

BANQUE NATIONALE SUISSE

Dans le rapport qu'il a présenté au Conseil de banque de la Banque nationale suisse le 15 décembre 1967, Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale, a formulé les considérations suivantes sur la situation monétaire internationale et sur le problème du renchérissement:

La situation monétaire internationale

Dans le dernier rapport présenté au Conseil de banque le 15 septembre 1967, nous avons exposé en détail le plan élaboré par le Groupe des Dix pour augmenter les réserves monétaires internationales. Le Fonds Monétaire International a donné son approbation de principe à ce plan lors de l'assemblée annuelle qu'il a tenue à la fin de septembre. On croyait généralement qu'une telle approbation aurait, du moins pour un certain temps, un effet apaisant sur la situation monétaire. Cet espoir s'est révélé illusoire. Entre temps, la livre a été dévaluée et, du même coup, la demande d'or s'est accrue.

Depuis le retour à la convertibilité des monnaies, la balance des paiements de la Grande-Bretagne a régulièrement subi des crises. Il était frappant de voir que la balance commerciale britannique réagissait de façon moins positive aux mesures déflationnistes, que celle des autres pays industriels européens. Or c'est précisément le contraire qu'il aurait fallu.

La Grande-Bretagne présente un fort endettement à court terme. Depuis 1945, les "Sterling Holdings" de l'étranger qui, en principe, sont à court terme, oscillent entre 3,5 et 4,5 milliards de livres. Les réserves monétaires qui leur font pendant sont trop faibles.

Dans une telle situation, la confiance dans la monnaie ne peut être maintenue que si la balance des revenus, tout au moins, répond immédiatement aux mesures déflationnistes par un

excédent élevé. Lorsque tel n'est pas le cas, la balance des paiements et la monnaie sont extrêmement vulnérables. Il peut suffire d'un faible passif pour entamer la confiance et déclencher ainsi une fuite vers d'autres devises, que les réserves monétaires, vu leur insuffisance, ne permettent pas d'enrayer.

Le fait que la balance anglaise des revenus réagisse de façon beaucoup moins positive à des mesures déflationnistes que les balances des autres pays industrialisés s'explique notamment par le faible volume de l'épargne anglaise. Alors que la part de l'épargne au produit national brut varie entre 20 et 30 % dans presque tous les pays européens industrialisés, elle n'est que de 17 à 18 % en Angleterre. Si l'épargne est faible, la part des investissements est faible également, tandis que la part de la consommation est élevée. Comme des mesures déflationnistes ont un effet beaucoup moins marqué sur la consommation que sur les investissements, l'efficacité d'une politique destinée à corriger le déséquilibre de la balance des paiements est nécessairement restreinte dans une économie comme celle de l'Angleterre, où le taux d'investissement est relativement bas. La lenteur de l'expansion économique britannique s'explique d'ailleurs par cette faible propension à épargner et à investir.

L'hostilité de nombreux syndicats anglais à la rationalisation du travail est aussi un facteur important à cet égard. L'attitude récente des conducteurs de locomotives en est un exemple frappant. Vu la mentalité qui règne, il faut s'attendre à ce que les syndicats répondent à une politique de déflation par un ralentissement du travail allant à l'encontre de cette politique.

La situation de la balance des paiements est devenue particulièrement critique à partir de 1963.

Dans la campagne électorale dont il est sorti victorieux, pour la première fois depuis de longues années, le parti travailliste avait choisi comme plate-forme l'abandon de la politique de déflation et des restrictions de crédit. Il annonçait, en cas de victoire, une ère d'expansion économique constante et de stabilité des prix.

Durant la campagne électorale, l'économie anglaise traversait une surchauffe qui augmenta le passif de la balance des paiements; il aurait fallu alors une bonne dose de déflation mais, vu le programme électoral de leurs adversaires, les conservateurs n'ont pas cru pouvoir prendre les mesures qui s'imposaient. Ils manquèrent ainsi la dernière occasion de dominer encore la situation en augmentant fortement le taux de l'escompte et en restreignant les crédits.

