

BANQUE NATIONALE SUISSE

---

Dans le rapport qu'il a présenté au Conseil de banque de la Banque nationale suisse le 15 septembre 1967, Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale, a formulé les considérations suivantes sur la question des paiements internationaux et sur celle de l'indice des prix à la consommation:

Les paiements internationaux

Un événement capital est survenu dans le domaine du trafic international des paiements: le Groupe des Dix s'est mis d'accord sur les grandes lignes d'un plan dont le but est d'instituer, en complément de l'or et du dollar, de nouveaux droits de tirage spéciaux auprès du Fonds monétaire international. Ces grandes lignes doivent prendre la forme d'une résolution lors de l'assemblée annuelle du Fonds monétaire international, puis elles feront l'objet d'un traité qui n'entrera vraisemblablement pas en vigueur avant 1969.

De nombreuses considérations sont à l'origine de ce plan: la rapide croissance des échanges de marchandises et de services sur le plan de l'économie mondiale comme aussi l'intensification des relations financières internationales peuvent provoquer un déséquilibre croissant des balances des paiements; c'est pourquoi les réserves monétaires, autrement dit la liquidité internationale, devraient aussi augmenter. Jusqu'ici les sources principales d'accroissement des réserves étaient l'or et, ces dernières années, en tout premier lieu, les avoirs à court terme en dollars; or, ces deux sources ne sont pas inépuisables. Aux avoirs en dollars correspondent des dettes américaines, qui proviennent du déficit de la balance des paiements. Cette période déficitaire n'a que trop duré et le rapport entre les réserves d'or américaines et les engagements américains à court terme à l'égard des autorités monétaires étrangères n'a fait que s'aggraver au cours des années. A court terme, la solvabilité-or des Etats-Unis apparaît donc limitée, quand bien même les créances américaines à long terme à l'égard de l'étranger ont augmenté plus fortement que l'endettement à court terme. La situation se complique encore du fait que l'accroissement des avoirs en dollars se concentre sur un nombre relativement limité de pays européens, ce qui restreint pour eux la possibilité d'utiliser le dollar comme moyen de réserve. Ces pays ne chercheront à se procurer de nouveau des dollars qu'à partir

du moment où la balance américaine des paiements retrouvera plus ou moins son équilibre, mais alors leurs banques centrales n'en recevront plus. Il semble donc que les possibilités d'accroître les réserves en accumulant des dollars sont d'une façon ou de l'autre près d'être épuisées. D'autre part, un nouvel afflux d'or dans les réserves monétaires est devenu problématique. La hausse des frais commence à freiner la production de l'or; la consommation industrielle et la thésaurisation vont croissant. Certes, une augmentation du prix de l'or pourrait accroître la valeur du volume d'or existant et stimuler la production courante en même temps que la déthésaurisation. Mais c'est là une solution que la plupart des pays rejettent, notamment pour les raisons suivantes:

Le prix de l'or ne peut être augmenté qu'assez rarement si ce métal ne doit pas devenir un objet de spéculation impropre à des fins monétaires; il faut donc qu'une augmentation du prix de l'or soit massive si l'on veut que cette mesure contribue à résoudre le problème des liquidités. Une revalorisation massive de l'or recèle toutefois des dangers d'inflation; elle ne se conçoit donc que lors d'une période de dépression intense et prolongée. Mais, aujourd'hui, les tendances inflationnistes prédominent. De plus, les liquidités internationales ne doivent pas augmenter de façon massive et subite, mais de façon modeste et régulière en s'adaptant au développement de l'économie mondiale.

Au surplus, si le prix de l'or était augmenté, les liquidités supplémentaires seraient loin d'être réparties selon les exigences imposées par la croissance de l'économie mondiale. Elles se trouveraient en premier lieu dans les mains des pays disposant des réserves d'or les plus fortes. Ceux-ci devraient soit procéder à des exportations massives de capitaux, soit pratiquer une politique inflationniste d'expansion économique, qui entraînerait un déficit de leur balance des paiements jusqu'à ce que les pays disposant de faibles réserves d'or profitent de l'accroissement de liquidités dont ils ont en tout premier lieu besoin.

