



**BANQUE INTERNATIONALE
À LUXEMBOURG**

société anonyme
Luxembourg
2, boulevard Royal
téléphone 4 79 11
télex 3626 bil lu

Les comptes internationaux des Etats-Unis et leur impact sur le reste du monde

par le Professeur Robert Triffin

Version mise à jour d'un article publié dans le numéro de
mars 1985 de **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**
(traduit de l'anglais)

Robert Triffin est surtout connu pour ses contributions à la réforme monétaire *mondiale* et à l'intégration monétaire *régionale*. Il a joué un rôle marquant dans l'élaboration et la négociation de l'*Union Européenne des Paiements* (1950-58) et du *Système Monétaire Européen* (1979-?). Il continue à coopérer aux études visant à promouvoir l'évolution du SME vers l'*Union économique et monétaire* totale envisagée à plus long terme par ses promoteurs et par le *Comité d'Action pour les Etats-Unis d'Europe* de Jean Monnet, dont il fut l'un des plus proches collaborateurs.

Un "curriculum" plus complet est disponible dans divers "*Who's Who*" internationaux. Il a résumé lui-même sa biographie et les raisons auxquelles il attribue ses succès et ses échecs dans "*An Economist's Career: What, Why? and How?*" (*Banca Nazionale del Lavoro: Quarterly Review*), traduit en italien dans *Moneta et Credito* (Septembre 1981).

Né à Flobecq (Belgique), le 5 octobre 1911, il a enseigné à Louvain, à Harvard, Yale, Genève, Louvain-la-Neuve, etc., et servi comme fonctionnaire ou consultant auprès de diverses institutions américaines du Fonds Monétaire International, des Nations Unies, de l'Organisation Européenne de Coopération Economique, de la Communauté Européenne, de diverses banques centrales en Amérique Latine et ailleurs, de la Kredietbank de Luxembourg, etc. Ses livres les plus connus sont: *Monopolistic Competition and General Equilibrium Theory* (Harvard University Press, 1942), *Europe and the Money Muddle* (id., 1957) et *Gold and the Dollar Crisis* (id., 1960), traduit en français, espagnol, italien, japonais et norvégien.

Les comptes internationaux des Etats-Unis et leur impact sur le reste du monde

I. Je reconnais être surpris et consterné par l'interprétation optimiste donnée par un grand nombre de nos meilleurs commentateurs économiques concernant les développements actuels et prospectifs du système monétaire, financier et économique international (1). Il faut néanmoins les féliciter de leur tentative courageuse de trouver une explication au paradoxe extraordinaire auquel nous sommes confrontés: la hausse spectaculaire et continue du dollar sur les marchés des changes mondiaux, malgré les déficits tout aussi spectaculaires de la balance des transactions courantes, qui ont dépassé l'année dernière 100 milliards de dollars, c'est-à-dire un chiffre nettement plus élevé que le total des réserves officielles mondiales à la fin des années 1969 ou 1970, et que les économistes auraient jugé impossible.

Tout le monde est d'accord pour dire que la solution de cette énigme est que les transactions en compte courant ne constituent aujourd'hui qu'une fraction mineure ("estimée" à environ un dixième?) des transactions brutes sur le marché des changes, dominées en réalité par les mouvements de capitaux. Ce qu'il convient d'expliquer est donc le montant énorme des importations nettes de capitaux qui financent ces déficits. On est généralement d'accord pour dire qu'une partie importante de ceux-ci est due à des différences de taux d'intérêt favorisant les Etats-Unis par rapport à leurs principaux marchés concurrents pour les investissements sûrs (en

particulier l'Allemagne et la Suisse), qui sont dues elles-mêmes en grande partie à la sur-absorption d'une épargne insuffisante par les énormes déficits budgétaires des Etats-Unis. La plupart des commentateurs américains ont toutefois tendance à moins insister sur ce facteur que les commentateurs étrangers. Ils préfèrent souligner la "confiance des investisseurs étrangers dans l'aptitude de l'économie américaine à s'accroître à un taux sain sans augmentation de l'inflation et à l'absence d'un climat favorable aux investissements dans les autres pays" (2). La détérioration de la balance commerciale des Etats-Unis ne devrait pas saper excessivement cette confiance, car elle est due en majeure partie à une croissance économique plus rapide aux Etats-Unis qu'en Europe ("environ 30 milliards de dollars") et à l'impact de l'endettement latino-américain sur le commerce des Etats-Unis avec l'Amérique Latine ("20 à 25 milliards de dollars") plutôt qu'à la surévaluation du dollar ("au moins 35 milliards de dollars") (3).

Tout en reconnaissant que de tels afflux de capitaux ne peuvent pas

(1) Voir, par exemple, le *Rapport Annuel 1985 du Groupe des Conseillers Economiques* du Président, Chapitre 3, pages 99 à 111; "Renforcement de la compétitivité US" dans *World Financial Markets*, de septembre 1984; "Politiques économiques des Etats-Unis dans un contexte global" par RIMMER DE VRIES, dans *US Competitiveness and its Implications for Europe* (Documents CEPS n° 11-12-13, 1984) et les déclarations de H. ROBERT HELLER aux *Débats* du Comité Economique Commun du Congrès (1er mai 1984) et du Comité du Sénat sur les Affaires Bancaires, Immobilières et Urbaines (juin 1984).

(2) RIMMER DE VRIES, p. 49 de l'article cité dans la note précédente.