Elu grâce à son programme d'expansion économique, le gouvernement travailliste ne put inaugurer son règne en prenant les mesures qu'il avait critiquées: augmentation du taux de l'escompte et politique de déflation; il commença par freiner les importations, attisant ainsi la surchauffe. Lorsque, en fin de compte, les mesures déflationnistes devinrent inéluctables, beaucoup pensèrent que le gouvernement travailliste n'allait pas les maintenir assez longtemps et avec la vigueur voulue. Il ne pouvait, par ses propres moyens, regagner la confiance perdue; il lui fallait pour cela un vigoureux appui de l'étranger.

Ceux qui estiment chez nous que la surchauffe ne doit pas être combattue par une réduction de la demande mais par une expansion de l'activité économique feraient bien de méditer cet exemple.

La première crise qu'a subie la balance des paiements britannique sous le gouvernement travailliste a montré au monde entier la faiblesse de la situation monétaire de l'Angleterre. A partir de ce moment, le pays ne pouvait plus redresser la situation par ses propres moyens; il lui fallait le concours des principales banques centrales, et cela bien que la pression déflationniste sur l'économie se soit accentuée cumulativement à chaque détérioration de la balance des paiements. Cette pression a atteint son point culminant lorsque le gouvernement a appliqué avec courage une politique des revenus, qui constituait une des mesures les plus sévères qu'un gouvernement ait jamais prises en temps de paix. De plus, les efforts en vue d'améliorer la productivité ont été intensifiés.

Cette politique déflationniste n'a pas eu assez rapidement les effets attendus. Cela tient en partie au fait que les dépenses des pouvoirs publics n'ont guère été affectées par ces restrictions.

L'année en cours s'annonçait pleine de promesses. En effet, aussitôt après la crise de 1966, une masse importante de fonds à court terme reflua vers Londres; d'autre part, la balance commerciale et la balance des revenus s'améliorèrent. Le gouvernement britannique fut ainsi en mesure de rembourser jusqu'à la fin d'avril l'aide qu'il avait demandée aux banques centrales étrangères lors de la crise précédente. Il subsista toutefois, même si elle se trouvait réduite, une dette considérable à l'égard du Fonds Monétaire International.

Dans la suite, les Anglais, désirant relâcher un peu leur politique déflationniste, laissèrent les taux descendre si bas que des fonds quittèrent Londres, attirés ailleurs par un meilleur rendement. La balance des paiements en pâtit.

Des événements qui échappaient à l'influence du gouvernement vinrent malheureusement aggraver les difficultés économiques. C'est ainsi qu'au moment où la balance des paiements aurait pu retrouver son équilibre, la crise du Moyen-Orient provoqua des sorties de fonds massives de Londres et une détérioration de la balance commerciale. Parmi les facteurs sur lesquels le gouvernement ne pouvait guère exercer d'influence, et qui ont également concouru au développement négatif de la balance des paiements, il faut encore signaler la hausse du taux de l'intérêt sur les marchés internationaux des capitaux, la récession économique survenue en Allemagne de l'Ouest et la stagnation sur le marché américain.

Dans le pays même, la résistance à la politique de restrictions s'accroissait. Une partie de la presse anglaise menait une campagne de plus en plus vive en faveur de la dévaluation. La méfiance était donc alimentée de l'intérieur. Elle augmenta encore considérablement lorsque, dans son rapport, la commission du

Marché commun souligna avec une insistance particulière les faiblesses structurelles de la livre et que les Français firent de l'élimination de ces faiblesses l'une des conditions préalables à l'entrée de la Grande-Bretagne dans le Marché commun. Cela fut interprété comme un verdict de dévaluation.

Les premiers partisans de la dévaluation furent alors rejoints par ceux qui mettaient l'adhésion à la CEE au-dessus de tout.

La coupe était déjà pleine lorsqu'éclata encore, en octobre, une grève des dockers qui entraîna un déficit record de la balance commerciale. On ne se contentait plus de fuir la livre, on engageait contre elle une véritable spéculation.

