

Affermir le système monétaire européen

Entretien de Robert Triffin*
avec Michel Aglietta**

M. AGLIETTA

M. Triffin j'aimerais d'abord vous demander une appréciation sur les cinq années de fonctionnement du système monétaire européen. D'ores et déjà nous pouvons observer des résultats qui plaident en faveur du système monétaire européen (SME). Sa longévité est remarquable. Il a duré beaucoup plus que les expériences antérieures d'accords de change entre les pays européens dans les années soixante-dix, accords dits du « serpent monétaire ». Son extension, c'est-à-dire le nombre d'adhérents, est plus grande. Enfin il a réduit la volatilité des taux de change à court terme entre les monnaies des pays participants.

Mais si l'on va au-delà de ces observations immédiates et si l'on prend en compte le fait que le SME a fonctionné dans une conjoncture extrêmement troublée depuis qu'il a été créé, quels critères peut-on adopter pour apprécier son fonctionnement d'un point de vue plus fondamental que des observations sur la volatilité des changes à court terme ?

* Robert Triffin est professeur à l'Université catholique de Louvain.

** Michel Aglietta est conseiller scientifique au CEPIL.

Les opposants du SME soulignent qu'il n'a guère fait de progrès vers son objectif ultime : l'Union économique, monétaire, et donc politique de la Communauté. Ceci requerra une stabilité durable des cours des changes nominaux, impliquant une harmonisation — certes vers le bas ! — des rythmes nationaux d'inflation, et l'on en est bien loin encore ! Aussi longtemps que subsistent les différentiels d'inflation actuels — entre l'Italie et l'Allemagne, par exemple — la stabilité des cours de change nominaux reste tout aussi indésirable qu'impossible, car elle impliquerait l'acceptation de cours réels en déséquilibres : sous-compétitifs pour les pays plus inflationnistes, et sur-compétitifs pour les pays moins inflationnistes.

C'est pourquoi le SME a dû avoir recours à huit réalignements successifs des cours de change nominaux intra-communautaires, afin de préserver, ou rétablir, des niveaux concurrentiels de cours de change réels. Il y a réussi de façon remarquable, en contraste frappant avec le désordre total des cours de change réels des monnaies non-participantes, et notamment du dollar, dont la hausse spectaculaire au cours des quatre dernières années est due uniquement à des mouvements spéculatifs de capitaux et non à une amélioration de la balance en compte courant des Etats-Unis avec le reste du monde. Bien au contraire, elle coïncide avec une détérioration — insoutenable à terme — de cette balance, dont les conseillers du Président prédisent qu'elle atteindra cette année un déficit record de 70 milliards à 80 milliards de dollars, financé par des importations nettes de capitaux du pays le plus riche du monde — sauf une poignée de pays du Golfe Persique — en provenance de pays moins riches et moins capitalisés. C'est véritablement là « le monde à l'envers » : exactement l'inverse de ce que l'on devrait souhaiter tant du point de vue économique que du point de vue humanitaire, et donc du point de vue politique.

Au lieu d'investir chez eux, et de combattre la récession et le chômage, les pays autres que les Etats-Unis consacrent leur épargne nationale au financement de déficits du budget américain d'une ampleur sans précédent dans l'histoire — 200 milliards de dollars environ — dus essentiellement à l'explosion pharamineuse des dépenses militaires, et certes inattendues de la part de l'Administration la plus conservatrice que se soient donnés les Etats-Unis depuis plus d'un demi-siècle.

M. AGLIETTA

Mais le réalignement de mars 1983 n'a-t-il pas été excessif pour le franc belge, et insuffisant pour la lire ?

R. TRIFFIN

Apparemment oui, mais en réalité non ! Tout le monde sait que la Belgique était entrée dans le SME en 1979 avec un taux de change relativement surévalué — c'est-à-dire sous-compétitif — qui ne tenait pas compte de la hausse excessive des prix et salaires en Belgique depuis 1970. L'Italie, d'autre part, y était entrée avec un taux de change relativement sous-évalué, dans l'anticipation de hausses relatives des prix et coûts en Italie vis-à-vis des autres pays participants, qu'elle estimait impossible d'éviter dans l'immédiat. Les taux réels ont donc été modifiés dans ces deux cas, mais pour corriger leur déséquilibre initial.

M. AGLIETTA

On peut dire que le SME a permis dans une situation financière internationale très troublée, grâce à la souplesse de son fonctionnement, de maintenir des niveaux de compétitivité corrects entre les pays européens. Compte tenu de ce succès substantiel, quels sont les obstacles à un renforcement du système monétaire européen ?