(3) Id., p. 47.

continuer indéfiniment et que des réajustements à la baisse des cours de change et des taux d'intérêt sont désirables de même qu'inévitables dans l'avenir, ils voient des avantages considérables dans la situation actuelle, non seulement pour les Etats-Unis, mais pour les autres pays également. "Le déficit commercial des Etats-Unis a agi comme une locomotive au plus grand profit de l'économie mondiale... Pour de nombreux pays, la performance des exportations globales a été dominée par l'augmentation des exportations vers les Etats-Unis" (4). En ce qui concerne les Etats-Unis eux-mêmes, le déficit commercial associé à un cours de change élevé du dollar contribue à abaisser le taux d'inflation, tandis que les importations énormes de capitaux aident à financer les déficits budgétaires et à stimuler la reprise économique et l'emploi (5).

Ce qui démarre comme une explication économique factuelle a ainsi tendance à se terminer comme une justification — ou une disculpation? — de la politique actuelle des Etats-Unis et une invitation aux pays industrialisés étrangers à suivre leur exemple et à adopter également des politiques plus expansionnistes, dans leur propre intérêt ainsi que dans celui des Etats-Unis et des pays moins développés.

II. Ces arguments sont certainement partiellement valides, mais ils n'expriment "ni toute la vérité, ni rien que la vérité". Ils sont extrêmement persuasifs pour les politiciens américains dont la vie est sans aucun

doute facilitée par les avantages évidents qu'il y a d'abaisser l'inflation intérieure par l'importation de marchandises étrangères pour un montant net dépassant 100 milliards de dollars US par an, et achetées à bon marché grâce à un cours de change du dollar nettement surévalué; et par les importations de capitaux finançant des déficits en compte courant encore plus importants et plus de la moitié de déficits budgétaires sans précédent, atteignant encore en moyenne environ 200 milliards de dollars par an. Toutefois, les pays étrangers paient chèrement le "rôle de locomotive" des Etats-Unis sur leur propre balance des transactions courantes. Pour eux, les taux d'intérêt US élevés, les sorties spéculatives de capitaux et la surévaluation du dollar signifient une accélération, plutôt qu'une réduction, de l'inflation de leurs prix intérieurs (6), et le détournement de plus de 100 milliards de dollars de leur épargne intérieure pour le financement de la course suicidaire au surarmement entre les superpuissances, plutôt qu'aux investissements nationaux, à la relance de leur économie et de l'emploi. L'inadéquation de leurs propres politiques en est certainement responsable en partie, mais je montrerai plus loin (7) pourquoi les arrangements institution-

(4) *Id.*, p. 48.

(5) Voir, par exemple, les déclarations de Heller auxquelles il est fait référence dans la note 1 du présent article

(6) Spécialement du fait que de nombreuses importations de pays tiers, ainsi que des Etats-Unis, sont traditionnellement libellées en dollars surévalués.

(7) Voir pages 8 et 9.

nels actuels et des habitudes politiques fortement ancrées leur rendent incomparablement plus difficile de suivre l'exemple américain de politiques fiscales et monétaires plus expansionnistes.

Les porte-parole du Système Fédéral de Réserve faisant le plus autorité ne cessent de proclamer qu'un abaissement du cours de change et des taux d'intérêt américains sont indispensables à une reprise durable dans le pays et à l'étranger. La situation et les perspectives actuelles sont encore plus alarmantes qu'on ne le réalise généralement. Jetons un coup d'œil sur les estimations de la position nette des investissements internationaux des Etats-Unis résumés au tableau 1. Le dernier tableau annuel publié en août 1984 par le *Survey of Current Business* indique que ceux-ci étaient de 106 milliards de dollars fin 1983. Mais cette estimation:

a) ne tient pas compte des écarts statistiques cumulatifs énormes (129 milliards de dollars) constamment interprétés dans les commentaires du *Survey* (et par la plupart des autres économistes) comme étant probablement dûs le plus souvent à des afflux non enregistrés de capitaux. Si l'on fait figurer ceux-ci entièrement au passif, leur prise en compte ferait passer la position nette de *plus* 27 milliards de dollars à *moins* 20 milliards de dollars;

b) comporte 79 milliards de dollars d'actifs et "d'aide étrangère" détenus

presque tous à long terme sur des pays sous-développés, et qui ne pourraient guère être mobilisés efficacement pour défendre le dollar sur le marché des changes, où les actifs nets recensés étaient seulement de 27 milliards de dollars, et les actifs nets, y compris les importations de capitaux non enregistrés, de *moins* 102 milliards de dollars.

Le déficit de 102 milliards de dollars de la balance des paiements en compte courant porte à *moins* 209 milliards de dollars la position des investissements nets à fin 1984, au lieu de la position nette de *plus* 34 milliards de dollars recensée au Tableau du *Survey*.

Comme l'indiquent les brefs commentaires au bas du tableau 1, une telle évaluation est excessivement pessimiste et pourrait être améliorée de 100 milliards de dollars, ou plus, par divers ajustements concernant l'évaluation du prix de l'or et le déficit de la balance des "transactions courantes". Je ne m'aventure pas à faire des "estimations" à cet égard, car il est évident qu'une telle "amélioration" serait bien plus que compensée par:

a) une extrapolation de l'évaluation à la baisse et d'autres ajustements de 1982 (17 milliards de dollars) et de 1983 (11 milliards de dollars) dont le montant ne sera pas estimé avant le deuxième semestre de cette année;

b) essentiellement le fait que plus de la moitié des créances externes de

437 milliards de dollars des banques commerciales sont détenues sur des pays – particulièrement d'Amérique Latine et aux Philippines – considérés aujourd'hui comme pratiquement illiquides, et ne pourraient pas être efficacement mobilisées aujourd'hui pour défendre le dollar sur le marché mondial des changes.