Au début de la deuxième semaine de novembre, les banques centrales étrangères furent informées qu'à moins d'une aide internationale à moyen terme de 3 milliards de dollars, le cours de la livre ne pourrait être maintenu au-delà de la fin de la semaine. Pour le cas où cette aide ne serait pas accordée, l'Angleterre demanda aux principaux autres pays s'ils lui laisseraient le bénéfice de la dévaluation, c'est-à-dire s'ils ne modifieraient pas la parité de leur monnaie, dans l'éventualité où la livre ne serait pas dévaluée de plus de 15 %. La réponse fut affirmative, encore qu'il eût fallu écarter certaines difficultés pour obtenir un nouveau soutien du Fonds Monétaire International. Mais aucune demande formelle ne fut présentée au Fonds. En Angleterre même, la volonté de tenir faiblissait rapidement.

A la fin de la semaine critique, la livre fut dévaluée de 14,3 %. En même temps, le gouvernement arrêta un programme destiné à prévenir un relâchement de la politique d'assainissement de la balance des paiements. Les dépenses du gouvernement furent réduites d'un milliard de dollars. Le taux d'escompte fut porté de 6,5 à 8 % et les banques furent invitées à bloquer l'expansion des crédits. Enfin, il y eut des augmentations d'impôts, certains remboursements d'impôts furent supprimés, et les ventes à tempérament rendues plus difficiles. Toutes ces mesures tendent

notamment à réserver une grande part de la capacité productive pour l'exportation.

Sitôt après la dévaluation, l'Angleterre s'adressa au Fonds Monétaire International et aux banques d'émission en sollicitant des crédits stand-by d'un montant de 3 milliards de dollars. Ces crédits lui furent accordés. Des fonds importants refluèrent alors vers Londres. Ce reflux paraît maintenant avoir cessé.

Qu'ont gagné les Anglais en dévaluant la livre ? Ils ont amélioré leur capacité compétitive, ce qui devrait avoir un effet favorable sur la balance des revenus. Mais en même temps il pourrait être plus difficile, en dépit du nouveau programme de déflation, de résister aux demandes d'augmentation de prix et de salaires, rejetées jusqu'ici.

Les avantages de la dévaluation ne pourront se maintenir que si l'on intensifie les efforts en vue d'augmenter l'épargne, de rendre l'économie plus productive et de stimuler davantage l'exportation. Il faut éviter que la dévaluation ne serve qu'à reprendre haleine, et ne pas céder à ceux qui l'ont imposée parce qu'ils étaient las de la politique de déflation.

Cette dévaluation implique, pour le système monétaire international et pour la livre sterling, des désavantages dont il est encore impossible de mesurer l'étendue. Si elle n'a pas d'effets rapides et marqués sur la balance des revenus, la tendance des pays du bloc sterling à retirer leurs réserves monétaires de Londres pourrait s'accroître. La faiblesse que la livre manifeste de nouveau sur le marché des changes n'est pas de bon augure. Il faut donc espérer que la balance anglaise des revenus pourra opérer un brillant redressement, même si cela doit avoir temporairement des conséquences défavorables pour nos exportations.

La dévaluation de la livre s'est produite à une époque particulièrement tendue pour le système monétaire international.

Depuis quelques années, il est question, dans tous les

pays, de la nécessité de réformer le système monétaire actuel. Le volume et la composition des réserves monétaires jouent un rôle important pour la solution de ce problème. Beaucoup estiment que, vu la demande croissante de l'industrie, la production d'or courante ne suffira pas à couvrir les besoins monétaires. En outre, pour défendre le prestige du dollar, les Etats-Unis doivent s'efforcer d'assainir leur balance des paiements, si bien que le dollar pourrait lui aussi se raréfier en tant que moyen de réserve. Les avis divergent quant à la manière de parer à un manque éventuel de tels moyens. La grande majorité des pays sont d'avis qu'il faudrait se libérer des aléas de la production d'or et du marché de l'or, et chercher une solution dans le cadre du Fonds Monétaire. La voie a été aplanie par les décisions de la récente conférence de Rio de Janeiro. Une infime minorité voudrait revenir à l'or comme base de liquidité exclusive et préconise à cette fin une revalorisation massive. Augmenter le prix de l'or, c'est dévaluer les monnaies, et en particulier le dollar, par rapport à lui.

