

Pourquoi le paradoxe de Triffin ne s'applique-t-il pas (encore) aux États-Unis ?

Robert Triffin a énoncé en 1960 le paradoxe qui porte son nom. L'idée est la suivante: le pays qui émet la monnaie internationale (le dollar) doit avoir un déficit extérieur pour répondre à la demande internationale croissante de sa monnaie qui sert de monnaie de réserve, de monnaie de facturation des échanges. De plus, ce pays est incité à mener des politiques expansionnistes qui génèrent un déficit extérieur puisqu'il s'endette facilement auprès du reste du monde. Il en résulte une accumulation continue de dette extérieure (c'est le cas aujourd'hui des États-Unis), et l'idée de Robert Triffin est que, à long terme, la confiance des agents économiques dans la solvabilité de ce pays s'érode, ainsi que le rôle de monnaie internationale de sa devise.

Pourquoi le paradoxe de Triffin ne s'applique-t-il pas aujourd'hui au dollar malgré la désindustrialisation des États-Unis et l'ampleur de leurs déficits extérieur et public ? Probablement pour deux raisons.

- Aucune monnaie ne peut se substituer au dollar dans son rôle de monnaie internationale ;
- La rentabilité du capital est forte aux États-Unis, avec l'effort d'innovation, ce qui attire les capitaux internationaux.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

📺 Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

isabelle.gravet-ext@ossiam.com

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Le paradoxe de Triffin s'applique en théorie aux États-Unis

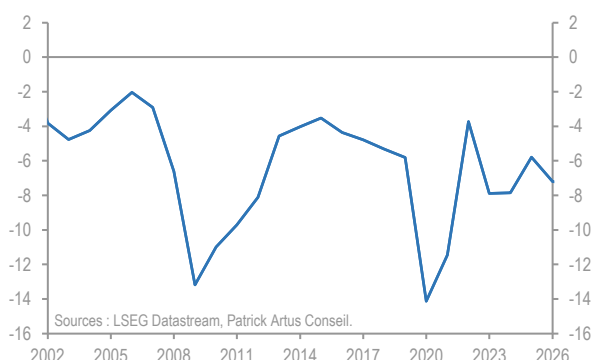
Dans son livre « Gold and the Dollar Crisis : The Future of Convertibility » (1960), Robert Triffin décrit le paradoxe qui porte son nom.

- Le pays qui émet la monnaie de réserve, c'est-à-dire les États-Unis, doit **enregistrer un déficit extérieur** et donc **accumuler une dette extérieure**, pour répondre à la demande mondiale de sa monnaie. Cette demande résulte du financement des échanges internationaux et de la fonction de réserve de valeur de sa monnaie.
- De plus, ce pays, bénéficiant d'une facilité importante pour s'endetter auprès du reste du monde, est incité à mettre en place des **politiques économiques expansionnistes**, qui creusent davantage le déficit et la dette extérieurs.

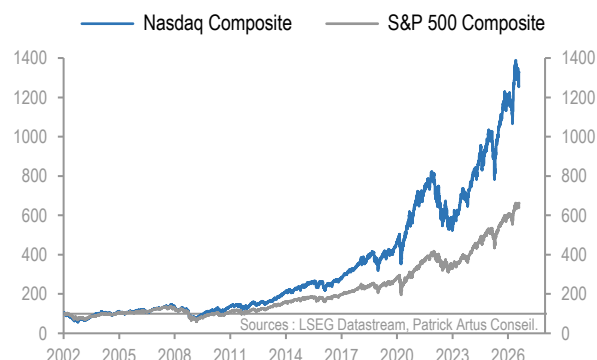
On voit bien que les États-Unis :

- ont mis en place **une politique budgétaire durablement expansionniste** (Graphique 1) ;
- ont mené une politique monétaire ayant fortement soutenu la **valorisation boursière** (Graphique 2), ce qui a conduit à une baisse du taux d'épargne des ménages (Graphique 3) ;
- ont bénéficié d'une **forte demande pour les titres libellés en dollars**, actions comme obligations (le Graphique 4 montre l'encours de titres du Trésor détenus par les non-résidents) ;
- profitent toujours du **rôle de monnaie de réserve du dollar** (Graphique 5).

