

# Problèmes économiques et monétaires des années vingt et de la période actuelle: l'histoire se répète-t-elle?

Pierre Languetin\*

## 1. Introduction

Depuis qu'a éclaté la crise de l'endettement au début des années quatre-vingt, on évoque souvent le danger latent d'un effondrement du système financier international. Et consciemment ou non, le souvenir des années vingt et celui de la grande dépression qui en a marqué le terme hantent nos esprits. Problèmes d'aujourd'hui, l'endettement international, la chute des prix des matières premières, le protectionnisme commercial, les déséquilibres et les troubles monétaires ont laissé une empreinte profonde sur cette époque. Certes, nous savons que l'histoire ne se répète pas et qu'en l'occurrence elle ne doit pas se répéter. Les problèmes similaires qui resurgissent de temps en temps n'ont pas forcément les mêmes causes, et n'appellent pas nécessairement les mêmes solutions. Je me propose de comparer les années vingt et notre époque non seulement pour en dégager les parallèles mais surtout pour en faire sortir les points qui me paraissent les différencier fondamentalement.

## 2. L'évolution économique durant les années vingt

### 2.1 Les conséquences de la première guerre mondiale

Les dommages de la première guerre mondiale, équivalant à la destruction d'un trentième environ du patrimoine européen, ont frappé inégalement les pays belligérants, le nord de la France et la Belgique étant les plus touchés. Les traités de paix ont visé à mieux répartir le poids de ces pertes. D'importantes indemnités furent en conséquence imposées à l'Allemagne au titre

des réparations. A côté des ravages multiples causés par les hostilités, ce problème des réparations, exacerbé lui-même par l'inextricable enchevêtrement des dettes de guerre entre les Alliés, a fortement compliqué les relations internationales tant sur le plan politique qu'économique. De surcroît, les gouvernements ont eu à assainir leurs finances obérées par les dépenses militaires et à remettre sur pied un système monétaire international disloqué par le conflit.

Après l'armistice, une reprise spectaculaire de l'économie a eu lieu. Le boom des années 1919 et 1920, amplifié par les déficits publics financés par la création monétaire, favorisé par la levée du contrôle des prix et vigoureusement stimulé par les énormes besoins de rattrapage de l'après-guerre, s'est accompagné d'une forte inflation, avoisinant 20%, dans la plupart des pays. Les mesures restrictives prises alors ont stoppé brusquement l'expansion et ont précipité le monde dans la récession en 1921/22. Elles ont été d'autant plus brutales que les gouvernements espéraient ainsi stabiliser les changes et retrouver l'ordre monétaire majestueux qui régnait avant 1914.

### 2.2 Le retour à l'étalon-or

Cet ancien système en effet, celui où chaque monnaie était définie par rapport à l'or, avait disparu dans la tourmente. En 1918, seul le dollar américain avait gardé sa parité d'avant-guerre. Il jouait ainsi un rôle informel de monnaie-clé par rapport à laquelle flottaient les autres devises. Cette situation, où l'on croyait voir se refléter l'instabilité des temps, a été jugée – sans doute à juste titre – insupportable pour les économies et a justifié les mesures même les plus draconiennes pour la corriger. C'est pourquoi plusieurs pays – parmi eux la Grande-Bretagne – ont adopté, en 1920, des politiques budgétaire et monétaire restrictives, limitant

\* Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse. Exposé présenté à la Zürcher Volkswirtschaftlichen Gesellschaft, le 21 janvier 1987 à Zurich

leurs dépenses publiques et relevant leurs taux d'escompte. La livre sterling s'est alors appréciée par rapport au dollar pour se rapprocher de sa parité d'avant-guerre.

Dans ces circonstances plutôt favorables, la Conférence de Gênes, tenue en été 1922, a adopté les propositions anglaises visant à restaurer le régime de l'étalon-or. Mais par crainte d'une pénurie de métal jaune, cette conférence a autorisé la plupart des pays à constituer une partie de leurs réserves en devises elles-mêmes convertibles en or. Ainsi est né l'étalon de change-or, dont le bon fonctionnement incombait à des banques centrales indépendantes, mais travaillant en étroite collaboration. L'expression «coopération monétaire» internationale n'est donc pas une nouveauté.