A Rio de Janeiro, même les rares partisans d'un retour à l'étalon-or - à l'exception, bien entendu, de l'Afrique du Sud - n'appuient pas une augmentation immédiate du prix de l'or, qui ne ferait que renforcer les tendances actuelles à l'inflation.

La dévaluation de la livre et la nouvelle de Paris, selon laquelle la France et deux autres pays n'entendaient plus participer aux opérations du pool de l'or, ont donné à beaucoup l'impression qu'un revirement allait se produire en ce qui concerne l'augmentation du prix de l'or.

Les achats d'or à des fins spéculatives augmentèrent alors massivement, stimulés encore par les nouvelles à sensation répandues par la presse, la radio et la télévision.

Comme l'or se paie en dollars, ces achats ont pris l'apparence d'une fuite hors du dollar. Vu la nervosité régnante, cela aurait pu entraver le fonctionnement du marché des euro-dollars.

Les banques des pays qui disposent d'importantes réserves de dollars ont coutume de les placer sur le marché des euro-dollars en s'assurant contre le risque de change. Dès que les frais de garantie de change absorbent le supplément de gain qui peut être obtenu sur ce marché, les placements ne sont pas renouvelés, mais retirés du marché. Les dollars sont alors convertis en monnaie nationale auprès de la banque centrale du pays créancier. Un tel retrait du marché des euro-dollars serait lourd de conséquences pour les débiteurs dont les engagements dépassent 13 milliards de dollars, selon les indications de la Banque des Règlements Internationaux.

Les derniers débiteurs et l'utilisation dernière de ces fonds ne sont guère connus. Des retraits massifs du marché des euro-dollars pourraient provoquer chez les débiteurs des difficultés de trésorerie et entraîner des réactions en chaîne incalculables. Il ne suffirait pas que les banques d'émission intéressées accordent aux débiteurs des crédits en monnaie nationale; elles devraient encore mettre à leur disposition des devises pour leur permettre de rembourser leurs dettes en dollars. Or, pour des raisons bien compréhensibles, les banques centrales sont plutôt portées à restreindre le crédit qu'à l'étendre lorsque les pertes de devises deviennent massives. Un exode de fonds du marché des euro-dollars aurait donc pu entraîner un resserrement du crédit propre à compromettre les efforts engagés pour surmonter l'actuelle récession, voire à aggraver encore celle-ci.

Il est probable que les dollars refluant vers les pays créanciers auraient été affectés pour une part à des achats d'or supplémentaires, accentuant ainsi l'inquiétude. Il a dès lors paru nécessaire de maintenir à un niveau raisonnable les frais de garantie de change pour les placements sur le marché des euro-dollars, et d'endiguer la spéculation sur l'or qui troublait de plus en plus l'ordre monétaire.

La ruée sur l'or s'est traduite principalement par d'importants achats des banques suisses. Cela tient au fait que, de-

puis des années, nos grandes banques sont les mieux organisées pour ce genre d'achats et que, dans notre pays, le commerce de l'or n'est soumis à aucune restriction légale.

C'est pourquoi, le 25 novembre, la Banque nationale a réuni les principales banques intéressées au commerce de l'or pour arrêter avec elles des mesures propres à endiguer la spéculation. Ces banques acceptèrent de suspendre les ventes d'or à terme, de ne plus accorder d'avances sur or, de dénoncer les contrats de ce genre ou de ne plus les renouveler, de ne plus vendre d'or aux banques étrangères, de renvoyer les banques d'émission directement au marché de Londres et de réduire à un montant symbolique les cessions d'or à d'autres banques suisses.

