'est que la volatilité n'est pas en soi un obstacle aux échanges, sauf mésalignement patent des taux de change. Mais dans ce cas, d'autres difficultés apparaissent et les gouvernements sont incités à intervenir, comme ce fut le cas pour le dollar. La seconde est que les balances commerciales réagissent aux variations des taux de change réels : le « pessimisme des élasticités » n'est pas justifié. La troisième est que la mobilité des capitaux autorise des déséquilibres des paiements courants beaucoup plus importants que ceux que nous connaissions auparavant, et que ceci peut susciter des tensions protectionnistes dont il faut tenir compte.

Par ailleurs, on voit apparaître en Asie de nouveaux acteurs majeurs du commerce international, dont les comportements de change sont en train d'acquérir une importance systémique. Je ne crois pas que les parités actuelles des monnaies asiatiques soient sous-évaluées. Mais je pense qu'il faudra établir une surveillance à leur endroit, ne serait-ce que pour désarmer les arguments protectionnistes visant leur sous-évaluation supposée. Une telle surveillance relève cependant du défi. D'une part, parce que les problèmes méthodologiques soulevés par Christian de Boissieu prennent une dimension démultipliée en Asie, et qu'il est encore bien plus difficile de déterminer un taux de change d'équilibre pour la Chine ou la Corée que pour les Etats-Unis ou le Japon. D'autre part, parce qu'il paraît difficile, concrètement et diplomatiquement, de faire intervenir ce type de surveillance dans un système de coopération élaboré pour et entre des pays industriels.

Il me semble enfin que la façon d'aborder les relations monétaires internationales est en train d'évoluer, et que l'on est de plus en plus enclin à se donner des objectifs de balance des paiements en lieu et place des traditionnels objectifs de change. Cela est particulièrement net au Japon, où l'objectif d'une limitation à 2,8 % du PIB des excédents est clairement affiché. C'est encore un mouvement embryonnaire mais qui me semble particulièrement porteur dans la mesure où le lien entre la politique interne et le solde des paiements courants est beaucoup plus facile à établir et à clarifier que le lien entre politique économique et taux de change. C'est peut-être la clef d'une coopération plus profonde.

### Michel Aglietta

Pour ma part, je pense qu'un tel objectif entre en parfaite contradiction avec la dynamique de l'intégration financière supposée souhaitable. Celle-ci implique en effet que les investissements se fassent mondialement, là où ils sont le plus nécessaires.

---

Dans cette optique, les paiements courants devraient perdre toute signification interne, et l'épargne nationale devenir parfaitement indépendante de l'investissement.

### Jean-Pierre Landau

L'argument serait imparable si les équilibres épargne-investissement étaient intégralement déterminés par les comportements privés. Mais ce n'est pas le cas, ils subissent également les effets des décisions publiques. On retrouve donc bien là un moyen de normer ces décisions publiques et de les insérer concrètement dans des objectifs de coopération.

### Christian de Boissieu

Je voudrais revenir sur la définition des cibles en matière de balance des paiements. Pour moi, cela relève de ce que j'ai dit sur la montée du bilatéralisme dans les relations entre les Etats-Unis et le Japon. Relations d'autant plus faussées que les Américains oublient souvent la dimension financière de l'excédent japonais, et la nécessité, pour financer leurs déficits, d'une forte capacité d'épargne quelque part.

Si j'ai bien compris la thèse de Jean-Pierre Landau, la volatilité des taux de change, jusqu'à un certain seuil et pour un degré d'intégration donné, n'a pas d'incidence sur le commerce international. Je pense cependant il faut aller plus loin et s'interroger sur les conséquences macro-économiques du déplacement du risque de change vers d'autres acteurs à travers l'utilisation des marchés dérivés et des instruments de couverture. Je ne pense pas non plus que l'ampleur du phénomène n'ait pas une influence directe sur le seuil de tolérance dont on a parlé.

La difficulté pour comprendre cette liaison tient aussi à la pauvreté des modèles économétriques. Cela est particulièrement net quand il s'agit d'intégrer des effets de richesse, comme on l'a bien vu après le krach boursier. Certains, comme Maurice Allais, ont sans doute raison de demander des passerelles entre le Gatt et le FMI, mais, concrètement, on voit mal comment on peut traiter le problème.