Deux événements majeurs ont facilité ce retour aux changes fixes. C'étaient en 1923 la stabilisation réussie d'un mark rongé jusqu'alors par l'hyperinflation et en 1924 le succès de l'emprunt Dawes, qui allégeait le lancinant problème des réparations allemandes. A noter que cet emprunt international en faveur de la République de Weimar a déclenché un flux de fonds des Etats-Unis vers l'Europe, vers l'Allemagne en particulier, ces exportations de capitaux s'étant fortement accrues tout au long de la décennie. En 1925, la Grande-Bretagne a renoué officiellement avec sa parité d'avant-guerre. Un an plus tard enfin, dix-sept pays européens – dont la Suisse – étaient revenus à des parités-or fixes alors que la stabilisation du franc français, la seule monnaie importante qui flottait encore, n'allait pas tarder à se réaliser grâce aux efforts du troisième gouvernement Poincaré.

### **2.3 L'«âge d'or» des années vingt**

La seconde moitié des années vingt est entrée dans l'histoire comme l'âge d'or de cette décennie, l'âge des années folles. La production industrielle et le revenu national ont en effet augmenté rapidement dans la plupart des pays en partie sous l'impact d'innovations technologiques, comme l'automobile, le cinéma, la radio et même l'aviation. La reprise économique, remarquable en Europe, a été plus vive encore aux Etats-Unis

puisque, en 1929, la production industrielle américaine était deux fois plus élevée qu'en 1914. Cette expansion et la vision optimiste de l'avenir dont cette période était imprégnée s'est naturellement traduite par une forte hausse du cours des actions. En 1928, ce mouvement s'est transformé en un extraordinaire boom boursier spéculatif qui a pris fin d'une façon si dramatique un certain jeudi d'octobre 1929.

## **3. Les problèmes économiques et monétaires des années vingt**

Les origines de ce jeudi noir et de la dépression mondiale des années trente se situent précisément dans les années folles. Inaudibles sous les airs de charleston, les craquements annonciateurs de la débâcle s'amplifiaient: l'endettement international, le protectionnisme, les faiblesses fondamentales de l'étalon de change-or et les politiques monétaires contraires au bon fonctionnement de celui-ci.

### **3.1 Endettement international et protectionnisme**

L'endettement international tout d'abord. Durant la guerre, les pays d'outre-mer étaient devenus de sérieux concurrents pour l'agriculture et pour les industries traditionnelles en Europe, comme le textile et la construction navale. De plus, les Etats-Unis avaient pris une forte avance dans les secteurs de pointe de cette époque: l'automobile, l'industrie électrique et celle des machines. L'incapacité des pays européens à s'adapter aux nouvelles techniques freinait leurs exportations qui n'étaient alors plus suffisantes pour compenser leurs importations. Ce déséquilibre commercial ne pouvait être financé que par un afflux de capitaux américains dont le principal bénéficiaire fut l'Allemagne qui s'en servit non seulement pour payer une part des réparations, mais encore pour soutenir sa propre reconstruction.

Ainsi les Etats-Unis sont peu à peu devenus le premier créancier net et l'Allemagne le premier débiteur net dans le monde. En soi, cette situation n'aurait pas été préoccupante si le marché américain avait été ouvert aux produits étran-

gers. Malheureusement, les Etats-Unis, déjà peu enclins, par tradition, à importer, avaient élevé de solides barrières douanières pour se protéger de la concurrence étrangère. Dans ces conditions, les nations endettées vis-à-vis des Etats-Unis, non seulement l'Allemagne mais aussi certains Etats latino-américains, qui devaient dégager des excédents commerciaux pour pouvoir rembourser leurs dettes, ne pouvaient le faire qu'au détriment des autres pays. Comme ces derniers cherchaient eux aussi à protéger leur industrie et leur agriculture par le biais de restrictions douanières, la résorption de la dette internationale était quasiment impossible.

Et la situation était encore compliquée par l'évolution des cours des produits de base dont la baisse durant ces années a fortement désavantagé les économies exportant presque essentiellement des biens agricoles – comme l'Australie, la Nouvelle-Zélande et nombre de pays latino-américains. La balance externe de ces pays s'est continuellement détériorée et leurs réserves de liquidités internationales ont fondu. En 1929, l'Argentine a abandonné l'étalon-or, suivie un an plus tard par l'Australie – signes précurseurs des difficultés monétaires que le monde entier allait connaître. Avec le recul, on peut dire que la prospérité des années folles était, en partie tout au moins, malsaine et précaire puisque, dans de nombreux cas, elle dépendait fortement de l'afflux de capitaux américains. Lorsque cette source s'est tarie en 1929, ces économies ont été rapidement plongées dans la récession.