La Suisse est d'ailleurs un des principaux créanciers du marché des euro-dollars, de sorte que, dans ce domaine également, son comportement joue un grand rôle.

Le 26 novembre, les membres du pool de l'or se sont rencontrés à Francfort pour examiner la situation. Il s'agissait essentiellement de veiller à maintenir le fonctionnement du marché de l'euro-dollar. A cette fin, les banques centrales ont décidé de donner aux banques de leur pays respectif la possibilité de s'assurer à des conditions raisonnables contre les risques de change lorsqu'elles font des placements sur le marché des euro-dollars. Il fallait en outre contrecarrer la spéculation sur l'or. C'est pourquoi les participants au pool de l'or réaffirmèrent qu'ils maintiendraient le prix de l'or monétaire à 35 dollars l'once de fin et qu'une revalorisation de l'or n'entraîne pas en considération.

A cette occasion, le montant total des accords de "swaps" conclus avec les autorités monétaires américaines fut augmenté de 1,75 milliard de dollars et fixé ainsi à 6,75 milliards. Les "swaps" permettent aux banques centrales européennes de s'assurer contre les risques de change en ce qui concerne le dollar.

Les mesures des banques suisses furent vivement approuvées. Les gouverneurs des banques centrales s'engagèrent à amener

les banques de leur pays à adopter les mêmes règles.

Ces décisions et le communiqué qui les suivit ont détendu la situation. Le marché des euro-dollars fonctionne de manière satisfaisante; jusqu'à la fin de la semaine dernière, les achats d'or étaient retombés à un niveau normal. Ce n'était qu'une accalmie illusoire. Le sous-secrétaire d'Etat américain au Trésor, Deming, avait convoqué en séance, pour le 6 décembre, ses collègues du Groupe des Dix pour les entretenir d'une modalité technique du financement du pool de l'or. Bien qu'il se fût agi d'une séance secrète, la presse en donna connaissance, en divulguant les objets traités. Aussitôt, la spéculation sur l'or reprit de plus belle.

Quelques jours plus tard, M. Deming arrivait à Bâle pour prendre part à une conférence des gouverneurs des banques d'émission des pays participant au pool de l'or. Cette visite, elle aussi, fut montée en épingle par la presse. Pertinentes ou non, toutes sortes de suppositions circulèrent. Dès ce moment, malgré les dispositions prises par nos banques, la spéculation sur l'or redoubla.

Une importante réduction du déficit de la balance américaine des paiements serait incontestablement l'élément le plus propre à ramener le calme sur les marchés. Il n'est d'ailleurs guère probable que le déficit de la balance américaine des paiements et, partant, l'excédent de dollars soient un problème permanent. C'est une pénurie de dollars qu'on craignait il n'y a pas si longtemps encore. Le déficit américain n'est pas l'expression d'une faiblesse économique. La balance commerciale présente un solde actif élevé. La balance des paiements, de son côté, est grevée de dépenses qui découlent de la responsabilité assumée par l'Amérique sur le plan mondial. Ces dépenses elles-mêmes seraient toutefois couvertes par les recettes courantes, si les Américains n'étendaient pas, à ce point, leur réseau de production au reste du monde. On prétend que la capacité de production américaine à l'étranger occupe le troisième rang sur le plan mondial.

Des investissements très productifs à l'étranger font donc face au déficit américain mais, pour l'heure, ils grèvent doublement la balance américaine des paiements, d'un côté par l'exportation de capitaux à des fins d'investissement, de l'autre par une diminution des exportations de marchandises consécutive au transfert de la production à l'étranger.

Cependant, les forts investissements à l'étranger donneront lieu plus tard à des "transferts invisibles", générateurs d'excédents. Cette perspective se trouve renforcée par l'avance qu'a l'Amérique sur le plan de la science et de la technique, dans une série d'industries orientées vers l'avenir.

Dans une telle situation, il semble qu'aucun pays ne devrait se risquer à revaloriser sa monnaie par rapport au dollar, s'exposant ainsi à un surcroît de concurrence américaine, en particulier dans une période où les tendances à la récession prédominent. Les spéculations contre le dollar sont donc sans fondement.