Si l'évaluation par les spéculateurs de la future évolution du cours de change du dollar passe de la poursuite de l'appréciation de son cours au commencement d'une dépréciation, on peut craindre un effet de boule de neige pouvant entraîner un déclin catastrophique, sauf si les Etats-Unis et les autres grandes puissances financières mettent finalement en application, mais un peu tard, la résolution de Williamsburg de 1983, visant à coordonner les politiques pour réduire une instabilité excessive du cours de change. La rencontre de la mi-janvier 1985 des "cinq grands" pourrait renouveler les espoirs démentis jusqu'à maintenant de manière persistante par les politiques officielles, y compris, bien entendu, celles de Beryl Sprinkel.

Même le meilleur scénario possible entraînerait une réduction désirée depuis longtemps des cours de change du dollar et des taux d'intérêt.

III. La principale imperfection de l'analyse prédominante des développements financiers actuels et à venir sur le marché international, et des recommandations qui en résultent,

quant à la politique à suivre est à mon avis l'oubli de mentionner le rôle fondamental joué dans les mouvements de capitaux par l'acceptation continue du dollar (même après qu'il soit devenu inconvertible) comme principale "monnaie mondiale parallèle" dans les contrats internationaux, règlements et accumulations de réserves dans les banques commerciales, ainsi que par les banques centrales.

Le tableau 2 le fait bien ressortir en distinguant deux types d'actifs et passifs du marché des changes:

a) *Actifs et passifs du marché monétaire, c'est-à-dire:*

1) à l'*actif*: les actifs *officiels* des Etats-Unis et de leurs banques commerciales sur l'étranger;

2) au *passif*: les *avoirs étrangers officiels* aux Etats-Unis, et d'autres *avoirs étrangers privés* sur les banques américaines et en bons du Trésor, les deux étant considérés comme détenus principalement comme fonds de roulement plutôt que comme investissements lucratifs.

b) *Autres éléments d'actif et de passif privés*, détenus principalement sous forme d'investissements lucratifs finals – mais pas nécessairement stables – par les *clients* du système bancaire: investissements directs, investissements en portefeuille, et actifs et passifs d'entreprises américaines non bancaires, *plus*

"l'écart statistique" dans les flux cumulatifs de la balance des paiements.

En acceptant l'endettement du marché monétaire des Etats-Unis en paiement pour leurs excédents de balance des paiements, les systèmes monétaires des autres pays financent ces déficits par des émissions accrues de leur propre masse monétaire (émissions fiduciaires et dépôts bancaires), au risque d'accélérer leur inflation des prix intérieurs. Pour parler crûment, ils laissent les Etats-Unis faire marcher leurs "planches à billets" pour financer leurs déficits: ce que le Président de Gaulle appelait, tout-à-fait correctement, "un privilège extravagant", mais doit être également considéré comme une "responsabilité effroyable" pour la gestion monétaire mondiale.

Ce système avait été utilisé d'une manière responsable et modérée au cours des vingt années qui ont suivi la deuxième guerre mondiale, pour des buts rencontrant une approbation générale: l'accélération par des prêts et dons des Etats-Unis de la reconstruction des économies étrangères dévastées par la guerre et pour le développement économique du Tiers Monde. Son premier emploi abusif peut être daté de la fin des années soixante: la décision du Président Johnson de s'en servir pour financer les dépenses de guerre au Vietnam sans prélèvement d'impôts. Il a pris un caractère explosif dans les années 70 et au début des années 80, avec l'explosion concomitante de la course suicidaire aux armements entre les

Etats-Unis et l'URSS. Le tableau 2 montre que le "passif du marché monétaire" US au cours de ces années explique plus de la moitié du "passif total du marché des changes", multiplié par 9 environ au-delà de son montant à la fin de 1970 (107 milliards de dollars) à 910 milliards de dollars à la fin de 1983; et multiplié par 10 pour atteindre environ 1033 milliards de dollars à la fin de l'année dernière. Le "passif du marché monétaire" est en effet estimé à environ 508 milliards de dollars en décembre 1983, et à 561 milliards de dollars en décembre 1984.

Mais ceci n'est pas tout: le rôle de devise mondiale conféré au dollar affecte également profondément la *politique* poursuivie par les autorités monétaires et par les banques commerciales des Etats-Unis quant à la détention d'avoirs étrangers;

a) Les *autorités monétaires* sont dégagées de l'obligation d'accumuler de gros montants d'actifs étrangers – ce que les autres pays doivent faire – pour financer leurs déficits. Même à leur niveau de pointe, à la fin de l'année dernière, ces actifs étrangers (8) (au Fonds Monétaire International, en réserves de droits de tirage spéciaux, et en devises étrangères) totalisaient moins de 26 milliards de dollars, alors que leur endettement aux agences officielles étrangères atteignait environ 197 milliards de dollars (9).

(8) A l'exclusion des réserves d'or évaluées à 11 milliards de dollars.