### **3.2 Les faiblesses de l'étalon de change-or**

Le régime d'étalon de change-or, élaboré à la Conférence de Gênes et qui a fonctionné dès 1925, était certainement une construction hybride, car, à côté de l'or, étalon ultime, il admettait non pas une mais plusieurs monnaies de réserve, le dollar, la livre et le franc français. Cette pluralité a certainement nui à la stabilité du système puisque, dès qu'une monnaie-clé tendait à faiblir, les autorités monétaires changeaient brutalement la composition de leurs réserves. Durant les années vingt, ce phénomène a particulièrement affecté la monnaie anglaise. Les banques centrales convertissaient leurs ba-

lances sterling en or ou en autres devises au moindre signe de faiblesse de la livre.

Cette difficulté inhérente à la multiplicité des monnaies de réserve n'a cependant joué qu'un rôle mineur face aux deux défauts fondamentaux qui affligeaient le système: d'une part, le mauvais choix des parités, d'autre part, le refus des banques centrales de laisser jouer les processus de rééquilibrage des balances de paiements.

En 1925, Winston Churchill, alors chancelier de l'Echiquier, avait stabilisé la livre en la ramenant à son ancienne parité-or, celle de 1817. Compte tenu des développements qui s'étaient produits entre-temps, la livre devenait une monnaie nettement surévaluée, ce qui, en défavorisant les exportations du Royaume-Uni, poussait l'économie anglaise vers le marasme ou la déflation. Rappelons que, dès ce rétablissement de la parité, Keynes lui-même mena la polémique contre la politique churchillienne qu'il jugeait inopportune et déflationniste. Les mesures autoritaires envisagées pour faire baisser le niveau des prix, en tentant de réduire les coûts unitaires de travail, rencontrèrent une vive résistance syndicale qui culmina dans la grève générale de 1926. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que, durant la seconde moitié des années vingt, alors que l'économie mondiale se portait relativement bien, la croissance économique du Royaume-Uni ait été modeste.

La surévaluation de la livre était encore aggravée par la sous-évaluation du franc français. Ce dernier en effet avait été de facto stabilisé en 1926 au cinquième de sa parité-or d'avant-guerre. En conséquence, la France voyait ses exportations se redresser, sa balance des comptes devenir excédentaire et ses avoirs en livres auprès de la Banque d'Angleterre s'accroître. En raison de ce choix des parités, les déséquilibres externes tendaient alors à se creuser. Cependant que les fortes sorties de capitaux finançaient le déficit structurel allemand, les Etats-Unis, comme la France, affichaient un surplus de balance externe alors que la Grande-Bretagne était déficitaire.

### **3.3 Politique monétaire, politique de change et coopération monétaire**

Ces déséquilibres auraient pu être corrigés si les autorités monétaires des grands pays avaient observé la règle de l'étalon de change-or selon laquelle les pays excédentaires laissent leur masse de monnaie et, par conséquent, leurs prix intérieurs s'élever, les pays déficitaires acceptant la chute des prix domestiques. Durant les années vingt, au contraire, les banques centrales neutralisèrent systématiquement l'impact sur la quantité de monnaie nationale des variations de leurs réserves causées par des balances externes déséquilibrées.

Cette critique s'adresse en premier lieu au Système de Réserve Fédérale qui, en dépit d'un fort afflux d'or, n'a pas laissé croître la masse monétaire américaine mais a choisi, pour des raisons de politique économique intérieure, de stériliser les entrées de métal jaune par des opérations d'open market. En empêchant ainsi le relèvement du niveau des prix outre-Atlantique, il favorisait artificiellement le maintien du surplus externe des Etats-Unis et poussait les autres pays à suivre des politiques plus déflationnistes qu'il n'était nécessaire.

Il est aussi courant d'attribuer l'échec de l'étalon de change-or au manque de collaboration entre les banques centrales. L'opinion sur ce point doit être plus nuancée. La coopération entre autorités monétaires a bien joué entre 1919 et 1925 lorsqu'il s'est agi de stabiliser les monnaies européennes. Malheureusement, vers la fin des années vingt, quand les difficultés ont surgi et qu'il aurait fallu prendre des mesures communes pour assurer la stabilité des changes, ces mesures ont paru inconciliables avec les objectifs économiques intérieurs, car, en dépit de leur indépendance, consacrée par la Conférence de Gênes en 1922, les banques centrales n'avaient pu se soustraire aux pressions politiques.