R. TRIFFIN

Un obstacle qui arrête ou qui retarde le renforcement du SME, prévu initialement après deux ans de fonctionnement et remis en cause, est surtout l'objection allemande. L'Allemagne craint de devenir la « vache à lait » de l'Italie ou de la France. A ce sujet elle publie régulièrement, dans le Bulletin de la Bundesbank, des statistiques qui soulignent l'importance des interventions en marks sur le marché des changes pour soutenir ces monnaies. Les chiffres sont corrects mais extrêmement trompeurs, car ils ne tiennent pas compte des remboursements. Si au lieu d'observer les montants des interventions, on regarde la position de la Bundesbank ou des banques allemandes, en fin de trimestre ou en fin d'année, on parvient à des résultats très différents. Ainsi, les avoirs totaux au FECOM¹ n'ont que très rarement dépassé les deux milliards d'écus et sont aujourd'hui tombés à un milliard d'écus. Il n'y a donc pas de « vache à lait » allemande, surtout si l'on compare le milliard d'écus prêté aux partenaires européens avec les 50 milliards d'écus constituant le total des avoirs du FECOM. Ce sont surtout des avoirs-or, gonflés artificiellement par leur évaluation au prix courant du marché de l'or et des avoirs en dollar qui ne sont rien d'autre que des prêts aux Etats-Unis.

1. Fonds européen de coopération monétaire. Y sont déposés les avoirs en or et dollars des banques centrales à concurrence de 20 % de leurs réserves brutes dans chacun de ces deux types de réserves. Ces apports ne sont pas une cession définitive au FECOM.

Une autre erreur d'interprétation concerne la fausse assimilation du FECOM à un mécanisme multilatéral automatique de crédit. Les chiffres tels qu'ils sont présentés semblent indiquer que les dépôts de l'Allemagne avec le FECOM sont une contribution au FECOM. En réalité ils demeurent entièrement des avoirs allemands. Les autres pays ne peuvent pas tirer sur le compte allemand.

Une dernière objection faite par les Allemands est que les avoirs en écus accumulés par l'Allemagne ne seraient pas convertibles en monnaies étrangères, notamment en dollar. Ce n'est vrai que dans une très petite mesure, parce que tous les avoirs accumulés sous forme de swaps sont convertibles de la façon suivante : si l'Allemagne a temporairement un déficit extérieur et réduit ses réserves pour le financer, comme cela s'est produit en 1980 et 1981, ses dépôts au FECOM diminuent à concurrence de 20 % du déficit, les autres 80 % étant prélevés sur les avoirs en dollars détenus directement par l'Allemagne. Si l'Allemagne finance ainsi 10 milliards de déficit elle paie 8 milliards avec ce qu'elle détient chez elle et 2 milliards avec ce qu'elle détient au FECOM. La seule exception à cette convertibilité intégrale correspond au montant insignifiant des avoirs accumulés par l'Allemagne sous forme de prêts. On peut d'ailleurs faire une proposition qui tiendrait compte de cette objection allemande. C'est une solution à la Friedman : on conviendrait officiellement que le FECOM ne pourrait pas augmenter ses émissions totales d'écus de plus de 5 % par an.

M. AGLIETTA

Ce serait une règle monétaire sur l'émission d'écus ?

R. TRIFFIN

Oui, l'émission d'écus ne pourrait pas augmenter de plus de X % par an, sauf votes spéciaux à la majorité des deux-tiers ou des trois-quarts dans les cas de force majeure. Ce plafond global sur l'émission d'écus est compatible avec la substitution de ses contre-parties. Si, par exemple, le FECOM augmente ses émissions d'écus parce qu'il accumule des dollars, cela veut dire que les pays européens sont globalement en excédent vis-à-vis de l'extérieur. Il serait moins nécessaire de faire des crédits à l'intérieur de la CEE. Au contraire, si la Communauté est en déficit vis-à-vis de l'extérieur, les avoirs swaps du FECOM baissent. On peut donc dans une enveloppe donnée faire plus de crédits communautaires à un moment où les crédits sont davantage nécessaires et justifiés.

M. AGLIETTA

Cela serait une régulation dans le temps du montant des réserves mises à la disposition des pays membres du SME ?

R. TRIFFIN

Oui, à condition de considérer toutes les réserves. Cela montrerait clairement que si les allemands veulent éviter une émission excessive de monnaie, ils doivent tenir compte à la fois du crédit qu'ils font aux Etats-Unis en accumulant des dollars et du crédit aux pays européens en accumulant des créances sur l'Italie, par exemple. C'est l'ensemble qui compte ; à certains moments cela imposerait des choix qui sous cette forme seraient plus opérationnels que cela ne l'est aujourd'hui, où les deux mécanismes sont presque totalement séparés.

