

L'actualité de Robert Triffin

Banque Nationale de Belgique - 11 octobre 2021

Monsieur le Gouverneur, Mesdames, Messieurs,

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

C'est un ouvrage important dont je vais m'attacher à souligner l'actualité et dont nous devrions tous nous inspirer.

I – Quelles sont les « anomalies » de notre « système » international telles que Robert Triffin les dénonçait déjà il y a 60 ans ?

1. Le pays le plus riche du monde, les Etats-Unis, vit à crédit et prospère en étant financé par les autres, fussent-ils les plus pauvres.
2. Les acteurs du système sont libres de leur politique de change : tantôt ils le laissent flotter, ou ils le « gèrent » évitant une appréciation pour maintenir la compétitivité désirée (notamment en achetant des \$).
3. L'effort d'ajustement des déséquilibres de balances des paiements retombe exclusivement sur les pays déficitaires (à l'exception des Etats-Unis) et non sur les pays ayant des excédents structurels.
4. L'approvisionnement du monde en liquidités s'effectue essentiellement par le jeu du déficit extérieur des Etats-Unis. Les créanciers achètent des dollars.

Un des problèmes avec ces « anomalies » est qu'on finit par s'y habituer et que l'on ne recherche donc plus à améliorer les choses.

*

* *

II – Le « dilemme ».

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

Il a été un des premiers à comprendre la contradiction inhérente au « système de Bretton Woods », conçu à la fin la guerre pour restaurer un ordre économique et monétaire mondial.

Pendant une quinzaine d'années, le système créé autour du Fonds Monétaire International en 1944 a assez bien fonctionné : les Etats-Unis combinaient une balance des paiements courants équilibrée et des sorties de capitaux qui irriguaient le monde en quête de dollars. Et les pays déficitaires – appauvris ou détruits par la guerre – bénéficiaient des entrées de capitaux et d'une relative discipline macro-économique.

Mais ce système se dérégla à la fin des années 60 et ce fut le mérite de Robert Triffin de l'avoir compris un des premiers et de l'avoir démontré avec une indépendance d'esprit, une lucidité et une capacité à prévoir remarquables.

La montée des dépenses publiques aux Etats-Unis fut la cause de ce dérèglement.

En effet, il fallait financer l'Etat-Providence qui se développa aux USA après la guerre, puis la Guerre du Vietnam qui fut un véritable gouffre en matière de dépenses publiques.

Plutôt que de financer ces vagues de dépenses par l'impôt – ou des économies – les Etats-Unis recoururent à l'emprunt. Le monde – encore à la recherche de dollars pour assurer sa croissance – finança donc le déficit croissant des Etats-Unis en achetant, avec son épargne, de la dette émise par les Américains.

Mais, ce faisant, le rapport entre la dette en dollars et le stock d'or américain se dégradait. Or le « système de Bretton Woods » était fondé sur la convertibilité or des dollars détenus par les Banques Centrales étrangères.

Triffin fut celui qui formula le fameux « dilemme » :

- ou les Etats-Unis maîtrisent leur budget et leur balance courante en restreignant la consommation domestique et le monde court le risque d'une récession ;
- ou ils financent à crédit leur développement ainsi que la Guerre du Vietnam et l'abondance de dollars ainsi créés fera apparaître un jour l'impossibilité d'assurer la convertibilité en or du dollar.

Ce fut la deuxième branche de cette alternative qui se produisit et, le 15 août 1971, les Etats-Unis mirent fin à la convertibilité or du dollar. Le système monétaire international abandonna – 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 rien régler.

On crut, pendant un temps, que l'abandon des taux de change fixes allait tout résoudre :

Avec des taux flexibles, les Etats - et en premier lieu les Etats-Unis - , allaient retrouver, croyait-on, la liberté de choisir leur « policy mix » : les déséquilibres se résoudraient naturellement par les variations de 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 s'est mis sous la dépendance croissante des marchés financiers qui ont, avec les innovations qui l'accompagnent, pris la place prédominante dans le fonctionnement du système monétaire international.

Ce « non-système » - celui où nous vivons – se caractérise par :

- Un endettement global massif (toujours générateur de crises financières, de bulles et de défauts de paiement) ;
- Une préférence pour la détention d'avoirs liquides au détriment des placements longs (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 US continuent à vivre à crédit ;
- L'extrême modestie de la tentative de création d'une monnaie internationale préconisée par Keynes et Triffin (DTS).

En définitive, les imperfections dénoncées par R. Triffin ne pourront trouver leur solution que dans une avancée vers davantage de coopération internationale.

Une des leçons de l'œuvre de R. Triffin est importante à méditer : c'est l'intérêt de l'auteur pour les « institutions » internationales. Il a toujours cru que le FMI et, plus tard, les institutions européennes, devaient jouer un rôle-clé dans l'organisation de notre système.

A cet égard, je rappelle l'épisode suivant :

Quand, en 1949, il fallut procéder à une dévaluation ordonnée des taux de change d'un grand nombre de pays, la Grande-Bretagne – dont les autres pays attendaient la décision avant de se positionner – ne souhaitent pas que le FMI intervienne. L'administrateur américain au FMI, M. Southard, organisa donc, au Fonds Monétaire, des discussions « informelles » pour évaluer les montants raisonnables des dévaluations à venir. Mais les Anglais insistèrent pour que le Directeur Général, M. Guth, ne participe pas à ces débats. Triffin - il avait moins de 40 ans - dénonça vigoureusement cette attitude contraire aux statuts du FMI.

*

* *

En définitive, les éléments suivants restent d'une actualité criante et invitent à l'action :

- Tout système international « ordonné » ne peut entièrement se désintéresser des relations de change entre grands pays ;
- De ce fait, il est nécessaire de confier à une organisation monétaire indépendante et compétente le soin de superviser les rapports de change. Cela ne veut pas dire un retour à l'absolue fixité des parités entre grandes devises. Mais cela implique un accord sur l'idée de rechercher un lien opérationnel rationnel et désirable entre changes et politique économique ;
- Ceci est important, particulièrement dans un contexte de « super leverage » comme celui que nous connaissons¹. En fait, le déclenchement du cycle économique relève aujourd'hui de la finance. C'est la politique monétaire des Etats-Unis qui gouverne le monde. Ses changements impriment leur mouvement au cycle financier. Il serait donc logique de prêter un peu plus d'attention aux conséquences internationales de la politique monétaire des grands Etats du point de vue de la stabilité financière.
- Et l'ajustement économique devrait figurer en bonne place. Un système monétaire international stable devrait être fondé sur une suffisante coopération économique entre Etats. Peut-être est-ce là la faiblesse de la pensée de Triffin : l'auteur a consacré plus d'attention au financement des déficits de balances des paiements qu'aux ajustements nécessaires.

Sans quoi, le risque est de voir proliférer les guerres de change – par politique monétaire interposée – et le protectionnisme, qui sont toujours de mauvais augure.

Jacques de Larosière

¹ L'endettement global s'élève au montant record de 300.000 Milliards \$ (soit trois fois le PIB mondial).