Certains prétendent qu'il est nécessaire de libérer l'augmentation des liquidités de facteurs aussi étrangers à la croissance de l'économie que la production de l'or et le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis. Selon eux, il faudrait créer, comme sur le plan national, un état de fait qui permette un accroissement des liquidités en accord avec le développement de l'économie.

On relève aussi que les pays qui accumulent des dollars dans leurs réserves monétaires accordent en fait des crédits à bon compte aux Etats-Unis, ce qui serait un non-sens si l'on songe à la puissance de l'économie américaine. Cela permettrait, dit-on, aux Américains d'accroître leurs

investissements directs à l'étranger aux dépens de leurs créanciers. Il s'agit de trouver un régime grâce auquel l'octroi de crédits découlant de l'accumulation de réserves profite aux pays qui en ont le plus urgent besoin, dans l'intérêt de l'économie mondiale.

Ces arguments et d'autres encore ont suffi pour convaincre les gouvernements des pays économiquement forts de la nécessité de compléter les sources actuelles de liquidités pour le cas où le besoin s'en ferait sentir.

A vrai dire, l'urgence de ce problème et le volume des liquidités supplémentaires sont jugés fort diversement. Certains affirment qu'aujourd'hui déjà les liquidités internationales sont insuffisantes, en donnant pour preuve l'évolution des balances anglaise et américaine des paiements. Les pays anglo-saxons et les Etats économiquement faibles sont en général de cet avis. La majorité des pays de l'Europe continentale prétend qu'il y a actuellement encore trop de liquidités. Ils invoquent à ce sujet la tendance à l'inflation de ces dernières années. De l'avis de la plupart des pays, un nouveau moyen de réserve ne pourra entrer en ligne de compte que le jour où la balance américaine des paiements sera proche de l'équilibre.

Il est difficile de dire dès maintenant dans quelle mesure il y a lieu d'augmenter les liquidités pour arriver à une croissance optimale de l'économie mondiale. Une réelle pénurie de réserves peut entraîner des restrictions qui entravent la croissance économique, tandis qu'une surabondance de réserves peut conduire à l'inflation. Il serait sans doute faux d'extrapoler l'accroissement des liquidités de ces dernières années, car elles étaient caractérisées par une forte poussée inflationniste, indice d'une augmentation excessive des liquidités.

Les réserves monétaires doivent surtout permettre de compenser un déficit de la balance des paiements. Même si l'on tient compte du fait que le volume des paiements internationaux varie beaucoup d'un pays à l'autre, on constate que certains pays se tirent d'affaire avec des réserves monétaires relativement bien plus faibles que d'autres. Manifestement, c'est moins le montant des réserves que leur modification qui est déterminant: leur augmentation est un indice de santé économique, de solvabilité, tandis que leur diminution peut conduire à des déductions contraires. D'où la tendance à rechercher une croissance des réserves qui soit aussi régulière que possible.

Plus un pays s'applique à maintenir l'équilibre de sa balance des paiements, moins il a besoin de réserves. Ce faisant, il peut également mieux maîtriser l'inflation interne et régulariser sa croissance économique. Plus la politique

économique tient compte de la nécessité d'équilibrer la balance des paiements, plus la confiance grandit et plus le rôle de l'intérêt devient déterminant dans l'orientation du courant international de l'argent et des capitaux. En pareil cas, il est relativement facile de compenser un solde passif provisoire de la balance des paiements par des mouvements d'argent et de capitaux, tout en ménageant les réserves monétaires.

Ces considérations montrent que, dans une économie mondiale en pleine croissance, une politique économique disciplinée est tout au moins aussi importante que l'accroissement des réserves. Meilleure est la discipline de la balance des paiements, moins il faut de réserves; inversement plus cette discipline est mauvaise, plus il faut de réserves.

Lorsqu'on cherche à créer de nouvelles réserves dont le volume n'est plus limité par la rareté naturelle de l'or, il faut naturellement prévoir des garanties contre le risque d'une création excessive de nouvelles liquidités.

Ce qui a surtout divisé les esprits, c'est le point de savoir si la solution adoptée devait imposer le respect de la discipline de la balance des paiements. Deux tendances s'affrontaient: la thèse des crédits, qui prévoit des droits de tirage auprès du Fonds monétaire, et la thèse monétaire, qui envisage un monnaie internationale de compensation.

