

## Les mouvements des salaires et de la balance des paiements dans les récentes expériences italienne et internationale (\*)

1. - Durant le quart de siècle qui s'est écoulé depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, il ne s'est donné en aucun pays, sauf peut-être la petite Hollande, un cas d'augmentation de la demande monétaire, qui ait été maîtrisé sans dévaluation, de dimensions comparables à celui dont l'Italie fit l'expérience en 1962-63. S'il est vrai que cette expérience ne présente pas un intérêt spécial au point de vue des armes et des stratégies déployées dans la bataille, elle est importante par la force de l'attaque qui fut repoussée.

Je ferai une courte description de deux parmi les mouvements cycliques qui me semblent avoir été les plus marqués sur le continent : ceux des Pays-Bas en 1963-64 et de l'Allemagne en 1965-66. Je m'occuperai ensuite du mouvement italien de 1962-63, à la lumière d'une analyse sommaire des rapports entre liquidité et revenu.

2. - L'expansion de la demande monétaire qui se produisit aux Pays-Bas au cours des deux années 1963-64 fut d'une ampleur comparable à celle de l'Italie en 1962-63 : 31 pour cent aux Pays-Bas, 33 pour cent en Italie. Pour l'année 1964 prise isolément, elle fut aux Pays-Bas de 19 pour cent, contre un maximum italien de 17 pour cent en 1963. On reste surpris de rencontrer des mouvements si violents dans un pays bien réglé, qui avait revêtu de formes institutionnelles le concert entre les partenaires sociaux au sujet de la fixation des salaires, et dans lequel la création de liquidité était régie par une analyse scientifique des impulsions monétaires plus poussée qu'ailleurs. L'explication de ce paradoxe réside en partie au moins dans les influences extérieures.

---

(\*) Communication présentée à la Société d'économie politique, Paris, 25 mars 1969.

L'évolution des salaires réglementés aux Pays-Bas au cours des années précédentes n'avait pas entièrement suivi l'expansion de la demande globale, celle-ci étant formée en partie importante par l'exportation nette, qui dans la moyenne annuelle de 1958-1963 fut égale à 2,7 pour cent du produit national: niveau très élevé, quoique décroissant dans le temps. En plus, les salaires hollandais étaient inférieurs en termes absolus à ceux des pays limitrophes; de sorte que la tendance au nivellement qui s'exerçait par le commerce international était renforcée par l'influence plus directe du mouvement des travailleurs. La réglementation officielle fut d'abord détournée par le marché noir de la main-d'oeuvre et dut ensuite se rendre elle-même aux réalités de la situation par l'octroi, en octobre 1963, d'une augmentation de 10 pour cent en deux étapes rapprochées, l'introduction d'un salaire minimum et la faculté de stipulations plus avantageuses au niveau des entreprises. L'augmentation du coût du travail par personne occupée de 1963 à 1964 se chiffrà finalement à 17 pour cent.

Le solde des transactions courantes de la balance des paiements, exprimé en pourcentage du produit national, tomba de +0,7 à -1,2. Ce mouvement assez limité par rapport à l'expansion globale de la demande monétaire et plus spécialement à la poussée des salaires semble devoir s'expliquer par un facteur externe, c'est-à-dire par l'étendue internationale de cette poussée, et par deux facteurs internes: l'élasticité de l'offre et la haute propension à l'épargne des ménages. Calculée sur la même base que pour les Pays-Bas, l'augmentation des coûts du travail dans l'industrie fut en 1964 de 9 pour cent en Allemagne, 8 en France, 12 en Italie, 7 au Royaume-Uni.

Le produit national augmenta de 8 pour cent en termes réels. La demande additionnelle se dirigea pour plus de deux cinquièmes vers l'investissement, surtout dans le bâtiment, les travaux publics et les stocks. La propension marginale à la consommation tomba en 1964 au niveau très bas de 0,6.

La balance des paiements des Pays-Bas enregistre des mouvements importants de capitaux à long terme dans les deux sens; en 1962 et 1963, les deux courants s'étaient à peu près compensés. Le *boom*, le drainage de liquidité dû au déficit courant qui l'accompagna, l'augmentation conséquente des taux d'intérêt, causèrent une assez large importation nette de fonds à long et court terme (700 millions de florins), de sorte qu'aucun effet restrictif de la liquidité ne résulta des transactions extérieures prises dans leur ensemble. La création intérieure de liquidité fut plus large qu'en 1963, surtout à

cause de l'expansion dans le déficit de liquidité du secteur public, si bien que finalement la liquidité globale s'accrût de 9,5 pour cent.