### Jean-Pierre Landau

Les conséquences des comportements de couverture ont été bien étudiées, et je suis d'accord pour penser que le développement des marchés dérivés explique le peu d'influence de la volatilité sur les échanges internationaux. Certes, au niveau global, la couverture ne fait pas disparaître le risque ; celui-ci est transféré sur un autre agent économique, mais ce dernier n'est pas nécessairement un « commerçant ». Du point de vue de l'échange international, la couverture élimine efficacement les conséquences de la volatilité à court terme des taux de change. Le débat sur les effets d'ensemble de la stabilité des changes est une autre question.

### Philippe Moutot

Mais cette question mérite aussi d'être posée. On peut très bien imaginer des situations où la volatilité des taux de change, tout en augmentant ces échanges, se solderait en définitive par une réduction du bien-être. Ce serait par exemple le cas dans l'hypothèse d'une relocalisation à outrance à la moindre variation de change. Pourquoi s'en tenir dès lors au lien entre volatilité des changes et croissance des échanges ? D'autant que ce recentrage sur le lien entre volatilité et bien-être permettrait peut-être de dépasser la dichotomie abusive jusque-là opérée entre un niveau mondial où l'instabilité des taux de change n'empêche pas l'échange et un niveau régional où la stabilité est absolument nécessaire. Une analyse de ce lien nous amènerait alors à mieux comprendre pourquoi la stabilité des changes se justifie et s'établit plus naturellement à ce dernier niveau.

Je ne suis pas pour autant partisan de l'idée selon laquelle il faudrait lier institutionnellement les deux types d'approche, commerciale et monétaire. On rentrerait alors, au niveau de la coopération internationale, dans des problèmes de hasard moral entre gouvernements qui sont inextricables. Il vaut donc mieux séparer les problèmes, même si la séparation nous empêche de trouver l'optimum de premier rang.

### Michel Aglietta

Pourtant les théories de la négociation disent l'inverse : en élargissant le champ des variables sur lesquelles un compromis est possible, on augmente la probabilité de conclusion du compromis.

### Philippe Moutot

Oui, mais en élargissant le champ des variables, on risque de mal les définir et de faire en sorte que la négociation n'aboutisse pas. Il serait éventuellement admissible de conditionner l'ouverture globale des échanges ou la finalisation des négociations commerciales à un progrès en matière de règle sur les taux de change. Mais en ce qui concerne l'application des règles de taux de change dans la vie concrète, au jour le jour, je crois la liaison dangereuse, et, pour des raisons d'aléa moral, je préfère des domaines de régulation partiels et séparés.

### Peter Bofinger

Je suis tout-à-fait d'accord. Un tel lien serait contre-productif et ne ferait qu'accroître les tentations protectionnistes.

### Jean-Pierre Landau

Je souscris également à ce point de vue, avec cependant un point d'interrogation : il ne faut plus se limiter à surveiller trois taux de change dans le monde. La surveillance



des taux de change doit s'adapter à la réalité des poids économiques et des flux commerciaux. La surveillance de la Chine ou de la Corée est faite aujourd'hui sur une base bilatérale, par leur partenaire majeur, les Etats-Unis, et en fonction de ses propres intérêts. Il faut faire reconnaître dans les organisations dont c'est la compétence, qu'un certain nombre de taux de change ont une importance systémique.

### **Ariane Obolensky**

Il serait extrêmement dangereux de se lancer dans des politiques trop globalisées. Nous ne sommes pas suffisamment maîtres de l'ensemble des variables avec lesquelles nous avons à compter. Si nous essayons de poursuivre trop d'objectifs et trop de cohérence, nous parviendrons à des résultats moins bons qu'avec des objectifs partiels. Il ressort cependant de cette discussion que le FMI devrait retrouver un rôle plus actif en matière de jugement sur les taux de change. Cela faisait partie de sa mission initiale et c'est un moyen de sortir de la situation où nous sommes.

### **Francesco Papadia**

Il y a un lien entre taux de change fixes et bien-être économique. Cela a été montré par exemple dans une étude de Maddison pour l'OCDE<sup>2</sup>. Si l'on identifie les périodes historiques où les taux de change ont été stables – le Gold Exchange Standard et Bretton Woods – la croissance du commerce international et celle du revenu y ont été plus fortes que pendant les autres périodes : l'entre-deux-guerres ou après la chute du système de Bretton Woods. Certes, la stabilité des changes n'est évidemment pas le seul facteur qui explique la croissance, mais elle peut la favoriser.