Les partisans de la thèse des crédits ou des droits de tirage ont plaidé pour des droits spéciaux et automatiques de tirage auprès du Fonds monétaire international, qui devraient être en grande partie reconstitués au bout d'un certain temps; il s'agit donc là d'une certaine discipline en matière de balance des paiements tant de la part du débiteur que du créancier.

Les partisans de la thèse monétaire voulaient en revanche répartir une monnaie internationale entre les membres du Fonds monétaire. Aucun remboursement ne serait prévu. Cette solution n'entraînerait donc pas l'obligation d'observer une meilleure discipline en matière de balance des paiements.

A nos yeux, l'avis des partisans des droits de tirage revêt une importance toute particulière du fait que, ces dernières années, la plupart des pays industrialisés d'Europe ont reçu trop de liquidités internationales en raison du déficit de la balance américaine des paiements. Il en résulte un relâchement de la discipline en matière de balance des paiements, discipline qui reposait auparavant sur la rareté de l'or. Ce danger de relâchement pourrait être encore accru si l'on créait un nouveau moyen de réserve encore plus indépendant de l'or. Les pays qui préconisent une lutte éner-

gique contre le danger d'inflation se sont donc faits les défenseurs des droits de tirage; mais ils ont finalement concédé aux partisans de la thèse monétaire qu'une partie des droits de tirage ne devrait pas être remboursée, en d'autres termes qu'elle pourrait être utilisée comme monnaie internationale de compensation, à la condition que la majorité requise pour prendre toute décision relative au montant, à l'ouverture, à la répartition dans le temps des droits de tirage soit portée à 85 % (elle est d'ordinaire de 80 % pour les décisions du Fonds).

De la sorte, les pays de la CEE, qui disposent de 16,6 % des voix et qui redoutent une création trop généreuse de liquidités, obtiennent un droit de veto.

Le 26 août, les dix pays se sont mis d'accord sur la proposition suivante destinée au Fonds monétaire international:

La création de droits de tirage spéciaux est prévue. Ces droits se basent sur l'actuelle teneur en or du dollar. L'or n'est donc pas détrôné comme fondement monétaire par ces droits de tirage spéciaux, mais on le rend moins nécessaire pour l'accroissement des réserves monétaires et les règlements internationaux. Tant que les droits de tirage sont agréés par les créanciers, on ne dépend plus dans la même mesure que jusqu'ici de la production courante d'or. En revanche, la discipline en matière de balance des paiements risque de se relâcher dans la mesure où elle est fondée sur la rareté de l'or.

Ces droits spéciaux de tirage sont répartis entre les membres du Fonds monétaire international proportionnellement à leur quote-part ordinaire. Il est question de 5 à 10 milliards de dollars pour les cinq premières années, ce qui équivaldrait, en cas de répartition uniforme dans le temps, à un accroissement annuel des réserves de 1 à 2 milliards, ou 0,7 à 1,4 %. De 3,4 milliards de dollars en 1963, l'accroissement des réserves est tombé à 1,4 milliard en 1966. Pour les droits spéciaux de tirage, le Fonds tient un compte distinct de celui des droits ordinaires.

Les droits de tirage permettent à un membre qui doit compenser un déficit de sa balance des paiements de se procurer une monnaie convertible chez les membres qui ont une balance active ou qui disposent d'une forte position de réserve. Le montant correspondant des droits de tirage est alors porté au crédit des pays qui cèdent des devises. Ceux-ci doivent céder de la monnaie convertible et accepter en retour des transferts de droits de tirage jusqu'à concurrence du double du montant de leurs propres droits. La transformation des droits de tirage en devises doit se faire principalement par l'entremise du Fonds et non directement de pays à pays. Le

Fonds réglera l'utilisation des droits de tirage de façon que la proportion entre les droits de tirage et les autres réserves soit à peu près la même dans tous les pays créanciers.