Le gouvernement américain a réaffirmé sa ferme volonté de maintenir le prix de 35 \$ l'once de fin. Cette déclaration s'étend également au marché libre de l'or. Les Etats-Unis sont prêts à maintenir cette politique, même au cas où certains pays se retireraient du pool. Le président Johnson entend faire adopter par le Congrès un programme d'urgence qui doit réduire de moitié le déficit de la balance des paiements. Cette attitude devrait ramener le calme, dès que l'opinion publique en aura été informée.

Le problème du renchérissement

La hausse des salaires a accusé au cours des neuf premiers mois de 1967 un léger fléchissement, de 4,6 % à 4,3 %, par rapport à l'année précédente. Cette hausse représente à peu près le double du gain de productivité de la main-d'oeuvre. Dans les

arts et métiers comme dans l'industrie, le renforcement de la concurrence permettait difficilement de reporter les augmentations de salaires sur les prix, si bien que la marge de bénéfice des entreprises doit s'être considérablement amoindrie. Cela pourrait décourager encore les investissements. D'autre part, les entreprises qui n'ont pu reconstituer leur marge de bénéfice voudront se rattraper lors de la reprise de la conjoncture, ce qui ne laisse pas d'être inquiétant.

Dans notre rapport du 15 septembre 1967, nous avons souligné le rôle que l'inflation dite indiciaire, c'est-à-dire l'inflation due à l'indexation des salaires et de certains prix, jouait dans la hausse des coûts. Un autre facteur toujours plus influent de cette hausse réside dans le fléchissement de l'utilisation des capacités de production.

Dernièrement, les prix de gros ont quelque peu baissé. A partir de juin - point culminant de l'année -, le recul a été de 0,2 %. Les prix des produits indigènes ont baissé de 0,3 %, tandis que ceux des marchandises importées demeuraient stables. A fin novembre, l'indice général dépassait de 0,8 % celui de l'année précédente.

Pendant le troisième trimestre, l'indice suisse des prix à la consommation accusait une hausse de 1,3 %, contre 1 % le trimestre précédent. Le taux de renchérissement annuel a atteint son maximum en août avec 4,8 % pour reculer un peu dans la suite. A la fin de novembre, il était de 3,7 %, contre 4,3 % une année auparavant.

Nous avons exposé en détail dans notre dernier rapport du mois de septembre pourquoi, malgré l'accalmie de la conjoncture, le coût de la vie continuait de monter et de provoquer une hausse du niveau des coûts de production, alors même que la concurrence augmentait dans le secteur industriel. Nous avons souligné combien il importait de se préoccuper de l'inflation dite indiciaire, si l'on voulait éviter de mettre notre économie en difficulté.

Le fait que la Banque nationale osait s'en prendre au principe sacro-saint de la compensation intégrale du renchérissement souleva de nombreuses protestations. C'est méconnaître que toute compensation en appelle une autre et qu'elles s'annulent mutuellement. On oublie en particulier que, compte tenu des pensions et des assurances sur la vie, nos compatriotes économisent probablement au cours de leur existence, en argent, plusieurs fois le montant de leur salaire annuel. Du fait de l'inflation indiciaire, ils perdent ainsi, en définitive, davantage sur cette épargne qu'ils ne peuvent gagner grâce à la compensation automatique du renchérissement. Nous nous rendons parfaitement compte que les sacrifices que réclame la lutte contre l'inflation indiciaire ne peuvent être imposés unilatéralement aux salariés, ou aux membres les moins favorisés de notre communauté nationale. Seule une action collective permettra de réaliser des progrès. Si nous ne trouvons pas le courage d'agir et nous contentons de traiter d'insensé quiconque s'occupe de ce problème, les réalités économiques imposeront les corrections nécessaires. L'expérience montre que ce sont alors les moins favorisés qui font les frais de telles corrections. Il est urgent de mieux renseigner l'opinion, sans quoi, c'est évident, aucun progrès ne se fera.