Les relations entre commerce et taux de change sont complexes. Les coûts et bénéfices d'une union monétaire, c'est-à-dire de l'absence des taux de change, sont fonction – décroissante pour les coûts et croissante pour les bénéfices – du degré d'interdépendance commerciale, comme l'a montré Krugman<sup>3</sup>. Tous les aspects de cette relation ne sont pas complètement établis. Mais je la trouve convaincante. Etant donné le haut degré d'interdépendance commerciale en Europe, par rapport à ce qui prévaut au niveau mondial, je pense que les perspectives pour stabiliser les taux de change au niveau mondial sont moins favorables qu'à l'intérieur de l'Europe.

Plus généralement, au niveau mondial, il y a un écart entre la « demande » de coordination internationale et les possibilités de stabiliser les taux de change d'un côté, et « l'offre » de coordination que le G7 ou le FMI peuvent fournir d'un autre côté. Le régionalisme s'il est de type ouvert, peut aider à établir des liens plus forts et des effets induits entre les groupes de pays voisins. Ceci a été le cas pour l'ALENA qui a démarré comme un pur accord de libre-échange, puis s'est développé sur d'autres points avec des accords annexes sur la pollution et d'autres

2. A. Maddison, *The World Economy in the 20th Century*, OCDE, Paris, 1989.

3. P. Krugman, *Currencies and Crises*, MIT Press, Cambridge, 1992.



thèmes. Cette tendance à dépasser les simples accords commerciaux se développe donc au-delà de l'Union européenne. Les aspects macro-économiques ne sont pas encore nécessairement abordés dans les accords régionaux en dehors de l'Europe. Même si, durant les difficultés récentes sur le peso mexicain, l'aide américaine a été plus que l'aide d'un bon voisin. Cependant, ceci peut très bien devenir un domaine de développement des accords régionaux.

### **Jean Pisani-Ferry**

Il faut quand même se demander comment traiter des situations où certains pays ont des politiques de change délibérément non-coopératives. Quelle peut-être la réaction ? Dans le cas européen, la Communauté s'est fixé des disciplines en matière d'aides de l'Etat, de subventions. Il y aurait certainement contradiction si d'un côté s'exerce une discipline sur le montant des subventions, et si de l'autre aucune discipline n'est exercée sur les taux de change. On ne peut faire confiance au bilatéralisme pour résoudre ce genre de problèmes. Le processus de coopération multilatérale sur les taux de change s'est opéré jusqu'à présent de manière ponctuelle et sur la base d'une unanimité, mais cela est-il suffisant ou doit-il intégrer des éléments de discipline plus forts ?

### **Jean-Pierre Landau**

L'Europe a pu absorber, jusqu'ici, le choc que représentaient les dévaluations italiennes, espagnoles et britanniques. Mais si de tels chocs devaient se multiplier, il me semble que les pressions pour revenir sur certains éléments essentiels de l'intégration européenne – telles que l'interdiction des subventions, voire l'absence des droits de douane internes – seraient très fortes. La survie du marché unique est liée à la stabilité des taux de change en Europe. Ceci n'est pas nécessairement vrai au niveau mondial, où les économies sont moins intégrées.

### **Francesco Papadia**

La phase traversée par le SME au cours des dix-huit derniers mois doit être considérée comme exceptionnelle et ne peut continuer. En Italie, le retour dans le SME n'est pas actuellement à l'ordre du jour. Mais il va l'être bientôt, dans l'intérêt de l'Italie, car je ne pense pas qu'une économie puisse bien fonctionner avec des taux de change flottants.

Au début de la crise nous avons cru que c'était un problème spécifique à la lire. Puis nous avons découvert que c'était aussi un problème de la livre, de l'escudo, de la peseta, puis en 1993, un problème général du SME. Il y a clairement une dimension européenne, même si les problèmes spécifiques à l'Italie ont accentué la crise. De même que l'Europe est capable de traiter des problèmes de subventions et de distorsions dans la concurrence, elle doit être à même de traiter des questions de dévaluations excessives. Mais il est clair que la dévaluation de la lire n'a pas été déclenchée par l'Italie. Au contraire, la Banque d'Italie a résisté à la pression des marchés avec tous les moyens à sa disposition. Malheureusement, lorsque nous

---

défendions la lire en septembre 1992, nous avons eu quelquefois le sentiment que la crise était considérée par nos partenaires comme un problème uniquement italien et non comme un problème systémique.