Les tirages doivent être remboursés jusqu'à concurrence de 30 %, c'est-à-dire qu'ils ne sont amortis que dans la mesure où l'utilisation moyenne durant une période de cinq ans dépasse 70 % de l'attribution primitive. On voit par là que les droits spéciaux de tirage ont principalement le caractère d'une monnaie définitive; en d'autres termes, ils contiennent peu d'éléments renforçant la discipline en matière de balance des paiements. Certes, les pays sont invités, lors de l'utilisation de droits de tirage, à n'employer ceux-ci que dans la même proportion que les autres réserves. Aucune sanction n'est prévue pour le cas où cette recommandation ne serait pas observée. En revanche, il est prévu une majorité de 85 % pour la mise en vigueur du plan ainsi que pour la fixation du montant des droits de tirage et pour leur répartition dans le temps. Les règles relatives à l'ampleur du remboursement obligatoire seraient valables pour les cinq premières années. Il faudrait prendre de nouvelles décisions pour les périodes ultérieures.

Il a donc été admis que les droits de tirage aient dans une large mesure le caractère de monnaie de compensation durant la première période de cinq ans. Cette concession a été faite avant tout en raison de la modicité du montant des droits accordés initialement à chaque membre et en raison aussi de la forte majorité qui est exigée pour la création et le dosage des droits de tirage.

Si le volume des droits de tirage est d'un milliard de dollars par an, ils ne stimuleront guère l'économie mondiale pendant les cinq premières années, car la part revenant à chaque pays est relativement faible. De plus, le déficit que ces droits permettront de compenser ne devrait pas dépasser théoriquement 470 millions de dollars, puisque les créanciers ne sont pas tenus d'accepter plus du double de leur part et que l'utilisation moyenne est limitée à 70 %. Le maximum pouvant être atteint en pratique sera sensiblement inférieur et ne dépassera guère 300 à 400 millions de dollars. Un risque d'inflation n'apparaîtra ainsi qu'au cours des années, comme conséquence de l'accumulation des droits de tirage et de leur augmentation.

Comme de nombreux pays sont favorables à la création d'abondantes liquidités, il importe d'examiner une fois encore, dans une perspective à long terme, les moyens de freiner cette création.

Si elle n'est pas modifiée dans les périodes ultérieures, l'obligation de rembourser les droits de tirage en cas d'utilisation moyenne supérieure à 70 % n'exercera qu'un

faible effet modérateur. La minorité de blocage de 15 % paraît plus efficace. On peut aussi attendre certains effets de la règle - dont le contenu doit encore être précisé à Rio - selon laquelle un membre pourra au bout d'un certain temps s'abstenir de participer à la création de nouveaux droits de tirage, ce qui entraînera une diminution correspondante de son obligation de céder de la monnaie convertible. Dans certains cas, un petit nombre d'importants pays créanciers peuvent ainsi freiner l'expansion du système, car il doit finalement y avoir suffisamment de créanciers face aux débiteurs.

Au surplus, il y a aussi une limite naturelle. Si leur volume devient exagéré, les droits de tirage perdront leur attrait et les créanciers n'accepteront plus de nouvelles augmentations.

L'entente intervenue sur les grandes lignes d'un plan conditionnel est de nature à exercer une influence apaisante sur la situation monétaire internationale. La spéculation sur l'or et la thésaurisation de l'or devraient perdre de leur séduction. Les craintes que le dollar ne se détache de l'or devraient passer à l'arrière-plan pendant un certain temps. Le monde des affaires pourra être certain que les échanges internationaux ne souffriront pas d'un manque général de liquidités. En revanche, les tendances à l'inflation ne fléchiront sans doute pas de longtemps. Le problème de la balance américaine des paiements n'est pas résolu non plus. D'autres questions demeurent également ouvertes.

Pour ce qui nous concerne, nous devons nous demander à plus ou moins bref délai si nous voulons adhérer à un tel système. Nous ne le pourrions qu'en devenant membre du Fonds monétaire international.

Que nous y adhérons ou non, nous ne pourrions pas nous soustraire aux conséquences économiques générales du plan. Qu'il y ait pénurie ou surabondance de liquidités internationales, un pays qui a autant de relations économiques et financières avec l'étranger que la Suisse en subira de toute façon les conséquences.

Avec ou sans notre collaboration, la mise en vigueur du plan influera également sur le montant de nos réserves monétaires, car celles-ci dépendent dans une large mesure de l'évolution de l'économie mondiale et de la balance des paiements, qui sont elles-mêmes influencées par le volume des liquidités existantes; elles dépendent aussi du point de savoir si d'autres pays se résignent à avoir une balance des paiements déficitaire.