(9) A l'exclusion, dans tous ces tableaux, du passif dit "contingent" pour allocations de droits de tirage spéciaux.

b) D'autre part, les banques commerciales inondées de dépôts étrangers jouaient à fond, jusqu'à la fin 1982, le rôle de "banques mondiales", en redistribuant à l'étranger – pour gagner l'intérêt payable aux déposants – un montant supérieur aux montants reçus par eux sur le marché monétaire seul. En procédant ainsi, elles ont puissamment contribué à la création du cercle vicieux de l'inflation mondiale en fournissant, même aux pays étrangers les plus inflationnistes, des afflux de capitaux dépassant leur déficit en compte courant et réinvestis en une chaîne apparemment sans fin, sur le marché monétaire des Etats-Unis.

Ce processus a atteint son maximum en 1982, les créances des banques augmentant d'environ 111 milliards de dollars, ce qui les faisait passer de 294 milliards de dollars à la fin de 1981 à 405 milliards de dollars à la fin de 1982. Cette évolution s'est arrêtée dramatiquement en 1983 et en 1984, avec l'irruption de la crise mondiale d'endettement, les prêts bancaires augmentant seulement de 25 milliards de dollars en 1983 et de 7 milliards de dollars en 1984. La situation pourrait même être inversée demain si les banques ne se sentaient obligées de négocier d'autres prêts pour éviter une cessation des paiements d'intérêts par leurs débiteurs.

Il faut certainement applaudir chaleureusement les fonctionnaires harassés et les banquiers pour avoir été à même d'éviter jusqu'à maintenant un effondrement désastreux du système

monétaire et financier international. Une solution durable exigera cependant de mettre en œuvre les réformes fondamentales sur lesquelles un consensus avait été presque dégagé par le *Fonds Monétaire International* en 1972 (10) et par le *Comité des Vingt* en 1974 (11) après dix années de débats et de négociations continus, mais qui a été écarté cavalièrement par l'Accord de la Jamaïque et par le Second Amendement aux Statuts du Fonds Monétaire International. Des consultations préliminaires pour ce type de réforme – ou pour d'autres types de réformes? – sont envisagées pour le deuxième semestre de cette année, mais sont susceptibles de rester aussi difficiles qu'elles l'ont été au cours des vingt dernières années, étant donné les divergences de vue profondes et persistantes qui prédominent encore, à cet égard, entre les Etats-Unis et ses principaux partenaires dans ces négociations.

Le mieux à espérer, à court terme, est que des changements radicaux de politique des Etats-Unis permettent à d'autres pays, et en particulier aux pays européens, d'accepter les suggestions des Etats-Unis de partager le rôle de "locomotive" facilité pour les Etats-Unis, mais rendu plus difficile pour les autres pays, par le privilège de "devise mondiale parallèle" conféré

(10) Voir le rapport des Administrateurs sur la *Réforme du Système Monétaire International*, FMI, août 1972.

(11) Voir le "Rapport au Conseil des Gouverneurs par le Comité des Vingt" dans *Réforme Monétaire Internationale: Documents du Comité des Vingt*, FMI, 1974.

au dollar dans un système monétaire et financier non réformé.

IV. Permettez-moi finalement de passer aux perspectives du système monétaire et financier à moyen terme, et en particulier à long terme.

Les arrangements institutionnels actuels et les politiques qui en dérivent ne peuvent que changer radicalement... pour le meilleur ou pour le pire. Je ne m'attacherai dans ce qui suit qu'au premier terme de cette alternative comme étant le seul constructif pour les politiciens responsables et pour leurs conseillers, et me concentrerai exclusivement sur les changements que je considère comme possibles et désirables, mais que mes lecteurs considéreront sans doute comme trop optimistes à la lumière de l'expérience du passé.

1. Diminution de la dépendance excessive vis-à-vis des Etats-Unis et du dollar

De plus en plus de pays poursuivront sans aucun doute de plus en plus vigoureusement leurs efforts en vue de diminuer leur dépendance excessive des aléas désastreux des politiques économiques, monétaires et financières internes et externes des Etats-Unis. Ils sont certainement à même de réduire le rôle écrasant du dollar comme devise parallèle mondiale. Les Etats-Unis eux-mêmes ont encouragé un certain nombre de mesures – le *Système Monétaire Européen*, par exemple – prises par eux dans ce sens,

ainsi que la création initiale du système de droits de tirage spéciaux (DTS), appelés de manière répétée à jouer un rôle central dans les accords monétaires internationaux.

Le dollar continuera néanmoins à jouer un rôle naturellement prédominant, comparé à toute autre devise nationale.

La question est de savoir si l'élément supplémentaire – et artificiel – d'hégémonie résultant de son acceptation comme devise mondiale devrait être transféré au DTS, ou aux groupes économiques, monétaires et financiers régionaux qui émergent dans différentes zones du monde.

2. Décentralisation du système de Bretton Woods

Ma première réponse à cette question est que le DTS ne prendra pas la place du dollar tant que le FMI lui-même n'aura pas été réformé d'une manière fondamentale. Les pays étrangers considèrent les décisions du FMI comme étant souvent déterminées dans la pratique – légalement, et parfois même illégalement – par les Etats-Unis eux-mêmes, faisant du FMI un simple écran pour l'hégémonie des Etats-Unis. Ceci a affecté particulièrement la définition du DTS, dominé maintenant dans la pratique par le taux de change du dollar papier, plutôt que par le contenu or immuable par lequel il était défini initialement.