### **Ariane Obolensky**

Je suis convaincue que si l'Italie a – dans une certaine mesure – réussi sa dévaluation, si le SME s'est recoagulé, ceci est le signe que les fruits de la stabilité engendrée pendant un certain nombre d'années par l'existence du SME ont été recueillis.

### **Christian de Boissieu**

Je pense personnellement que la stabilité des taux de change ne progressera pas sensiblement au cours des années qui viennent. En matière commerciale, il peut y avoir des cycles dans le degré de protection commerciale. Dans le domaine financier il n'y aura pas de cycle : la libéralisation financière est irréversible. Notamment, je ne crois pas à la plausibilité et à l'efficacité des systèmes de type « Tobin tax » ou des systèmes qui en sont dérivés, comme les propositions de Wyplosz-Eichengreen qui veulent mettre des grains de sable dans la finance internationale.

Parmi les trois sommets du triangle d'incompatibilité Mundell-Padoa-Schioppa, la parfaite mobilité du capital persistera. La question se pose de savoir quel est celui des deux autres points – autonomie des politiques monétaires ou stabilité des changes – qui risque de céder. Au plan mondial, il n'y aura pas beaucoup de progrès vers la stabilité des changes. Au plan européen, il y a encore une incertitude.

Nous sommes dans un monde où il existe peu d'ancrages possibles pour les politiques économiques. Les agrégats monétaires ne remplissent plus leur fonction. Le taux de change est un bon candidat pour remplir ce rôle d'ancrage aux politiques économiques et aux anticipations privées. La stabilité du change conserve aussi par ce biais là quelque vertu.

### **Philippe Moutot**

Je suis plus optimiste. La coopération dépend des intérêts qu'y trouvent les gouvernements. En Europe, je pense qu'une telle coopération est de l'intérêt de chacun. Certes le risque qu'elle disparaisse existe, mais la volonté de coopération est présente et beaucoup d'éléments vont pour l'instant dans ce sens.

La question se pose différemment dans les pays dits « émergents ». Des flux d'investissement massifs se dirigent actuellement vers ces pays et ces investissements vont rendre plus nécessaire la stabilité des taux de change de ces nouveaux pôles financiers. L'exemple du Mexique est éclairant à ce sujet. Il y a eu, suite aux incertitudes sur la signature de l'ALENA, de fortes sorties de capitaux à partir de ce pays. Pourtant, les autorités monétaires mexicaines ont éprouvé le besoin de maintenir tout au long de cette période le taux du peso contre le dollar à l'intérieur

des marges. Ces marges, même si elles ont été élargies, ont fait l'objet d'une grande attention. Cette volonté de stabilité des changes pourra peut-être se répéter dans l'avenir. Je vois là une source d'optimisme, peut-être pas global, mais au moins régional.

Au niveau des principales monnaies, la surveillance imaginable est probablement de type *ad hoc*. Par contre, au niveau régional, européen ou américain, une surveillance plus étroite peut sans doute se développer rapidement. Naturellement, il est important que ces deux types de surveillance – *ad hoc* et régionales – soient liés et qu'il n'y ait pas d'incohérence entre les deux.

### Michel Aglietta

Dans le cas mexicain, on ne peut parler de surveillance, mais plutôt d'accrochage unilatéral au dollar. Mais la régionalisation constitue effectivement une force importante aujourd'hui pour limiter les difficultés que pourrait poser au commerce l'instabilité des changes. Au niveau régional la stabilité des changes est sans doute plus facile à obtenir car il y a soit un pôle dominant, soit un système institutionnalisé à cause d'intérêts communs puissants.

Mais que va-t-il se passer entre les pôles ? C'est le problème d'un SMI à plusieurs pôles, trois ou plus si l'on considère les pays émergents. Une première approche consiste à dire que le commerce entre les pôles étant faible par rapport au commerce intra-régional, les taux de change entre les pôles auront peu d'impact sur l'économie et il n'est donc pas nécessaire de les surveiller. Une seconde analyse considère qu'on ne peut juger des influences macro-économiques simplement en considérant les flux commerciaux. Dans ce cas, la perte liée à des stratégies non coopératives entre les pôles peut être très forte.