C'est ainsi que l'Angleterre était alors aussi peu encline à resserrer une politique monétaire déjà restrictive que les Etats-Unis et la France ne l'étaient à assouplir la leur. Les gouvernements et les banques centrales redoutaient en fait de faire supporter à leurs économies les coûts inévi-

tables du rétablissement de l'équilibre externe, tout en exigeant que les autres prennent les mesures d'ajustement nécessaires. Dès lors, les déséquilibres s'accumulèrent; le premier grain de sable tombant dans la machine pouvait déclencher à tout moment une catastrophe.

## **4. La dépression des années trente**

### **4.1 La crise américaine**

La machine en fait commença à se gripper dès le premier semestre 1929 durant lequel l'expansion atteignit son apogée dans la plupart des pays. Aux Etats-Unis, la croissance de la production industrielle faiblit à ce moment-là: signe certain d'un ralentissement conjoncturel, signe avant-coureur peut-être d'une récession, qui s'est transformée en dépression à une vitesse que l'on est encore en mal d'expliquer. S'il n'a pas déclenché la crise, l'effondrement des cours à Wall Street a sans doute joué un rôle en la renforçant et en l'accéléralant.

D'après Friedman et Schwartz, la vraie raison de la grande dépression américaine tient à la politique monétaire beaucoup trop restrictive que le Système de Réserve Fédérale a menée entre 1929 et 1933. La passivité des autorités monétaires face aux faillites bancaires qui ont touché le pays en trois vagues successives – en octobre 1930, en mars 1931 et en mars 1933 – fut le facteur décisif. Près de 10 000 banques ont fait banqueroute à ce moment-là; elles représentaient environ un cinquième du total des dépôts bancaires. Les faillites ont non seulement engendré des pertes en capital; elles ont surtout provoqué une forte contraction de la masse monétaire. Selon ces économistes, l'absence de réaction de la Réserve Fédérale s'explique en partie par le conflit interne qui opposait les activistes de la Federal Bank de New York et les conservateurs du Board à Washington.

### **4.2 Extension de la crise**

A la fin des années vingt, le boom boursier outre-Atlantique avait quasiment tari le flux des capitaux américains vers l'Europe, ce qui a obligé les

banques centrales européennes, la Reichsbank en particulier, à relever les taux d'intérêt. En conséquence à partir de 1929 la situation économique s'est rapidement dégradée en Europe, et notamment en Allemagne. La faillite du Creditanstalt autrichien en mai 1931 a marqué le début de la crise financière qui se propagea rapidement à d'autres pays, touchant tout d'abord les banques allemandes. Durant l'été, plusieurs instituts d'émission, dont le nôtre, suivirent l'exemple de la Banque de France et demandèrent la conversion en or de leurs avoirs en livres. La Banque d'Angleterre fut alors contrainte, le 21 septembre 1931, de suspendre la convertibilité de sa monnaie et de dévaluer celle-ci de 30%. Cette dévaluation sonna le glas de l'étalon de change-or qui n'avait duré que six ans. Lors de la Conférence économique mondiale tenue en juin 1933 à Londres, les efforts internationaux pour lutter contre la crise achoppèrent sur la question monétaire et, jusqu'en 1939, la coopération internationale et le libre-échange firent place à la course aux dévaluations, au protectionnisme et au bilatéralisme commercial.

## 5. L'histoire se répète-t-elle?

Les événements qui ont caractérisé la grande dépression – le chômage massif, la déflation, la chute du niveau de vie et les faillites bancaires – ont ébranlé la confiance dans les mécanismes d'ajustement automatique des économies. Les interventions de l'Etat pour stabiliser la conjoncture sont devenues populaires et, conséquence normale, les moyens d'intervention de la politique économique ont été renforcés un peu partout. Sur le plan international, en particulier, la Conférence de Bretton Woods en 1944 a mis en place un régime de changes fixes qui devait empêcher la course aux dévaluations des années 30 et la prise de mesures protectionnistes destinées à redresser les balances courantes. Pour ce faire, le Fonds monétaire international a été institué avec pour tâche essentielle de surveiller l'application des mécanismes de stabilisation des changes et d'octroyer des crédits aux pays confrontés à des difficultés de paiements extérieurs. Si, en 1947/48, la Conférence de la Havane n'a pas réussi à créer un système généralisé de libre-échange, elle a du moins permis la

naissance du GATT dans le cadre duquel plusieurs rounds de négociations douanières ont été menés à bonne fin.