Une deuxième considération confirme cette première réponse: le système monétaire mondial devrait être beaucoup plus décentralisé – et plus près de ses racines – que le système de Bretton Woods, afin d’encourager le potentiel beaucoup plus grand de coordination des politiques – et même de leur intégration – possible, dans un monde très hétérogène, à l’intérieur de groupes régionaux de pays plutôt qu’au niveau mondial.

Ceci est particulièrement vrai pour les pays d’Europe Occidentale, dont l’interdépendance *économique* complémente les buts *politiques* des fédéralistes européens. Il sera plus difficile à réaliser pour d’autres zones régionales visant également une coopération politique, mais dont le commerce *mutuel*, les services et les transactions de capitaux sont souvent minimes, le reste de leurs transactions avec l’étranger étant partagées entre la Communauté Européenne, les États-Unis et le Japon (12). Ces pays devront choisir des objectifs difficiles de politique de change tenant compte de leurs transactions énormes avec l’Europe Occidentale et le Japon, et beaucoup moins dominés par les cours de change du dollar qu’ils ne le sont actuellement.

En ce qui concerne les pays communistes, les rares statistiques disponibles – la plupart provenant de pays partenaires – montrent abondamment que leurs relations économiques se font de manière prédominante avec l’Europe Occidentale, et

seulement d’une manière minime avec les États-Unis et le Japon.

Le système monétaire international évolue donc vers un système *oligopolistique*:

- a) Une *zone dollar* englobant la plupart des pays de l’hémisphère occidental, mais également d’autres pays d’Asie et du Pacifique. Toutefois, des considérations économiques, spécialement pour le Canada et l’Amérique Latine, peuvent être en contradiction avec les considérations politiques concernant l’acceptabilité du leadership dominant des États-Unis;
- b) Une *zone centrée sur l’Ecu* englobant tous les pays d’Europe Occidentale, et vers laquelle la plupart des pays d’Afrique et du Moyen-Orient, et éventuellement l’Australie et la Nouvelle-Zélande, tendraient à graviter;
- c) Une *zone asiatique*, centrée sur le *Yen japonais*, mais sujette à des contraintes politiques similaires à celles mentionnées au paragraphe a.
- d) Une *zone rouble*, fortement dominée par l’URSS, spécialement tant que persiste la guerre froide;
- e) Une zone gravitant vers la *Chine communiste*, ou éventuellement comprenant seulement cet “Empire du Milieu”.

(12) Voir tableau 4, calculé par Mr Marc Bodson.

3. Evolution du Système Monétaire Européen (SME) et de l'ECU

Je conclurai ce résumé, de la manière la plus appropriée, par un bref rappel de la *percée* la plus spectaculaire depuis la *débâcle* du système de Bretton Woods: le *Système Monétaire Européen*, tel qu'il fonctionne aujourd'hui et tel qu'il devrait se développer ultérieurement, non seulement au cours des années, mais même au cours des mois à venir.

a) La proposition du SME a été lancée en avril 1978 par le Chancelier Schmidt et par le Président Giscard D'Estaing, au Conseil Européen de Copenhague, et a été approuvée officiellement trois mois plus tard au congrès de Brême. Il régleme la mise en application adoptée au Conseil de Bruxelles en décembre de la même année. Il y a lieu de noter que cela s'est produit à une époque où le dollar était extrêmement faible, avec de gros débordements sur un mark allemand fort, ce qui ajoutait énormément aux difficultés de gestion monétaire en Allemagne. Le Chancelier Schmidt et ses conseillers ont estimé que des dispositions du type SME pourraient distribuer plus largement ces débordements du dollar avec les pays partenaires, qui eux apprécieraient de tels afflux de dollars comme aidant leurs propres efforts de stabilisation. Cet argument a finalement réussi à surmonter l'opposition intransigeante de la Bundesbank.

Le raffermissement subséquent du dollar a toutefois privé de cet argument les partisans du SME et a conduit à l'ajournement indéfini de l'engagement prévu par le Traité de le transformer en deux ans en un *Fonds Monétaire Européen*.

Je souligne cet aperçu historique parce que l'affaiblissement renouvelé et les crises accentuées du dollar envisagées dans le présent article et par la plupart des commentateurs devraient recréer un environnement favorable à cet égard, en faisant du renforcement du SME une condition *sine qua non* pour diminuer la dépendance européenne vis-à-vis du dollar. Une telle perspective pourrait trouver une confirmation dans la décision du nouveau et énergique Président de la Commission, Jacques Delors, de conserver en main le *Directorat Général II des Affaires Economiques et Financières*, et l'accent de son discours d'inauguration au Parlement Européen (13) sur l'importance cruciale qu'il attache à un SME revigoré et étendu à un programme *européen* accepté en commun pour la relance économique et la lutte contre le chômage.

Il sera à même de construire, à cet égard, sur la base des succès reconnus unanimement du SME jusqu'à présent, et M. Delors est suffisamment réaliste pour tirer de ces premières années d'expérience un ordre du jour *réalisable*.

(13) le 14 janvier 1985.

Il élimine de ses quatre années de présidence toute ambition de créer aussi rapidement une véritable devise communautaire venant remplacer les devises actuelles des états membres nationaux. En effet, ceci exigerait une confiance totale en l'aptitude des pays participants à corriger les déséquilibres fondamentaux de leurs balances des paiements par l'élimination effective des différences persistantes dans l'évolution des niveaux nationaux de prix et de coûts. Bien que des progrès remarquables aient été réalisés dans ce sens depuis le printemps de 1983, ceux-ci sont encore trop récent et insuffisants pour garantir que d'autres réalignements des taux centraux pourraient être entièrement évités à l'avenir, sans imposer un soutien financier excessif et inacceptable aux emprunteurs aussi bien qu'aux prêteurs.