### Christian de Boissieu

Ceci soulève la question centrale liée à un SMI tri – ou quadripolaire : quelles sont les conséquences de ce rééquilibrage du SMI sur la stabilité des changes ? La littérature économique fournit peu de certitudes en ce domaine. Les modèles peuvent déboucher sur des conclusions opposées selon leurs hypothèses de départ. L'expression elle-même de monde tri – ou quadripolaire est ambiguë car elle laisse croire que les trois ou quatre pôles seront équilibrés. Ce ne sera certainement pas le cas. Des phénomènes de hiérarchie vont sans doute apparaître.

La coopération régionale est-elle une trappe pour la coopération mondiale ou bien un point de passage obligé ? Tout dépend de la conception de l'intégration régionale qui prévaut. Si l'on a affaire à des espaces commerciaux ouverts, sous conditions de réciprocité, la coopération régionale peut être considérée comme une manière d'ouverture internationale. Il s'agit alors d'une « zone » régionale. Mais s'il s'agit au contraire d'un « bloc » régional fermé, alors la régionalisation peut être une trappe, une trappe à solidarité mondiale.

## Jean-Pierre Landau

La question posée par Michel Aglietta est à la fois factuelle et politique. La question factuelle est de savoir si l'interdépendance entre les blocs régionaux va se renforcer ou s'affaiblir. Si elle se renforce, il faudra à la fois accentuer la coordination des politiques économiques, et rechercher une plus grande stabilité des taux de change ; si elle s'affaiblit, une certaine indifférence par rapport à la coopération entre les régions est justifiée. La question est aussi politique car il dépend de nous que la coopération se renforce ou s'affaiblisse. Je pense que la croissance mondiale sera plus forte si l'on est en présence de systèmes régionaux ouverts plutôt que fermés. Les espaces régionaux ouverts sont une condition de la croissance. Si les blocs régionaux sont fermés, il y aura diminution générale du bien-être. Nous avons donc intérêt à une interdépendance plus étroite. C'est un argument très fort en faveur de la coordination des politiques économiques.

## Peter Bofinger

J'adopterais sur cette question une approche positive, et non normative. Je ne pense pas que la coopération internationale se développera dans les prochaines années à travers des formes plus institutionnalisées. L'expérience du SME a montré clairement combien il est difficile de mettre en œuvre une coopération formalisée. La discussion sur l'opportunité d'un nouveau système de Bretton Woods doit tenir compte de cette expérience où maintenir des taux de change fixes a été très difficile malgré des conditions presque idéales.

Les problèmes principaux de ce système sont :

- la nécessité d'avoir un *leader* fiable dans le système ; la Bundesbank n'a pas tenu correctement ce rôle en 1992 et 1993, car elle a suivi une politique trop restrictive ;
- la possibilité pour le système d'exercer des pressions sur les pays qui poursuivent des politiques incompatibles avec la stabilité de leur taux de change ; l'Italie aurait dû ainsi être soumise beaucoup plus tôt à des pressions pour effectuer des ajustements économiques ;
- les trop fortes pressions que le marché exerce sur les pays.

Tous ces problèmes se sont posés à des pays fortement intégrés économiquement. Les perspectives pour étendre un tel système à un niveau international semblent donc illusoirs. Mais si je suis toujours une approche positive, je pense que la coopération régionale se renforcera car c'est la seule façon de se protéger contre la non-coopération au niveau mondial.

Les études montrant un lien entre stabilité des changes et commerce me laissent sceptique. Elles testent des relations globales entre variations des taux de change et volume du commerce, mais elles n'analysent pas la structure du commerce ni l'investissement direct.

## Francesco Papadia

Le caractère peu conclusif des études sur le lien entre taux de change et commerce peut être dû au fait que les séries temporelles utilisées ont trop peu de variance, surtout après Bretton Woods. Pour pouvoir conclure, il faut travailler sur

des séries longues qui correspondent à des périodes où la variance a été forte, comme celle de l'entre-deux-guerres où il y a eu de très fortes variations du commerce et des taux de change.

Pour revenir à la question du régionalisme, il y a un régionalisme qui, au niveau européen, n'est pas assez ouvert.