Après la deuxième guerre mondiale, l'essor économique général et la foi dans le succès des politiques anticycliques ont peu à peu estompé le souvenir de la grande dépression. Etant donné les leçons des années vingt et trente, on estimait impossible, en effet, qu'une telle catastrophe économique puisse se reproduire. Si les deux chocs pétroliers avaient certes déjà remis en cause les possibilités d'une croissance continue des économies, ce n'est qu'en 1982, quand la crise de l'endettement a éclaté, que la vulnérabilité du système économique international tant réel que financier est redevenue perceptible. Nous sommes conduits aujourd'hui à prêter une attention croissante à une série de dangers comme, par exemple, l'accumulation des déficits américains, la résurgence des pressions protectionnistes et le risque d'une baisse exagérée du dollar, qui pourrait freiner la reprise économique en Europe et y accroître un chômage déjà élevé.

Les déséquilibres économiques actuels s'apparentent sur des points essentiels à ceux des années vingt. Est-ce une raison suffisante pour craindre une dépression mondiale et l'écroulement du système financier international? Je ne le pense pas et cela pour trois raisons. Premièrement, les enseignements du passé, ceux des années vingt en particulier, ne sont pas totalement oubliés comme on l'a vu lorsque le problème de l'endettement – véritable épée de Damoclès – a surgi. Deuxièmement, aux solutions dogmatiques, on préfère aujourd'hui des voies plus pragmatiques comme l'ont montré les discussions qui ont suivi l'effondrement du régime de Bretton Woods. Troisièmement, enfin, la politique monétaire actuelle des pays industrialisés est plus éclairée, plus prudente et plus rationnelle qu'elle ne l'était alors.

Le problème de l'endettement international actuel est sans doute plus périlleux que celui des années vingt. A vrai dire, les deux situations ne sont guère comparables puisque, de nos jours, il n'est question ni de dette de guerre, ni de réparations. Les dettes d'alors étaient avant tout inter-étatiques, de sorte que les pertes dues aux

cessations de paiement grevaient le budget des Etats sans affecter directement le système bancaire. Quant aux dettes internationales privées, celles des Allemands en particulier, elles résultaient surtout d'emprunts obligataires en devises, placés principalement sur le marché américain. L'investisseur était donc seul à supporter les éventuelles difficultés de paiement du débiteur, les banques n'étant pas directement impliquées. Aujourd'hui, en revanche, l'endettement est dangereux parce que les crédits bancaires prédominent. En conséquence, si des suspensions de paiement devaient se produire, elles pourraient potentiellement ébranler la confiance en la solvabilité des banques et menacer par là la solidité du système financier mondial lui-même.

Quelle que soit la nature des dettes internationales, nous devons toujours garder à l'esprit deux des leçons que nous ont enseignées les années vingt. La première, c'est que l'arrêt brutal des entrées de capitaux – comme l'Allemagne l'a subi à la fin de cette décennie-là – peut plonger un pays endetté dans de sérieuses difficultés et engendrer une réaction en chaîne mettant en péril le système bancaire tout entier. Dans la situation actuelle, ce danger a pu être écarté grâce à l'action des institutions internationales, comme le Fonds monétaire et la Banque des Règlements Internationaux, qui ont coordonné la consolidation et l'octroi de crédits aux pays en difficulté. La deuxième leçon, c'est qu'une solution à long terme au problème de l'endettement est subordonnée à la réalisation d'excédents commerciaux par les pays endettés, ce qui présume que ceux-ci connaissent une croissance économique suffisante. Il semble, hélas, que ce lien n'est pas suffisamment reconnu vu que la tendance au protectionnisme se renforce. Ce phénomène constitue non seulement une sérieuse menace pour le libre-échange mondial, mais il ne fait que rendre plus compliquées encore les solutions au problème de l'endettement.