M. AGLIETTA

Votre réflexion esquisse une voie pour introduire plus de réciprocité entre les pays par l'intermédiaire de la gestion des réserves. Un autre dispositif était prévu dans le texte de l'accord portant création du SME. C'est l'usage de l'écu comme unité de compte et son rôle d'indicateur d'alerte. On espérait avoir ainsi plus de symétrie dans les ajustements imposés aux pays par les contraintes du SME et plus de recul par rapport aux pressions des marchés pour décider de la révision des taux de change. Or, il ne semble pas qu'il y ait eu d'amélioration sensible sur ce point par rapport aux précédents accords de change. Les modifications des taux pivots qui auraient dû être décidées à froid l'ont toujours été sous la pression de la spéculation. En outre, ce sont toujours les pays déficitaires qui supportent le poids de l'ajustement. Rien n'a pu contraindre ou inciter les pays qui accumulent des excédents sur les autres à avoir des politiques plus expansionnistes. Au contraire, la politique allemande a continué d'être très restrictive après que la RFA eût redressé ses comptes courants. La compression de la demande intérieure allemande a eu des répercussions considérables sur les balances des paiements des autres pays européens. Les déficits importants supportés par la Belgique et la France n'y sont pas étrangers. Pensez-vous vraiment que des pas aient été faits dans le sens d'une démarche plus coopérative ?

R. TRIFFIN

Je crois que l'interdépendance a joué dans une certaine mesure. Si nous comparons avec le fonctionnement du Fonds monétaire international, seul le pays qui sou-

haitait une modification de sa propre parité pouvait présenter une proposition de changement de parité, laquelle était généralement acceptée.

M. AGLIETTA

Vous voulez dire dans son fonctionnement à l'époque des changes fixes ?

R. TRIFFIN

A l'époque des changes fixes, cela était accepté automatiquement. La différence est énorme aujourd'hui. Une demande de réalignement peut être introduite au SME par n'importe quel pays et pas seulement le pays qui souhaite un réalignement de sa propre monnaie, comme c'était autrefois le cas pour le FMI. Supposons par exemple que l'Allemagne soit en excédent et tous ses partenaires en déficit. Les pays en déficit pourraient demander une discussion sur l'opportunité de réévaluer le mark allemand.

M. AGLIETTA

Mais en réalité, il n'y a pas d'obligation. Va-t-on seulement un peu plus loin que la discussion platonique ?

R. TRIFFIN

Oui, parce qu'il y a aussi un élément opérationnel. Légalement la notification des cours du change au FECOM se fait par rapport à l'Ecu qui est la moyenne de toutes les devises du SME. Il est impossible à une monnaie de baisser si une autre ne monte pas. Par conséquent tout réalignement implique automatiquement une hausse du change de la part de certains pays, aussi bien qu'une baisse du change de la part de certains autres. Cela étant, on peut faire deux observations :

— En premier lieu, aussi longtemps que l'Allemagne est en excédent, il en résulte pour elle une influence expansionniste. Qu'elle accumule de l'or, des dollars ou des monnaies européennes, l'Allemagne accroît en contre-partie son émission monétaire interne ; ce qui peut être inflationniste. On peut en déduire une première indication quant aux réformes souhaitables : il conviendrait de discuter de la manière dont un pays excédentaire accumule ses excédents. Est-ce qu'il doit accumuler ses excédents en accumulant de l'or, en prêtant aux Etats-Unis ou en prêtant aux autres pays européens ? Ou bien doit-il les diminuer en changeant sa politique économique intérieure ? Symétriquement les pays débiteurs devraient être tenus de mettre en discussion la manière dont ils envisagent de financer leurs déficits. Est-ce qu'ils les

financent en empruntant au FECOM, au marché des euro-devises, aux Etats-Unis ? Je crois qu'il devrait y avoir une obligation mutuelle de discuter de la manière dont on traite les excédents et dont on traite les déficits, soit pour les perpétuer mais en s'accordant sur les moyens de financement, soit pour les réduire.

— En second lieu, les tensions sur les marchés des changes sont dues aujourd'hui aux énormes afflux de capitaux vers les Etats-Unis et certaines de ces tensions ne reflètent pas nécessairement une modification de la parité concurrentielle des diverses monnaies européennes. Il faudrait donc distinguer soigneusement les raisons des tensions sur les changes avant de décider un réalignement dans le SME. Un réalignement apparaîtrait souhaitable lorsque l'on a au moins deux indications convergentes : une évolution anormale des excédents ou des déficits en comptes courants d'une part, des distorsions importantes des changes réels par rapport à ceux que l'on peut juger satisfaisants à l'aide de calculs tenant compte à la fois des pouvoirs d'achat et de l'équilibre tendanciel des balances de base d'autre part.