Une étude a été récemment<sup>4</sup> menée qui a comparé la période de l'immédiat après-guerre en Italie, qui, après la réforme et la stabilisation achevée par Einandi en 1947, a été une période de forte croissance et de stabilité monétaire, et ce qui se passe actuellement dans les pays d'Europe centrale. Pourquoi les pays de l'Est n'ont-ils pas obtenu de résultats aussi positifs ? Sont-ils trop prudents dans leurs réformes ? Ou bien leurs conditions de départ étaient-elles beaucoup moins favorables ? Je ne le pense pas. La réponse à la première question tient, je crois, aux conditions du commerce international assurées à l'époque par les Etats-Unis aux pays européens, bien meilleures que celles offertes maintenant aux pays de l'Est. C'est ce qui manque pour aider à la fois les réformes, la stabilisation et la croissance. Aujourd'hui l'Europe n'est sans doute pas assez unie pour pouvoir se conduire comme un pays *leader*, et les pays qui la composent trop petits pour ressentir directement les avantages d'un développement en Europe centrale et agir par eux-mêmes. Le régionalisme peut être une réponse à ce problème.

### Ariane Obolensky

Je pense que l'on ne construit pas des systèmes dans ces conditions. On les bâtit au contraire lorsque les choses vont très mal et que l'on se dit « catastrophe, comment vais-je m'en sortir ? » Quand cela marche bien, on ne sent plus l'intérêt du système et des contraintes qu'il impose.

Sur la question de la régionalisation, je pense effectivement que l'Europe et sans doute l'Amérique iront vraisemblablement dans ce sens. Par contre en Asie, je ne vois pas apparaître de stratégie coopérative, ni avec les autres pays, ni à l'intérieur de la zone.

### Christian de Boissieu

Il faut sans doute distinguer l'interdépendance et la solidarité régionale. Au niveau de l'interdépendance, le commerce de zone a tendance à augmenter. Ce sont les voisins de la Chine qui sont les premiers bénéficiaires de son taux de croissance à 10-15 % par an. Au contraire sur le plan de la coopération politique, en effet rien n'est fait ou presque dans la zone.

4. F. Papadia & B. Bossone, « Stability and Credibility in the Transition Process of the Previously Planned Economies », forthcoming in Herr H., Tober S., Wesphal A. eds, *Macroeconomic Problems of Transformation, Stabilization Policies and Economic Restructuration*, Adelshot, 1994.

---

## Jean Pisani-Ferry

L'incitation plus faible à coopérer au niveau du G7 qui résulterait du régionalisme pourrait être compensée par des facilités plus grandes car les coûts d'information seraient réduits. Si l'on raisonne dans le cadre de trois blocs régionaux :

- le bloc autour des Etats-Unis sera probablement de type hégémonique, avec un centre bien identifié ;
- par contre, dans le bloc européen, le type de structures institutionnelles mis en place semble peu compatible avec une coordination discrétionnaire ; les décisions vis-à-vis des autres blocs risquent d'être difficiles à prendre, je pense notamment à la politique de change après la mise en place de l'Union monétaire, qui apparaît d'une extrême complexité ;
- quant au troisième bloc, il est effectivement encore dans les limbes.

## Francesco Papadia

En ce qui concerne la politique de change dans l'Union monétaire, il ne faut pas se laisser impressionner par la complexité des articles du traité de Maastricht. Le président de la Banque centrale européenne (BCE) ira discuter au G3 et soumettra ensuite la décision à son Conseil, ce qui est la procédure suivie dans le cadre des pays du G7 actuellement. Evidemment les décisions finales dépendront du vote du Conseil. Je ne pense pas que ce problème soit fondamental.

## Philippe Moutot

Pour l'Allemagne, cette dualité entre banque centrale et autorités politiques existe déjà. Le fonctionnement du G7 n'en a pas été trop gravement perturbé. Le même scénario pourrait se produire dans le cas où l'Europe serait globalement représentée.

## Jean Pisani-Ferry

Je suis d'accord sur cette possibilité à terme. Mais dans la période de transition les choses risquent d'être un peu plus compliquées car la nouvelle banque centrale se concentrera vraisemblablement sur ses objectifs internes pour asseoir sa crédibilité. Elle devra aussi faire son apprentissage. Il y aura un équilibre de fait à trouver entre les responsabilités de la BCE et celles de son conseil du point de vue de la politique de change, sachant que les textes sont ambigus sur ce point.

## Francesco Papadia

Temporairement, la coordination internationale pâtira certainement du recentrage de l'Union européenne sur les objectifs internes, mais la division des responsabilités ne devrait pas constituer un obstacle.