

Banque Nationale de Belgique

11 octobre 2021

L'actualité de Robert Triffin

Jacques de Larosière

Ancien directeur général du Fonds Monétaire International

Gouverneur de la Banque de France

Monsieur le Gouverneur,
Mesdames et Messieurs,

C'est avec grand plaisir que je participe à la présentation du remarquable ouvrage de mon ami Ivo Maes sur Robert Triffin.

C'est un livre important, et je soulignerai son actualité. Il devrait tous nous inspirer.

I - Quelles sont les "anomalies" de notre "système" international telles que Robert Triffin les dénonçait il y a 60 ans ?

1. Le pays le plus riche du monde, les États-Unis, vit à crédit et prospère en se faisant financer par les autres, même les plus pauvres.
2. Les acteurs du système sont libres de choisir leur politique de change : tantôt ils le laissent flotter, tantôt ils le " gèrent " en évitant l'appréciation afin de maintenir la compétitivité souhaitée (notamment en achetant des dollars).
3. L'effort d'ajustement des déséquilibres de la balance des paiements incombe exclusivement aux pays déficitaires (à l'exception des États-Unis) et non aux pays structurellement excédentaires.
4. L'approvisionnement du monde en liquidités est principalement dû au déficit extérieur des États-Unis. (Les créanciers achètent des dollars).

L'un des problèmes de ces "anomalies" est que l'on s'y habitue et que l'on ne cherche plus à améliorer les choses.

II - Le "dilemme "

Triffin a beaucoup fait pour analyser ces déficiences et tenter d'y remédier.

Il a été l'un des premiers à comprendre la contradiction inhérente au "système de Bretton Woods", conçu à la fin de la guerre pour restaurer un ordre économique et monétaire mondial. Pendant une quinzaine d'années, le système mis en place autour du Fonds monétaire international en 1944 a plutôt bien fonctionné : Les États-Unis combinaient une balance courante équilibrée et des sorties de capitaux qui irriguaient le monde à la recherche de dollars. Et les pays déficitaires - appauvris ou détruits par la guerre - bénéficiaient des entrées de capitaux et d'une relative discipline macroéconomique.

Mais ce système est devenu incontrôlable à la fin des années 1960 et c'est tout le mérite de Robert Triffin d'avoir été l'un des premiers à le comprendre et à le démontrer avec une indépendance d'esprit, une lucidité et une clairvoyance remarquables.

L'augmentation des dépenses publiques aux États-Unis a été la cause de ce bouleversement.

En effet, elle a été nécessaire pour financer le *Welfare State* qui s'est développé aux USA après la guerre, puis la guerre du Vietnam, qui a été un véritable gouffre en termes de dépenses publiques.

Plutôt que de financer ces vagues de dépenses par les impôts – ou l'épargne –, les États-Unis ont eu recours à l'emprunt. Le monde – toujours à la recherche de dollars pour assurer sa croissance – a donc financé le déficit croissant des États-Unis en achetant, avec son épargne, la dette émise par les Américains.

Mais ce faisant, le rapport entre la dette en dollars et le stock d'or américain s'est détérioré. Or, le "système de Bretton Woods" était fondé sur la convertibilité en or des dollars détenus par les banques centrales étrangères.

C'est Triffin qui a formulé le fameux "dilemme" :

- soit les États-Unis contrôlent leur budget et leur balance courante en limitant leur consommation intérieure et le monde court le risque d'une récession ;
- soit ils financent à crédit leur développement ainsi que la guerre du Vietnam et l'abondance de dollars ainsi créée montrera un jour l'impossibilité d'assurer la convertibilité du dollar en or.

C'est la deuxième voie de cette alternative qui se réalise et, le 15 août 1971, les États-Unis mettent fin à la convertibilité en or du dollar. Le système monétaire international abandonnait – 30 ans après l'avoir institué – le système des taux de change fixes.

III - Le "non-système" actuel et la nécessité de le corriger

Mais la fin de Bretton Woods n'allait pas résoudre les problèmes.

Pendant un temps, on a cru que l'abandon des taux de change fixes allait tout résoudre :

Avec les taux flexibles, on pensait que les États - et en premier lieu les États-Unis - allaient retrouver la liberté de choisir leur *policy mix* (dosage macroéconomique) : les déséquilibres se résoudraient naturellement par les fluctuations des taux de change sur les marchés et par les mouvements de capitaux désormais libérés de leurs contrôles.

Enfin, le monde se libérait !

Mais, en fait, le monde ne s'est pas "libéré". Il est devenu de plus en plus dépendant des marchés financiers qui ont pris, avec les innovations qui les accompagnent, une place prépondérante dans le fonctionnement du système monétaire international.

Ce "non-système" - celui dans lequel nous vivons - est caractérisé par :

- un endettement mondial massif (toujours générateur de crises, bulles et défauts financiers) ;
- une préférence pour la détention d'actifs liquides plutôt que des investissements à long terme (dont nous avons tant besoin) ;
- le maintien du "privilège exorbitant" du dollar : Les déficits américains restent l'élément central de l'approvisionnement du monde en réserves, et les États-Unis continuent à vivre à crédit ;
- l'extrême modestie de la tentative de création d'une monnaie internationale prônée par Keynes et Triffin (DTS).

Un des enseignements de l'œuvre de R. Triffin est important à méditer : il s'agit de l'intérêt de l'auteur pour les " institutions " internationales. Il a toujours pensé que le FMI, et plus tard les institutions européennes, devaient jouer un rôle clé dans l'organisation de notre système.

À cet égard, je voudrais rappeler l'épisode suivant :

Lorsqu'en 1949, une dévaluation ordonnée des taux de change d'un grand nombre de pays devait avoir lieu, la Grande-Bretagne - dont les autres pays attendaient la décision avant de prendre position - ne voulait pas que le FMI intervienne. Le directeur américain au FMI, M. Southard, a donc organisé des discussions "informelles" au FMI pour évaluer les montants raisonnables des futures dévaluations. Mais les Britanniques insistent pour que le directeur général, M. Guth, ne participe pas à ces discussions. Triffin – il a moins de 40 ans – dénonce vigoureusement cette attitude contraire aux statuts du FMI.

En résumé, les points suivants restent d'une grande actualité et appellent à l'action.

- Tout système international "ordonné" ne peut ignorer les relations de change entre grands pays ;

- Il est donc nécessaire de confier à une organisation monétaire indépendante et compétente la tâche de surveiller les relations de change. Cela ne signifie pas un retour à des parités fixes absolues entre les grandes monnaies. Mais cela implique un accord sur l'idée de rechercher un lien opérationnel rationnel et souhaitable entre les taux de change et la politique économique ;

- Ceci est important, surtout dans un contexte de " super effet de levier " comme celui que nous connaissons. En effet, le déclenchement du cycle économique est désormais une affaire de finance. C'est la politique monétaire des Etats-Unis qui gouverne le monde. Ses variations marquent de leur empreinte le cycle financier. Il serait donc logique d'accorder un peu plus d'attention aux implications internationales de la politique monétaire des grands États du point de vue de la stabilité financière.

Sinon, on risque de voir se multiplier les guerres de taux de change – par le biais de la politique monétaire – et le protectionnisme, qui ont toujours été de mauvais augure.