M. AGLIETTA

Supposons alors une situation dans laquelle un mouvement erratique du dollar se produirait, par exemple une baisse brutale qui provoquerait des tensions à l'intérieur du SME pour des raisons indépendantes des critères que vous avez définis. Selon ces critères on ne devrait pas changer les taux de change alors que les marchés menaceraient de faire éclater les parités bilatérales du SME parce que les opérateurs se porteraient de préférence sur le mark. On ne pourrait donc respecter les critères qu'en instaurant une protection communautaire efficace contre les mouvements de capitaux erratiques. Peut-on envisager une communauté de vue des gouvernements et des autorités monétaires à cet égard ? Si cela était, quels instruments de contrôle seraient efficaces ?

R. TRIFFIN

Deux suggestions à cet égard : la première est qu'il faut vraiment faire quelque chose pour tenir compte de ce que j'appelais tout à l'heure le monde à l'envers, cet afflux invraisemblable de capitaux vers les Etats-Unis qui est insoutenable à long terme : aucun pays ne peut agir seul avec succès. Il faut que la Communauté tâche de découvrir certains moyens pour décourager les afflux de capitaux vers les Etats-Unis. C'est le problème le plus urgent actuellement. Je songe notamment à une « interest equalization tax »², comme l'ont fait les Etats-Unis eux-mêmes en 1963 lorsqu'ils avaient le même problème. Une action conjointe de la Communauté sous

2. L'« interest equalization tax » est un impôt prélevé sur les résidents d'un pays qui effectuent des placements à l'étranger plus rentables que dans leur propre pays. Il est calculé de manière que les rendements après impôts de ces placements soient égalisés avec ceux qui auraient été obtenus dans le pays pour les mêmes catégories de placements.

forme d'une « interest equalization tax » serait politiquement faisable du point de vue américain aussi bien qu'européen, parce que les Américains souhaitent certainement une baisse du dollar. Bien sûr ils sont très contents d'avoir des afflux de capitaux pour financer les déficits fiscaux. En revanche ils voient bien que la situation devient intenable pour leurs entreprises. Le dollar surévalué rend la concurrence des entreprises très difficile tant sur le marché intérieur que sur le marché extérieur. Une attitude de « nihil obstat » n'est donc pas inconcevable, dont une initiative communautaire pourrait bénéficier.

M. AGLIETTA

On aboutit à des suggestions pour renforcer la cohérence monétaire du SME : développer des engagements réciproques des banques centrales par le financement communautaire plutôt que faire systématiquement crédit aux Etats-Unis, établir une interdépendance entre les différentes formes d'accumulation de réserves sous la contrainte d'une progression régulière du montant total des émissions d'écus, contrôler les mouvements de capitaux à très court terme, poursuivre une gestion souple et coordonnée des taux de change de manière que les évolutions des changes réels reflètent celles des compétitivités entre les économies européennes, acclimater l'écu aussi bien dans les usages privés que dans les relations entre les banques centrales. Les questions qui se posent maintenant sont les suivantes : quel peut être l'espace géographique de circulation de l'écu ? Par quels processus peut-on envisager qu'il acquiert les fonctions d'une monnaie internationale ?

R. TRIFFIN

L'instabilité du dollar n'importerait pas à l'Europe si elle ne devait concerner que son commerce avec les Etats-Unis. Après tout, ce commerce ne fait que 7 % des exportations totales des pays européens. Bien sûr, nous sommes en concurrence avec les Etats-Unis sur les marchés tiers. Il n'en demeure pas moins que si l'on pouvait former un « Ecu-oriented group » de pays, le commerce mutuel se monterait à 75 % environ du commerce total si ce groupe comprenait autour de la Communauté, les autres pays d'Europe occidentale, le Moyen-Orient, l'Afrique, les pays de l'Europe de l'est. Le commerce mutuel de la Communauté fait déjà 52 %, passant à 66 % en incluant les autres pays d'Europe occidentale. Si l'on ajoute au commerce les services, le tourisme, les relations financières... l'attraction de la Communauté pourrait être encore plus forte. Le fait que le dollar joue le rôle de monnaie tierce dans les échanges intra-CEE d'une part, entre la CEE et les zones proches de l'autre, donc qu'il soit encore leur monnaie parallèle, est devenu un anachronisme.

M. AGLIETTA

Un anachronisme par rapport à l'orientation des échanges ?

R. TRIFFIN

Il serait plus normal d'utiliser l'écu que le dollar dans beaucoup de ces relations. Cela commence à se faire.