Ce qui a été parachevé jusqu'à maintenant – et ce sur quoi on devrait se baser – est la préservation, ou rétablissement rapide, de taux de change *réels* plutôt que *nominaux*, à des niveaux *compétitifs* entre pays membres (14). Les différences d'augmentation des prix et des coûts nationaux ont été compensées par des réalignements appropriés du taux de change, préservant cette compétitivité. C'est là le rôle essentiel et crucial d'un système de taux de change, aussi longtemps que la stabilité concomitante des taux de change *nominaux* ne pourra pas être assurée par une harmonisation plus complète

des politiques économiques, fiscales et monétaires nationales.

Le succès du SME à cet égard est toutefois dû largement à la force du dollar, qui diminue les tensions sur le marché des changes entre les devises plus faibles et plus fortes de la Communauté. Un SME non réformé pourrait s'avérer incapable de surmonter les tensions croissantes qui se manifesteront demain à raison d'un renforcement du mark allemand vis-à-vis d'un dollar se dépréciant fortement.

Le Président Delors et la Commission travaillent ainsi sur un programme concret pouvant être mis en application immédiatement, en vue d'élargir le rôle de l'ECU, aussi bien dans les transactions officielles que dans les secteurs privés du marché. Il considère, comme je le fais moi-même, que la charge imposée au dollar est maintenant trop forte, et qu'elle devrait être partagée avec l'Europe par un soutien plus fort de l'ECU comme *devise de réserve*: "l'Europe accepte-t-elle, en supportant une monnaie de réserve, de partager les charges de la gestion monétaire mondiale avec les États-Unis? Ne serait-elle pas alors en meilleure position, si elle le faisait, pour demander au Japon de partager lui aussi la charge? Ne serait-elle pas en meilleure position, si elle le faisait, pour inviter les États-Unis à introduire les disciplines internes qui contri-

(14) en contraste frappant avec les vagues successives de sous-évaluation croissante (surcompétitivité) et plus tard de surévaluation croissante (sous-compétitivité) du dollar.

bueraient à une stabilité relative des marchés des changes et à une distribution plus équilibrée des ressources d'épargne et des ressources financières"?

Je n'ai pas besoin de ressasser l'évidence concrète concernant les développements spectaculaires et les perspectives futures de l'ECU dans les organismes et politiques officiels, et en particulier sur le marché privé, qui prend habituellement l'initiative et détermine le succès ou l'échec des réformes monétaires fondamentales, aussi bien sur le plan international que national (15).

Même les plus récentes estimations des transactions sur le marché européen sont susceptibles d'être nettement dépassées si le taux de change du dollar inverse sa tendance actuelle. Les investissements libellés en ECU se sont accrus énormément bien qu'ils aient évidemment été moins profitables dans une période où l'appréciation du dollar vis-à-vis de l'ECU dépassait de beaucoup les différences mineures entre taux d'intérêt. Il y a lieu de s'attendre à ce qu'ils augmentent beaucoup plus si une dépréciation du dollar remplace par des *gains* de change les pertes de change antérieures sur les avoirs détenus en ECU.

* * *

En conclusion, je puis vous présenter trois prédictions qui ne soulèvent aucune controverse:

- La scène financière internationale actuelle ne peut que changer radicalement au cours des années à venir, et voire même des prochains mois.
- Un degré de sagesse, de courage et de chance sans précédent sera demandé de nos dirigeants politiques et financiers pour faire évoluer la situation vers le mieux plutôt que vers le pire.
- Tout changement vers le mieux exigera, – et est plus susceptible d'être amorcé par – l'intensification de la coopération au niveau régional, en particulier dans le SME, autant qu'au niveau mondial.

Louvain la Neuve

ROBERT TRIFFIN

(15) Puis-je me référer simplement au périodique *Ecunewsletter* de l'Institut Bancaire San Paolo de Turin, et à deux de mes publications les plus récentes:

a) "The European Monetary System: Tombstone or Cornerstone?", pp. 127-128 de: *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods*, Banque de Réserve Fédérale de Boston, 1984;
b) "Sistema monetario europeo e scandalo monetario mondiale", pp. 49-51 de: *Politica ed Economia*, décembre 1984.

TABLEAU 1

Position des investissements internationaux nets des Etats-Unis: 1970-84
(en milliards de \$)

Fin de l'année	1970	1972	1979	1982	1983	1984
1. Rapporté	+58	+37	+94	+150	+106	+ 34
2. Ecart statistique ("Erreurs et omissions")	- 3	+ 9	-39	-120	-129	-159
3. Y compris cet écart comme flux de capitaux non recensés = Balance des comptes courants	+56	+46	+55	+ 30	- 23	-125
a) Actifs d'aide étrangère	+32	+36	+58	+ 74	+ 79	+ 85
b) Position nette du marché des changes	+23	+10	- 3	- 44	-102	-209

Sources:

- pour 1970 à 1983: *Survey of Current Business*, U.S. Department of Commerce, p. 40.
- pour 1984: fin 1983 + estimations provisoires pour 1984 dans le *Summary of US International Transactions*, communiqué de presse du Ministère du Commerce des Etats-Unis, le 16 mars 1985. Notez que ces estimations ne comprennent pas les ajustements de prix et de taux de change, etc. pour 1984, lesquels totalisaient *moins* 11 milliards de dollars en 1983.