L'histoire de l'après Bretton Woods illustre l'attitude actuelle plus souple et plus pragmatique des gouvernements et des banques centrales. Le régime des changes fixes instauré en 1944 a officiellement duré vingt-sept ans. C'est en 1971 en effet que les Etats-Unis ont suspendu la con-

vertibilité-or du dollar, marquant de manière formelle la fin du système de Bretton Woods. Ce dernier a capoté pour la même raison que l'éta- lon de change-or des années vingt, à savoir le refus ou l'incapacité des pays, des pays à monnaie de réserve en particulier, de respecter les règles afférentes au régime des changes fixes, qui gênaient leurs objectifs de politique intérieure. Mais, contrairement à ce qui s'est produit après la première guerre mondiale, on n'a pas essayé durant les quinze dernières années de restaurer l'ancien système monétaire international bien que les espoirs mis dans le flottement des monnaies ne se soient pas, et de loin, tous réalisés. Les changes sont restés extrêmement variables, non seulement en termes nominaux, mais aussi en termes réels – c'est-à-dire en valeurs corrigées des différences d'inflation –, forçant par là de nombreuses industries à de profondes et coûteuses restructurations.

Le maintien des changes flexibles s'explique principalement par la volonté de ne pas répéter les expériences décevantes faites sous le régime précédent. Pour qu'un système de changes fixes fonctionne correctement et sans révisions trop fréquentes des parités, certaines conditions préalables doivent être remplies qui ne le sont pas à l'heure actuelle. Tout d'abord et principalement, tous les grands pays doivent suivre des politiques économiques axées sur la stabilité, sur celle des prix en particulier. De plus, il manque un chef de file pour conduire la réforme comme l'Angleterre l'a fait après 1918 et les Etats-Unis après 1945. Au lieu de recourir à de grandes conférences monétaires internationales, dont l'utilité paraît faible, on met de nos jours beaucoup plus l'accent sur une meilleure coordination des politiques économiques. Sans doute, une zone monétaire régionale peut-elle contribuer à la stabilité des changes. Le Système monétaire européen a fonctionné jusqu'à maintenant de manière satisfaisante, lors même que les événements les plus récents ont mis en lumière les difficultés que ne manquerait pas de connaître la mise en œuvre d'un tel système sur le plan mondial. Une grande partie des problèmes monétaires internationaux actuels disparaîtrait si les Etats-Unis, en tant qu'économie dominante, menaient avec succès et continuité une politique économique visant à la stabilité des prix et à

l'équilibre tant externe que budgétaire. Les autres pays seraient alors plus susceptibles et mieux en mesure de rétablir une parité stable sinon fixe entre le dollar et leur monnaie.

Mais une telle évolution nécessitera des politiques monétaires cohérentes. Depuis le passage aux changes flexibles, mais surtout depuis le deuxième choc pétrolier, stabiliser les prix est devenu dans la plupart des pays l'objectif primordial des autorités monétaires. Ce n'est donc pas par hasard que le renchérissement a fortement diminué ces dernières années dans les pays de l'OCDE et que les écarts d'inflation importants qui séparaient les principales économies occidentales tout récemment encore se sont resserrés.

Comparée à celle des années vingt, la nature de la politique monétaire a très nettement changé. D'une part, les relations qui lient la monnaie, les prix et l'activité réelle sont mieux comprises aujourd'hui qu'elles ne l'étaient alors. D'autre part, ces meilleures connaissances théoriques ont été partiellement incorporées dans la conduite pratique des politiques monétaires actuelles. Aujourd'hui, il serait par exemple impensable qu'une banque centrale déclenche ou tolère une contraction monétaire aussi importante que celle qui s'est produite outre-Atlantique au début des années trente. Dans ces conditions, les craintes parfois exprimées ces derniers temps de voir le monde tomber dans une nouvelle déflation ne sont manifestement pas fondées. A cela s'ajoute l'habitude prise par les banques centrales de publier leurs objectifs monétaires, ce qui rend leur politique plus transparente et permet aux médias et à l'opinion publique de scruter, de commenter et, à l'occasion, de critiquer l'action des autorités monétaires.