M. AGLIETTA

En partant de la situation actuelle et en raisonnant de manière pragmatique, comment imaginez-vous les processus susceptibles de développer les évolutions encourageantes que vous décelez ?

R. TRIFFIN

Il faudrait d'abord apporter un appui politique à toutes les formes d'utilisation de l'écu. Les « européens » sont en faveur de l'écu un peu comme un drapeau et les nationalistes sont contre exactement pour la même raison. Je connais un homme, vieil ami que j'apprécie énormément, qui s'appelle Michel Debré. Il est évident que Michel Debré ne veut pas que l'écu remplace le franc français.

M. AGLIETTA

On doit sûrement trouver en Allemagne des gens du même avis en ce qui concerne le mark.

R. TRIFFIN

Bien sûr. Néanmoins je crois que sur le plan politique il y a en ce moment une coïncidence d'intérêts extraordinaire entre, disons, Michel Debré et les Européens les plus convaincus. Au stade actuel qui ne vise pas encore l'union monétaire intégrale, l'écu ne remplace pas les monnaies nationales mais les euro-devises. Il va prendre la place de l'euro-dollar, de l'euro-mark, de l'euro-franc suisse. J'ai l'impression que les nationalistes aussi intransigeants que Michel Debré seraient enchantés de diminuer l'utilisation de ces euro-devises. Dans cette phase où n'est

visé que l'usage de l'écu dans les paiements extérieurs et non pas dans les paiements intérieurs des nations, l'acceptation politique d'initiatives monétaires en ce sens devrait être assez large. L'essentiel est qu'elles ne soient pas contre-carrées.

M. AGLIETTA

S'agirait-il d'initiatives tendant à promouvoir l'écu dans les règlements entre banques centrales ou d'acclimater l'écu dans les transactions privées ? Dans la seconde éventualité l'écu ne cesserait-il pas d'être un panier de devises européennes pour devenir une monnaie à part entière, cotée en propre sur les marchés des changes ?

R. TRIFFIN

Je crois que dans l'histoire monétaire, ce sont les marchés privés qui ont pris les initiatives véritablement révolutionnaires. L'étalon-or en Grande-Bretagne n'est pas sorti d'une décision gouvernementale. Ce fut le contre-coup imprévu d'une décision de 1694 qui cherchait à renforcer le système d'étalon-argent. En revalorisant les monnaies argent on les a rendues plus intéressantes comme marchandises que comme monnaies. L'argent a disparu de la circulation et c'est l'or qui est resté parce que l'or était sous-évalué.

Le même phénomène s'est reproduit ensuite. Le remplacement des monnaies métalliques par les monnaies fiduciaires de papier n'a pas été réalisé par les assignats mais par les banques commerciales et les banques centrales qui étaient encore des institutions privées à cette époque. Au cours du XIX^e siècle les banques ont habitué progressivement le public à se servir de la monnaie de papier. C'est l'initiative privée qui joue le rôle principal.

Il en a été de même pour l'adoption des taux de change flottants. Cela n'a certainement pas été le choix des autorités. Dans toutes les négociations qui se sont ouvertes en 1963-1964 sur la réforme du système monétaire international, on se disait prêt à discuter de toutes les réformes possibles, concevables, souhaitables sauf deux dont il ne valait pas la peine de parler : « nous sommes tous d'accord que les deux piliers inébranlables de tout système doivent rester des changes fixes et le prix fixe de l'or à 35 dollars ». Ce sont les deux seules règles qui ont changé !

Je m'attache beaucoup plus aux initiatives privées qu'aux décisions officielles. Je crois que, si le marché privé va de l'avant, les gouvernements suivront. En ce moment c'est le marché privé qui développe l'utilisation de l'écu comme alternative aux euro-devises. Ce marché potentiel est extrêmement important ; environ 800 à 900 milliards de dollars d'actifs et de passifs dans les banques européennes sont en

euro-devises. L'écu commence maintenant à pénétrer ce marché et à remplacer les euro-devises après avoir fait une percée spectaculaire sur le marché des obligations. Lorsque je suis rentré des Etats-Unis en 1977, j'ai organisé des réunions internationales sur l'intégration monétaire européenne. A la troisième conférence, comprenant seulement une trentaine d'experts, le thème était l'utilisation privée de l'écu. Cela a soulevé un tel enthousiasme que la réunion suivante s'est tenue à Rome devant trois cents représentants des principales banques, puis à Trieste. L'intérêt des banques sur cette question a été lancé.