Notes:

- Les écarts apparents dans les additions de ce tableau et dans les autres tableaux sont dus à l'arrondissement des décimales.
- L'écart statistique* est interprété dans les articles du *Survey* comme étant probablement dû le plus souvent à des mouvements recensés de capitaux et a été inclus (de manière plus appropriée) jusqu'à 1900 dans la position nette des investissements dans les *Historical Statistics*, égalant ainsi ses changements annuels avec les flux de la balance en compte courant. Ceci n'est plus le cas depuis lors.
- Les actifs d'aide étrangère*, détenus presque tous à long terme sur les pays sous-développés, ne peuvent guère être utilisés pour défendre le dollar sur le marché des changes.
- Inutile de dire que ces estimations doivent être prises d'une manière tout-à-fait approximative. Je ne m'aventurerai pas, par exemple, à évaluer le prix auquel les réserves d'or (évaluées ici à 35 \$ l'once en 1970, 38 \$ in 1972, et 42,22 \$ après) pourraient être vendues sur le marché, ni quelle partie de l'asymétrie énorme que l'on trouve dans les transactions en compte courant publiées pour le monde entier (totalisant 242 milliards de dollars pour les années 1973 à 1983 dans les *Balance of Payments Statistics* du FMI, volume 34, chapitre 2, page XII) doit être attribuée à la surévaluation du déficit en compte courant des Etats-Unis, plutôt qu'à des afflux non recensés de capitaux. Des estimations très approximatives pourraient améliorer la position de l'investissement net signalé au tableau de 100 milliards de dollars ou plus, mais cette amélioration serait bien plus que compensée par le fait qu'à peu près la moitié des 437 milliards de dollars recensés à fin 1984 sous forme de créances étrangères des banques commerciales (sur des pays tels que l'Argentine, le Brésil, le Mexique, les Philippines, etc.) ne pourraient guère être mobilisés pour défendre le dollar sur le marché des changes.

TABLEAU 2

Actif et Passif international brut et net des Etats-Unis: 1970-1984

(fin d'année, en milliards de \$)

	1970	1972	1979	1982	1983	1984
I. Actif ou passif net (-) du marché des changes	+ 23	+ 10	- 3	- 44	-102	- 209
A. Marché monétaire	- 22	- 51	-108	- 8	- 44	- 87
1. Officiel	- 12	- 50	-141	-155	-160	- 160
a) Or	11	10	11	11	11	11
b) Créances	- 23	- 60	-152	-166	-171	- 171
2. Banques et bons du Trésor	- 10	- 2	+ 32	+147	+116	+ 73
B. Autres, privés	+ 45	+ 61	+105	- 37	- 58	- 122
1. Ecart statistique	- 3	+ 9	- 39	-120	-129	- 159
2. Recensés:	- 48	+ 52	+144	+ 83	+ 71	+ 37
a) Investissements directs	+ 62	+ 75	+133	+100	+ 93	+ 78
b) Investissements en portefeuille	- 14	- 23	- 2	- 18	- 30	- 38
c) Entreprises non bancaires	-	+ 1	+ 13	+ 1	+ 8	(- 3)
Actifs bruts:	133	171	452	764	808	824
A. Marché monétaire	28	34	176	439	464	474
1. Officiel	14	13	19	34	34	37
2. Banques Commerciales	14	21	157	405	430	437
B. Autres, privés	105	137	276	325	344	350
1. Ecart statistique	-	+ 9	-	-	-	-
2. Recensés:	105	129	276	325	344	350
Passifs (-)	-110	-162	-456	-808	-910	-1033
A. Marché monétaire	- 50	- 85	-284	-446	-508	- 561
1. Officiel	- 26	- 63	-160	-189	-194	- 197
2. Endettement bancaire et bons du Trésor	- 24	- 22	-125	-257	-314	- 364
B. Autres, privés	- 60	- 76	-171	-362	-402	- 472
1. Ecart statistique	- 3	-	- 39	-120	-129	- 159
2. Recensés	- 57	- 76	-132	-242	-273	- 313
II. Actifs d'aide étrangère	32	36	58	74	79	85
III. Actif net total (I + II)	+ 56	+ 46	+ 55	+ 30	- 23	- 125

Sources et notes: voir tableau 1.

TABLEAU 3

Changements annuels moyens de la position nette des investissements internationaux des Etats-Unis: 1960-1984

par Sources: Ajustements d'évaluation et autres allocations de DTS, et flux de la balance des paiements en compte courant
(en milliards de \$)

	1960-70	1971-72	1973-79	1980-83	1980	1981	1982	1983	1984 ¹
Estimations ajustées	+1.8	-4.9	+ 1.3	-19.5	-13.3	+14.7	-26.5	-52.9	n.a.
I. Ajustements	-1.5	- 2.1	+ 1.1	- 9.4	-16.4	+ 7.3	-17.3	-11.3	n.a.
II. Allocations de DTS	+0.1	+ 0.7	+ 0.2	+ 0.6	+ 1.2	+ 1.1	-	-	-
III. Autres flux de capitaux = balance en compte courant recensée	+3.3	- 3.6	+ 0.1	-10.6	+ 1.9	+ 6.3	- 9.2	-41.6	-101.7
A. Recettes nettes sur les investissements passés	+5.1	+ 7.7	+18.0	+29.0	+30.4	+34.1	+27.8	+23.5	+ 18.1
B. Autres comptes courants:	-1.7	-11.3	-18.0	-39.6	-28.5	-27.8	-37.0	-65.1	-119.8
1. Marchandise	+3.9	- 4.3	-14.0	-37.8	-25.5	-28.0	-36.5	-61.1	-107.4
2. Militaires	-2.8	- 3.2	- 0.5	- 0.7	- 2.2	- 1.1	+ 0.2	+ 0.5	- 1.6
3. Autres services	-0.1	- 0.1	+ 1.7	+ 6.5	+ 6.3	+ 8.2	+ 7.3	+ 4.1	+ 0.5
4. Transferts unilatéraux	-2.8	- 3.8	- 5.2	- 7.7	- 7.1	- 6.8	- 8.1	- 8.7	- 11.2