Une adhésion influencerait donc moins sur le volume que

sur la composition de nos réserves. Nous serions obligés de céder progressivement de la monnaie convertible contre des avoirs en droits de tirage. Avec un total de droits de tirage spéciaux de 5 milliards de dollars pour cinq ans et une quote-part suisse de 1,5 % (notre quote-part normale au Fonds serait d'environ 300 millions de dollars sur un total de 20 milliards), le montant de nos droits de tirage spéciaux atteindrait 75 millions de dollars. Vraisemblablement, nous devrions céder un montant double - soit 150 millions de dollars - de monnaie convertible, en contrepartie duquel nous recevions des avoirs en droits de tirage spéciaux. En moyenne annuelle, cela représenterait 30 millions de dollars pour les cinq premières années, soit environ 130 millions de francs. De 1956 à 1966, l'augmentation annuelle moyenne de nos réserves a été de 700 millions de francs en chiffre rond.

Si nous adhérons au Fonds, nous devrions en outre nous attendre à ce que le jeu des droits de tirage normaux donne lieu en relativement peu de temps à des tirages en francs suisses qui pourraient s'élever au maximum à 75 % de notre quota; pour un quota de 300 millions de dollars, cela représenterait l'équivalent de 225 millions de dollars, soit près d'un milliard de francs.

Notre stock d'or ne serait sans doute guère affecté par ces paiements si les réserves continuaient de s'accroître de façon substantielle; en revanche, les droits spéciaux et les droits normaux de tirage prendraient la place de l'augmentation des avoirs en dollars.

Il est malaisé de dire aujourd'hui quelles seront les meilleures réserves. Les droits de tirage sont à l'abri des variations de cours. Les dollars peuvent aussi être munis d'une garantie de change, mais dans une mesure limitée. Ces deux sortes de réserves sont soumises à certains risques politiques, comme tout avoir à l'étranger.

Dans l'état actuel des choses, la principale raison de collaborer réside dans le droit de vote. L'exercice de ce droit peut exercer une influence sur le volume et la date de la création des nouveaux moyens de réserve. Certes, d'après les bases actuelles du calcul des quotas, la Suisse n'aurait qu'un droit de vote équivalant à environ 1,5 %. Ce petit pourcentage gagne en importance si l'on songe que la minorité de blocage est de 15 %; il en constitue en effet la dixième partie.

A plus ou moins bref délai, le Conseil fédéral et la Banque nationale auront donc à se prononcer sur l'attitude que la Suisse devra adopter.



## L'indice des prix à la consommation

L'indice des prix à la consommation n'a guère changé de janvier à avril, mais ensuite il s'est accru de 2,5 % jusqu'à fin août, donc en l'espace de quatre mois, ce qui a porté le taux de renchérissement à 4,8 % par rapport au niveau de l'année précédente. Ce taux s'est ainsi trouvé plus élevé que douze mois auparavant.

Il y a une contradiction entre le ralentissement des affaires et la forte progression de l'indice des prix à la consommation. C'est pourquoi de nombreux milieux en déduisent que les mesures anti-inflationnistes qui ont été prises avaient été mal conçues. Mais pour qui va au fond des choses, la situation se présente différemment.

L'indice est là pour renseigner sur l'évolution des prix des biens de consommation et des prestations de service, compte tenu de leur importance dans le ménage des salariés. Pour juger l'évolution de l'indice sous l'angle de la situation économique, il faut surtout déterminer les causes du renchérissement dans les divers secteurs de consommation.

Depuis la fin d'avril, la hausse du coût de la vie concerne pour 31 % les denrées alimentaires, 33 % les loyers et 26 % le mazout et l'essence.

La hausse de l'indice du coût des denrées alimentaires s'explique à raison de 50 % par l'augmentation du prix du lait. Le renchérissement du pain et des produits à base de céréales, des légumes et des fruits a également joué un rôle important.

Ces majorations de prix sont en rapport étroit avec la protection des prix dont bénéficie l'agriculture suisse. Les prix des principaux produits agricoles sont augmentés, d'après le principe de la parité des salaires, dans la mesure où les salaires versés dans les entreprises industrielles et artisanales ont été relevés au cours des trois dernières années. Les augmentations de salaire du passé sont donc reportées sur les prix des produits agricoles de l'avenir. Il en résulte une hausse de l'indice, qui entraîne une nouvelle augmentation des salaires dans l'industrie. Seule une forte récession paraît de nature à stopper ce jeu.