Au début on me faisait toujours la même objection : « l'individu privé ou la firme privée préférera se faire son propre panier de monnaie, excluant les monnaies faibles ». On oubliait simplement qu'un instrument financier ne se développe pas seulement du côté des prêteurs ; il faut des emprunteurs. De plus, une monnaie faible peut être accumulée si les taux d'intérêt sont plus élevés. Mais je veux surtout souligner ceci : il est vrai que les spéculateurs « purs » qui se fient à leur intuition ou aux recommandations de leurs services continueront à prendre une monnaie nationale ou un panier de monnaies fortes ; mais ce n'est pas vrai, je crois, de la plupart des trésoriers d'entreprises. Ils savent qu'ils s'exposent à des critiques très graves de leur conseil d'administration ou de leur assemblée générale s'ils font des pertes de change, mais à des critiques bien moins graves s'ils ne maximisent pas leurs gains de change. D'ailleurs, ils tirent les leçons d'expériences malheureuses. Ceux qui se sont lancés dans la spéculation ont d'abord fait des pertes énormes sur le dollar jusqu'en 1979, alors ils se sont portés sur le franc suisse et le mark et ils ont refait les mêmes pertes. Je crois que ces erreurs induisent les trésoriers d'entreprises à être plutôt « risk averters » que « gain maximizers » et, par conséquent, à s'intéresser à l'écu. C'est un fait que le marché s'est développé de façon inimaginable au cours de deux ans seulement. L'écu est passé de la 8^e place à la 3^e place immédiatement après le dollar et le mark sur le marché des obligations ; et toute une série d'entreprises comme Saint-Gobain par exemple, commencent à libeller leurs comptes à terme en écus avec leurs succursales plutôt que dans d'autres monnaies et à conclure certains contrats en écus avec des partenaires commerciaux.

M. AGLIETTA

Ce comportement renforce surtout la fonction de monnaie de compte de l'écu. Pour en faire un moyen de se libérer des dettes et de régler des transactions, il faut avoir une organisation monétaire spécifique.

R. TRIFFIN

Elle existe déjà, en ce sens que les grandes banques ont formé des groupes à travers lesquels il peut y avoir des virements directs en écus, du compte d'un client

d'une banque au compte d'un client d'une autre banque. Cela a déjà pris une grande ampleur ; et l'on discute à Bâle de l'idée de créer une chambre de compensation, organisée avec la Banque des règlements internationaux comme agent technique. Ce projet devrait aboutir dans les trois ou quatre prochains mois avec ou sans la BRI. Je craignais fort au départ que les Allemands ne fassent obstacle à cette tentative. Ils ont donné le feu vert à une condition, c'est que la BRI ne joue pas le rôle de prêteur en dernière instance.

M. AGLIETTA

Justement, on aboutit à ce problème important : lorsque se développe un certain nombre de fonctions monétaires à travers un nouvel instrument, il arrive un moment où les instances officielles doivent intervenir. Ne sommes nous pas arrivés à ce point critique ? A partir du moment où il y aura un système de compensation organisée, où l'écu circulera comme moyen de paiement, il y aura des dettes inter-bancaires à régler ; se trouvera ainsi posé le problème du prêteur en dernier ressort. N'est-ce pas là qu'il y a un changement véritablement qualitatif, un besoin d'institutionnalisation ? N'est-ce pas en rapport avec le Fonds monétaire européen et avec la seconde étape du SME ?

R. TRIFFIN

Bien sûr, cela devrait faire partie de la seconde étape et c'est certainement une étape à franchir assez rapidement. Toutefois, permettez-moi de revenir un peu en arrière ; je crois que c'est intéressant sur le plan de l'histoire de la pensée économique. Lorsque j'ai fait une première intervention au Congrès des Etats-Unis devant le Joint Economic Committee à propos de la crise de l'or et du dollar, j'ai présenté mon plan de réforme monétaire internationale et la première question que m'a posé le Chairman, économiste distingué de Chicago, était : « mais M. Triffin, ce que vous proposez au fond c'est une banque centrale mondiale ? » Je lui ai dit : « je vous en prie, n'utilisez pas ces mots parce que vous allez braquer tout le monde contre cette idée et ce que je propose n'est pas une banque centrale mondiale, car une banque centrale dans un pays garde à égalité la valeur de tous les instruments monétaires du pays ; or il n'est pas possible en ce moment qu'une banque centrale mondiale garantisse l'égalité du cruzeiro et du dollar, par exemple. Tout ce que je propose c'est une Chambre de compensation mondiale où les banques centrales conservent leurs avoirs extérieurs auprès d'un Fonds monétaire rénové ; mais il n'y a pas de garantie de fixité des changes. Si un pays continue à faire de l'inflation, par exemple le Brésil, vous n'allez pas envoyer les marines au Parlement Brésilien pour changer la politique du Brésil ! ».