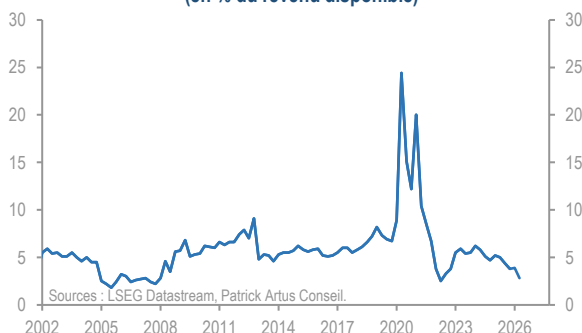
Graphique 1
Etats-Unis : déficit public (en % du PIB)



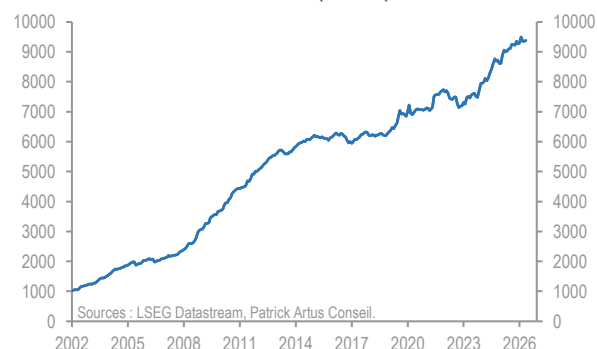
Graphique 2
Indices boursiers (100 : 01.01.2002)



Graphique 3
Etats-Unis : taux d'épargne nette des ménages (en % du revenu disponible)



Graphique 4
Etats-Unis : détention de Treasuries par les non-résidents (en Md\$)

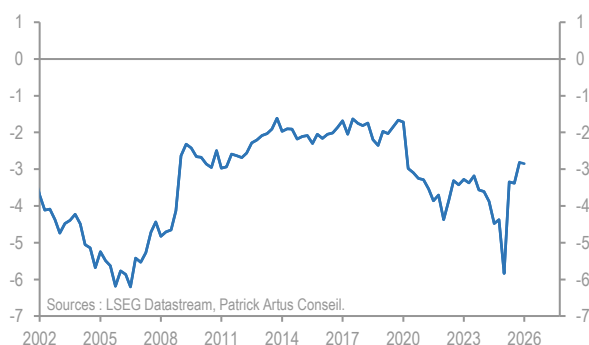


Graphique 5
Part du dollar dans les réserves de change mondiales
(en %)



En conséquence, **le déficit extérieur est chroniquement élevé et la dette extérieure nette croît continûment** (Graphiques 6 et 7).

Graphique 6
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB)



Graphique 7
Etats-Unis : position extérieure nette (en % du PIB)

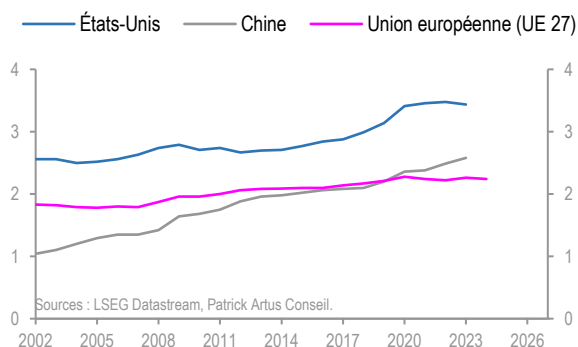
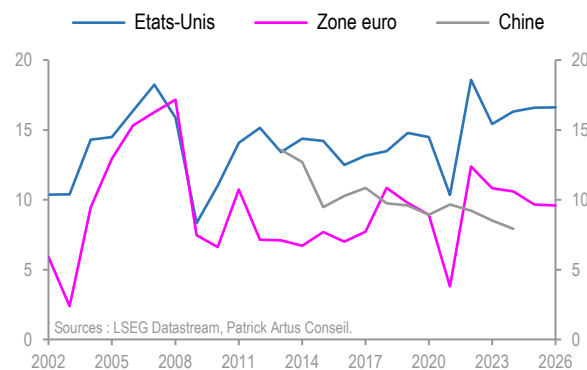