Cette spirale ne provient pas d'une pénurie de marchandises - notre production est plutôt excédentaire en ce moment - mais bien de l'indice auquel les prix et les salaires sont liés et qui ne cesse de reporter les augmentations

du passé sur l'avenir.

En se référant aux produits agricoles indigènes, on peut montrer d'une autre façon combien l'indice des prix à la consommation se prête mal à la mesure de l'inflation. Les prix de nos principaux produits agricoles ne sont pas des prix de marché. Ils seraient en effet sensiblement inférieurs si on laissait jouer librement la concurrence. Les prix sont fixés par les autorités, qui cherchent à redistribuer le revenu national au profit de l'agriculture. Si, comme il est d'usage dans d'autres secteurs, cette redistribution s'opérait par la voie fiscale, autrement dit par des subventions, elle exercerait peu d'influence sur l'indice des prix des denrées alimentaires. La spirale prix-salaires ne se développerait pas à un tel rythme, mais en contrepartie les impôts seraient plus élevés.

L'indice des loyers fournit un autre exemple de répercussion sur l'avenir des effets inflationnistes du passé. A l'époque où les logements étaient très demandés, les prix du terrain et de la construction sont fortement montés. Mais, depuis deux ans au moins, ces prix se sont stabilisés ou ils ont même souvent fléchi. Le niveau des loyers ne continue pas moins de monter, parce que le coût des nouveaux logements s'est fortement accru au cours des dernières années et qu'il oblige à fixer des loyers nettement supérieurs aux prix des anciens logements. Or, lors de chaque nouveau calcul de l'indice des loyers, il faut tenir compte des nouveaux logements à loyers élevés, dont la part au total ne cesse d'augmenter. L'indice subit aussi nettement l'influence de la hausse des loyers des anciens appartements: à la suite du développement explosif de la conjoncture dans la première moitié des années soixante, le marché des capitaux s'est tendu et le niveau des intérêts a augmenté, ce qui a aussi entraîné une hausse du taux des intérêts hypothécaires. Ce processus d'adaptation n'est pas entièrement achevé sur le marché hypothécaire, bien que l'intérêt ait tendance à baisser sur le marché des capitaux. On voit là un autre exemple où l'indice subit l'influence d'un passé qui ne concorde plus avec le présent. Enfin, pour les anciens logements, le passage du contrôle à la surveillance des loyers a provoqué une hausse des loyers. Sous le régime du contrôle, le relèvement des loyers était endigué. Lorsque les mesures de contrôle ont été démantelées, la hausse a commencé à se faire sentir. En raison du gros écart qui existe entre les loyers des anciens et des nouveaux logements, il faut s'attendre à ce que les loyers des anciens logements et, par conséquent, l'indice des loyers, continuent de monter. Cette évolution découle aussi du renchérissement des terrains et de la construction qui s'est produit il y a quelques années; la poussée inflationniste actuelle n'y est pour rien.

La hausse des prix des produits pétroliers exerce

une notable influence sur l'indice. Les événements du Moyen-Orient ont porté préjudice à nos "Terms of trade". Il nous faut produire, c'est-à-dire exporter davantage si nous voulons acheter ces produits; c'est donc un réel sacrifice que nous devons faire.

Si nous cherchons à compenser par des relèvements de salaires la hausse de l'indice causée par la crise du Moyen-Orient et l'augmentation ultérieure des prix agricoles, le niveau des coûts fait un nouveau bond en avant. Qui plus est, nous accentuons la dépréciation de l'argent et nous réduisons notre capacité de concurrence sans avoir diminué pour autant le sacrifice réel que nous devons faire.

L'effet d'apaisement qui émane de la situation du marché ne parvient pas à se refléter sur l'indice tant que celui-ci est sans cesse gonflé par les effets inflationnistes du passé et que ce gonflement en appelle un autre. Il n'est pas exagéré de dire que nous avons affaire maintenant à une inflation fondée sur l'indice des prix.

Il nous faut trouver les moyens et les méthodes qui nous libéreront de cette sorte d'institutionnalisation de la hausse des coûts et de la dépréciation de l'argent.