M. AGLIETTA

Effectivement, il s'agit à l'intérieur de l'Europe d'une Chambre de compensation. Mais elle est liée à quelque chose de plus exigeant pour l'Europe qui est malgré tout une stabilité des changes et une émission officielle d'écus contre les dettes des banques centrales à l'égard du Fonds. Pour trouver une organisation adéquate on peut s'inspirer de l'expérience de l'Union européenne des paiements (UEP).

R. TRIFFIN

On peut s'inspirer de l'UEP où, lorsqu'il y avait une modification de change, on arrêtaient les comptes et on faisait les règlements sur la base des taux de change antérieurs. Il n'y avait pas de risque de change.

M. AGLIETTA

Cette étape nouvelle pour les relations monétaires de l'Europe permettrait d'avancer dans la voie de l'intégration financière. En remplaçant les euro-devises qui mettent les marchés financiers européens sous l'influence prépondérante du dollar et exacerbent la fonction spéculative de la finance, on peut espérer que l'écu créera une stabilité favorisant la fonction première de la finance qui est d'aider l'investissement.

R. TRIFFIN

Oui, et voilà encore un autre aspect de ce problème : on se préoccupe beaucoup actuellement des dangers de crise bancaire. Il faut que quelqu'un joue le rôle de prêteur de dernière instance évidemment, mais cela implique un certain encadrement du crédit au point de départ et je crois que cet encadrement n'existe pas pour les opérations en euro-devises. Avec des opérations en écus, les banques commerciales pourraient accepter cet encadrement s'il s'accompagne de l'engagement d'un prêteur de dernière instance. Je crois qu'il y a moyen de faire un genre d'encadrement des opérations « écus » qui puisse ne pas soulever d'objections fondamentales de la part des banques privées. Elles y trouveraient sûrement un intérêt dans le climat actuel, car elles sont fort inquiètes. La menace d'une crise financière permettrait de faire passer cette réforme plus facilement. Etre pragmatique et tirer parti des dispositions favorables et même des initiatives des milieux financiers, voilà qui permettra à la Commission de bouger. Les propositions récentes d'Ortoli vont en ce sens. Au contraire, en 1969, on a trop tôt visé trop haut. En se donnant comme objectif l'union monétaire totale en dix ans, et en insistant sur la fixité des changes, on n'a pas fait ce qui aurait pu l'être à l'époque, la création d'un fonds européen de réserve.

M. AGLIETTA

Et c'est cette démarche qui semble être engagée depuis 1979 ; on avance quand même, malgré les difficultés.

R. TRIFFIN

Je reviens toujours à l'un des points politiques souvent soulevé : la question de la RFA comme « vache à lait ». Il faut reconnaître qu'un pays créancier ne peut pas s'engager à financer n'importe quelle politique de l'étranger. Lorsqu'il n'y a pas moyen d'arriver à un accord sur ce plan là, les modifications de change sont le « second best ».

M. AGLIETTA

Pour conclure, envisageons l'incidence des innovations monétaires que nous venons d'évoquer sur le système monétaire international. Si l'on parvient à développer le rôle de l'écu et à réduire l'usage du dollar dans les transactions intra-européennes, quelle contribution cette monnaie parallèle apporterait-elle à la solution des problèmes monétaires considérés d'un point de vue mondial ? Certains théoriciens tiennent le raisonnement suivant : en créant des zones monétaires régionales, on risque d'aviver des rivalités entre blocs monétaires. Que pensez-vous de cette objection ?

R. TRIFFIN

Cette objection n'est pas nouvelle. Elle m'a été présentée il y a bien longtemps par Haberler et Kindleberger lorsque j'ai proposé l'Union européenne des paiements ! Ils disaient que cela allait créer une zone de monnaies faibles, échappant à la concurrence internationale. Lorsque finalement l'affaire a réussi, Haberler a écrit : « c'est parce qu'ils ont consenti à étendre aux Etats-Unis la libéralisation qu'ils ne s'étaient consentie qu'entre eux au point de départ ». Je leur ai fait remarquer que cela n'était pas dû au hasard ! J'avais écrit en 1949 que si les Français étaient forcés par l'Union européenne des paiements et les accords parallèles d'accepter la concurrence des Suisses pour les montres, des Allemands et des Belges pour l'acier, etc., alors les Français deviendraient plus compétitifs et auraient moins besoin de se protéger contre les Etats-Unis. Par conséquent, je crois que des accords régionaux, ouverts sur l'extérieur, aident à établir la concurrence mondiale aussi bien que régionale.