Mais la crise du dollar annoncée par Robert Triffin n'a toujours pas eu lieu

Conformément à l'analyse de Robert Triffin, les États-Unis, émettant la monnaie internationale dominante, ont été amenés à accepter un déficit extérieur important et une hausse continue de leur dette extérieure. La demande internationale de dollars a progressé et la facilité avec laquelle ils peuvent s'endetter auprès du reste du monde les a conduits à mener des politiques économiques avec un biais expansionniste.

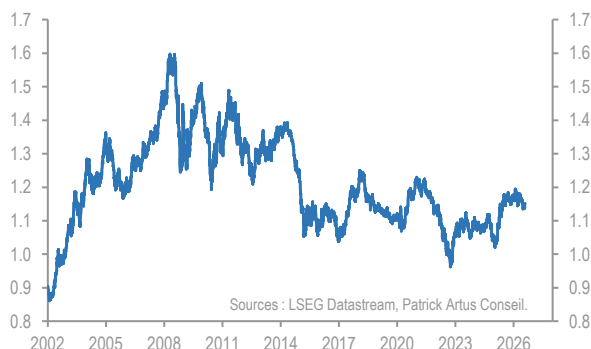
Robert Triffin en concluait que **la confiance dans le dollar diminuerait**, et qu'à long terme **il y aurait une crise du dollar** résultant de la chute de la demande mondiale de dollars. **Ce jugement, formulé il y a 66 ans, ne s'est pas encore révélé exact. Pourquoi?**

- **Aucune monnaie ne peut se substituer au dollar dans son rôle de monnaie internationale.** Le marché de la dette en euros est segmenté et non unifié ; le renminbi chinois n'est pas pleinement convertible ; l'économie japonaise est de trop petite taille pour émettre la monnaie internationale. En dehors du rôle de monnaie de réserve (voir plus haut, **graphique 5**), le poids du dollar est très important pour les autres usages d'une monnaie internationale. Le dollar est la **monnaie de facturation** pour 74 % des exportations en Asie et 79 % des exportations hors Asie, Europe et Amérique ; enfin 61 % des émissions de dette internationale sont libellées en dollars.
- **L'effort d'innovation est très important aux États-Unis** (**Graphique 8**), ce qui maintient une rentabilité du capital très élevée (**Graphique 9**). Le seul pays concurrençant les États-Unis en matière d'innovation est la Chine, dont la monnaie ne peut devenir une monnaie internationale.

Graphique 8
Dépenses de R&D (en % du PIB)Graphique 9
ROE

Synthèse : le rôle dominant du dollar américain n'est pas pour l'instant menacé

En l'absence de devise susceptible de jouer le rôle de monnaie internationale et grâce à l'avance technologique des États-Unis dans de nombreux domaines, le paradoxe de Triffin ne s'est pas appliqué aux États-Unis, la demande de dollars restant forte. D'ailleurs **le taux de change du dollar n'est pas faible** (Graphiques 10, 11 et 12).

Graphique 10
Taux de change euro-dollar (1 EUR = ...USD)Graphique 11
Taux de change dollar-yen (1 USD = ... JPY)Graphique 12
Taux de change dollar-renminbi (1 USD = ... CNY)

Certes, une partie des réserves de change est passée du dollar à l'or, ce qui contribue à expliquer la hausse du prix de l'or (Graphique 13), cependant cette diversification n'est que mineure et n'affecte pas les usages du dollar autres que la détention de réserves (facturation des échanges, émissions de dette).

Graphique 13
Prix de l'or (dollar l'once)



Les monnaies numériques de banque centrale libellées en renminbi ou en euro ne réduiraient que l'encours des autres actifs financiers (dépôts bancaires) dans ces mêmes devises. L'émission de stablecoins, très majoritairement libellés en dollars (97 % de l'encours), contribue à drainer l'épargne du reste du monde vers les titres du Trésor des États-Unis, renforçant ainsi le poids du dollar.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.