Cette observation s'applique également à la Banque nationale. La prospérité de la Suisse dépendant fortement de la capacité concurrentielle de son économie, et notamment de ses secteurs d'exportation, il est essentiel que notre politique monétaire soit compréhensible et comprise au regard à la fois de l'objectif de stabilité des prix et de son effet probable sur le cours du franc. Reconnaissons cependant que les critiques n'ont pas toujours la tâche facile. En 1984

et 1985, face à une inflation qui restait élevée, la crainte de nous voir suivre une politique trop expansive a été souvent exprimée. La faiblesse relative du franc sur le marché des changes semblait donner quelque substance à cette opinion. En 1986, au contraire, notre action était jugée trop restrictive et susceptible de pousser à une appréciation généralisée de notre monnaie, et cela d'autant plus que, l'an dernier, plusieurs pays industrialisés, dont la République fédérale d'Allemagne, ont dépassé parfois largement leurs objectifs monétaires. Dans l'ensemble, ces jugements ont été démentis par les faits puisque les taux d'inflation ont baissé et le franc est resté stable sauf, pour des raisons évidentes, vis-à-vis du dollar.

Qu'en sera-t-il à l'avenir? Poursuivant sur sa lancée, la Banque nationale s'est fixé pour objectif en 1987 une croissance de la monnaie centrale ajustée de 2%, ce qui devrait garantir la stabilité à long terme des prix en Suisse, tout en laissant à notre économie une marge de manœuvre suffisante à son expansion. En soi, la politique monétaire ne devrait pas être une source d'altération du cours de notre monnaie ni dans un sens ni dans l'autre.

De nouvelles perturbations ne sont cependant pas exclues sur le marché des changes. Comme on a pu l'observer une nouvelle fois au début de cette année, la dépréciation du dollar se répercute d'une manière différenciée suivant les devises. Et bien que cette dépréciation ait des effets négatifs sur une partie substantielle de nos exportations, il est encourageant de constater que, contrairement à ce qui s'était passé en 1978, le franc suisse ne s'est pas apprécié vis-à-vis des autres monnaies fortes telles que le mark allemand, le florin ou le yen. Les chances sont bonnes qu'il en soit ainsi à l'avenir et les risques demeurent limités que la Banque nationale soit contrainte, comme en 1978, d'abandonner temporairement son objectif monétaire intérieur. A mon avis, rien ne permet actuellement de croire que l'un quelconque des grands pays industrialisés ait renoncé à sa lutte contre l'inflation. Néanmoins, au moment où elle a publié son objectif de croissance monétaire pour 1987, la Banque nationale s'est de nouveau déclarée prête à en dévier en cas d'événements impré-

vus. Toutefois, nous ne sommes pas prêts à relâcher notre politique au moindre orage sur le marché des changes ou à intervenir à la moindre appréciation du franc.

Il a été dit récemment que les catastrophes économiques tendent à se reproduire tous les 60 ans. Après ce laps de temps en effet, la génération qui a connu la dernière crise est éteinte et la société tout entière moins sensible aux signes avant-coureurs de crise. Si c'était le cas, le monde économique aborderait maintenant des terres dangereuses. Cependant, toutes les leçons du passé n'ont pas été oubliées, comme le montre le comportement actuel des autorités monétaires face à la crise de l'endettement. Elles se souviennent de l'entre-deux-guerres et elles savent qu'elles doivent veiller avant tout à la stabilité du système bancaire et financier tant national qu'international. D'un autre côté, leur attitude plus pragmatique face aux problèmes posés par le système monétaire international semble être aussi un héritage de ce temps-là. La priorité donnée à la lutte contre l'inflation, condition essentielle de la stabilité des changes, constitue un grand progrès. Nous savons cependant que la victoire définitive n'est pas encore ac-

quise, qu'elle ne le sera jamais et que la situation actuelle recèle des périls certains.

Dans le domaine du commerce extérieur en particulier, on paraît malheureusement avoir oublié les leçons du passé. J'en veux pour preuve le retour menaçant et grandissant du protectionnisme. Le développement fulgurant des mouvements de capitaux et des transactions financières n'est sans doute que partiellement justifié par les nécessités de l'économie réelle et il comporte des dangers dont nous ne pouvons totalement mesurer ni l'ampleur ni la portée.

Le rappel des développements historiques ne répond pas seulement à la curiosité de l'esprit. Il correspond à un besoin fondamental. Il doit permettre à la mémoire longue de l'emporter sur les considérations à court terme. Si comparaison n'est pas raison, si le rapprochement de la situation actuelle de celle des années vingt n'est pas pleinement pertinent, il nous rend au moins attentifs aux problèmes et aux périls de l'heure. Il peut même nous aider à éviter de répéter les erreurs si funestes du passé. Quant à la possibilité d'en commettre de nouvelles, notre liberté d'action reste entière.