Dans une économie mondiale complexe, les forces économiques sont dispersées, les capacités d'innovation technique n'appartiennent pas toutes au même pays, la compétitivité peut être acquise par tous et de multiples façons. Il est essentiel que l'organisation monétaire laisse jouer cette diversité et qu'en conséquence les pouvoirs soient décentralisés. Toutes les décisions monétaires ne doivent pas être prises à Washington ; ce qui, politiquement, est d'ailleurs très difficile et conduit à la paralysie en dehors des opérations de sauvetage en cas de crise aiguë, comme la crise mexicaine d'août 1982.

Il est compréhensible que la Belgique soit réticente à fournir des crédits importants au Paraguay ou à la Bolivie, pays avec lesquels elle a peu de commerce, ce qui entraîne pour elle des risques de pertes énormes sur ses créances. Elle le fera beaucoup plus facilement avec des pays avec lesquels elle a énormément d'intérêts à la faire et où elle ne craint pas autant une faillite. Par conséquent, il faut pousser au maximum les possibilités d'intégration là où elles sont possibles. Je crois que l'on peut aller beaucoup plus loin sur le plan régional que sur le plan mondial. Des difficultés qui surgiraient par exemple entre l'Italie et la France peuvent être réglées par le système monétaire européen, sans devoir aller au Fonds monétaire, des problèmes entre la Bulgarie et la Roumanie peuvent être réglés au sein du COMECON sans non plus devoir aller au Fonds monétaire. Je crois, même à long terme, que les systèmes régionaux ne sont pas seulement une sorte d'oasis provisoire dans un monde troublé par les perturbations du dollar. Même à plus long terme, cette forme d'organisation montrera qu'elle est viable, qu'elle donne de bons résultats et que les Etats-Unis n'ont pas de raison de lui être hostile.

M. AGLIETTA

Est-ce que ce système à étages suppose l'existence d'une monnaie fiduciaire vraiment mondiale, c'est-à-dire un développement du DTS comme actif de réserve ultime détenu par les banques centrales ?

R. TRIFFIN

Certainement, dans la perspective que nous évoquons, il faut transformer les droits de tirage spéciaux en actif mondial de réserves que tous les pays devraient pouvoir détenir. Cela me permet de faire remarquer que je n'envisage pas que l'écu suive la voie historiquement parcourue par la livre sterling puis le dollar. A long terme, l'écu ne devrait pas être un instrument mondial de réserve. Cependant, aussi longtemps qu'il n'y a pas une réforme mondiale où les Etats-Unis prennent leur part, l'écu continuera à rivaliser avec le dollar sur ce plan là aussi. Il y a un intérêt réel à aller dans cette direction parce que le gros du commerce des pays arabes se fait avec les pays européens beaucoup plus qu'avec les Etats-Unis. Le dollar ne les

satisfait pas tellement. Vers 1978, ils ont envisagé de remplacer le dollar par le DTS dans les contrats pétroliers. Ceci a échoué pour une bonne raison, parce qu'ils ont commencé à en discuter au moment où le dollar était au plus bas. Lorsque le dollar s'est mis à monter, l'affaire a été perdue. Mais maintenant que le dollar est au plus haut, une discussion de ce genre pourrait reprendre. Quant à la RFA, ses réticences à coopérer au système monétaire européen peuvent s'atténuer également si elle se retrouve dans la même position qu'en 1978. H. Schmidt était convaincu d'aller au-delà des objections de la Bundesbank parce qu'il préférait que les afflux de dollars soient distribués plus largement, qu'ils ne soient plus concentrés sur l'Allemagne. Lorsque le dollar s'est renforcé et que le mark a baissé, cet intérêt a disparu. Mais maintenant il peut réapparaître de nouveau. Les réformes monétaires durables se font lorsqu'on saisit au vol des occasions passagères pour créer des changements irréversibles. A l'heure actuelle l'écu a des caractéristiques plus attrayantes que les DTS pour ceux qui sont inquiets des incertitudes sur l'évolution future du dollar. Le DTS est trop proche du dollar. Sa définition a été modifiée illégalement à plusieurs reprises, sans observer les règles qui ont amendé les statuts du FMI, si ce n'est bien tardivement, en 1978. On peut observer que ces deux dernières années les émissions d'euro-obligations en DTS sont tombées à zéro, alors que l'écu s'est développé énormément.

Je pense que l'organisation monétaire à plusieurs niveaux, dotés chacun d'une réelle autonomie, est dans le droit fil du redéploiement des pouvoirs que les pays européens devront accepter pour redonner un élan à leurs économies. L'Etat national devra consentir à se dessaisir de certaines de ses prérogatives vers le niveau local d'un côté, vers le niveau européen de l'autre.

Cet entretien a été réalisé au mois de février 1984.