Sources:

1. pour les *estimations ajustées*, à la première ligne: différences de période sur la ligne III du tableau 1 (et tableau 2 pour les quatre dernières colonnes) divisées par le nombre d'années de chaque période.

2. pour les *ajustements* à la ligne I: différence entre les *estimations ajustées* et la somme des lignes II et III.

3. pour les estimations des autres lignes: *Survey of Current Business*, juin 1984, pages 42 et 43, sauf pour 1984: *Summary US International Transactions*, communiqué de presse du US Department of Commerce, 18 mars 1985.

TABEAU 4

Constellation régionale du commerce mondial en 1983

(Exportations **plus** importations en % de leur valeur totale mondiale pour chaque région ou pays)

Exportations et importations de	avec →																	
	I. Zones Orientées vers l'Europe	A Europe Occidentale	1. Communauté Européenne	2. Autr. pays de l'Europe Occid.	B. Moyen-Orient et Afrique ⁽¹⁾	1. Conseil de Coopération du Golfe Arabe	2. Autres pays du Moyen-Orient	3. Autres pays d'Afrique	C. Pays communistes ⁽²⁾	D. Australie, Nouvelle-Zélande, Afrique du Sud	II. Hémisphère occidental	A. Etats-Unis	B. Canada	C. Amérique Latine	III. Asie	A. Japon	B. Autres pays	IV. Monde
I. Zones orientées vers l'Europe	77	58	46	12	10	3	3	4	7	2	13	8	1	3	10	5	5	100
A. Europe Occidentale	82	65	61	13	11	3	3	5	5	2	12	8	1	3	6	2	3	100
1. Communauté Européenne	83	65	52	13	11	3	3	5	4	2	12	8	1	3	6	2	4	100
2. Autres pays de l'Europe Occidentale	82	63	49	13	11	3	4	4	7	1	13	8	1	3	6	3	3	100
B. Moyen-Orient et Afrique ⁽¹⁾	60	46	37	9	9	4	2	2	4	1	16	10	1	5	25	15	10	100
1. Conseil de Coopération du Golfe Arabe	45	33	27	6	10	5	3	2	1	2	14	10	—	3	42	27	15	100
2. Autres pays du Moyen-Orient	66	47	35	12	9	4	3	1	9	1	14	7	1	6	19	11	8	100
3. Autres pays d'Afrique	73	60	50	10	7	2	1	4	4	1	19	13	1	5	8	4	5	100
C. Pays communistes ⁽²⁾	83	43	31	13	9	—	5	3	30	1	8	3	1	3	9	4	5	100
D. Australie, Nouvelle-Zélande, Afrique du Sud	45	31	26	6	6	3	1	2	2	6	20	17	2	1	35	21	14	100
II. Hémisphère occidental	33	22	17	5	7	3	2	3	2	2	48	21	13	14	20	11	9	100
A. Etats-Unis	37	25	20	5	8	3	1	4	1	3	35	X	20	15	27	14	13	100
B. Canada	14	9	8	2	2	—	1	1	2	1	77	73	X	4	9	6	4	100
C. Amérique Latine	35	23	17	5	9	3	3	3	3	1	57	34	3	20	8	5	3	100
III. Asie	37	15	12	3	15	11	3	2	2	4	27	22	2	3	36	11	25	100
A. Japon	42	13	10	3	20	15	4	2	2	6	33	26	3	5	25	X	25	100
B. Autres pays	33	16	13	3	11	7	3	2	3	3	22	18	2	2	45	20	25	100
IV. Monde	60	43	34	9	11	4	3	4	5	2	23	13	4	6	17	8	9	100

Source: Direction of Trade Statistics: Yearbook 1984, FMI, 1984.

Symboles et notes:

— : moins de 0,5%

x : le commerce intérieur des pays individuels n'entre pas dans les calculs du commerce avec l'étranger.

-
- \\ : les chiffres se trouvant entre deux traits en diagonale indiquent la proportion de commerce mutuel dans le commerce total avec le monde.
- (1) : A l'exclusion, pour des raisons politiques évidentes, d'Israël, inclus ici avec l'Europe Occidentale, avec laquelle il a effectué en 1983 des transactions pour plus de 58% de son commerce extérieur, contre moins de 26% avec les Etats-Unis et 17% avec tous les autres pays. Toutefois, des considérations financières et politiques peuvent suggérer un regroupement avec les Etats-Unis.
- (2) : La rareté des statistiques disponibles – le plus souvent provenant de pays partenaires – empêche un calcul exact, mais qui montre abondamment que les relations économiques des pays communistes se font de manière prédominante avec l'Europe Occidentale, et beaucoup moins avec les Etats-Unis et le Japon.