Ce taux de création de liquidité fut à peu près maintenu en 1965. Et même au cours des années qui ont suivi, les autorités des Pays-Bas semblent avoir décidé que la sagesse pour un pays consiste à tenir le pas avec le taux d'inflation moyen de ses partenaires commerciaux. Si l'économie de ce pays se trouve heureusement être en forte expansion réelle, la marge d'inflation est assurée en augmentant encore plus vite le volume de la demande monétaire. Celle-ci, aux Pays-Bas, s'accroît depuis 1964 à un rythme assez stable de 10 pour cent par an. Les excédents de la balance des paiements ont disparu.

3. - Depuis 1960, le taux d'expansion de l'économie allemande a nettement ralenti, en termes réels, par rapport à la décennie précédente: de 7,5 pour cent par an au cours de la période 1951-1960, il est tombé, entre 1961 et 1968, à 4,5 pour cent. La limite au développement de la capacité de production s'est trouvée plutôt dans l'offre de main-d'oeuvre que dans celle de l'épargne-investissement. Le niveau des investissements est demeuré haut, quoique la difficulté de l'opinion allemande à s'accommoder de l'inflation rampante ait causé un transfert important de ressources vers l'étranger par l'exportation nette. Mais la force de travail n'a progressé qu'en faible mesure (500 mille unités de 1961 à 1965) et seulement par l'immigration de main-d'oeuvre étrangère (900 mille unités dans les cinq ans). Depuis 1965, la force de travail et le nombre des salariés ont fléchi.

Une économie est sensible à l'inflation en raison *grosso modo* inverse de son expansion réelle, puisque il appartient à celle-ci d'absorber la demande excédentaire. (Entre autres exemples, l'Angleterre semble témoigner cette relation.)

Sur l'arrière-plan d'un essor réel moins vif, vers 1964-65 la demande monétaire devança de beaucoup l'offre réelle. Celle-ci subit en 1965 les contraintes d'une mauvaise récolte agricole, d'une réduction des horaires de travail et d'un abaissement de productivité causé par la thésaurisation de la main-d'oeuvre. Du côté de la demande monétaire, la situation fut marquée par une expansion procyclique du déficit du secteur public. La liquidité créée par le financement du déficit, s'ajoutant à la liquidité excédentaire dont disposaient les banques au début de l'emballement, allongea dans le temps la dis-

tance de freinage des mesures restrictives adoptées par la Bundesbank : réduction des contingents de réescompte, augmentation des taux appliqués au réescompte, aux avances sur titres et aux transactions de marché ouvert. Cette action sur les taux du marché monétaire propagea ses effets au marché des capitaux. En présence d'une hausse simultanée du coût du travail et du capital, la demande d'investissements dans le secteur privé fléchit. Une réduction des investissements du secteur public fut décidée en automne.

Mais — de l'aveu même de la Bundesbank — la force curative majeure fut celle de l'importation nette de biens et services, égale dans l'année à 6,2 milliards de DM (contre une exportation nette d'un milliard de DM en 1963 et de 500 millions en 1964). L'effet restrictif exercé par le déficit courant sur la liquidité intérieure fut compensé pour  $\frac{3}{4}$  par l'entrée de capitaux; mais l'effet d'expansion de l'offre réelle dû au revirement de la balance courante fut égal à presque 2 pour cent du produit national, et d'autant plus efficace que l'importation additionnelle se concentra dans les secteurs des produits finis (+ 30 pour cent) et des denrées alimentaires (+ 20 pour cent).

La République Fédérale, que le reste du monde a la plupart du temps contaminée d'inflation, faisait pour une fois importation de stabilité, en provenance surtout de deux pays qui se trouvaient en phase de basse conjoncture: la France augmentant ses ventes de 25 pour cent, l'Italie de 47.

Vers la moitié de 1966, l'équilibre extérieur était rétabli; mais l'ajustement alla trop loin, et aboutit au recul productif de 1967. Un nouveau cycle expansif avec surchauffe est maintenant en cours.

4. - Dans les deux expériences que je viens d'esquisser, il est certain que des facteurs spécifiques aux économies en cause, ainsi que l'état de la conjoncture internationale, aidèrent au redressement de la situation extérieure. La persistance et l'ampleur des excédents de balance des paiements avant la surchauffe, et les réévaluations de 1961, témoignent de la compétitivité des deux économies. Grâce à la forte position de réserves ainsi acquise, la confiance dans les deux monnaies ne fut pas ébranlée; si bien que la tension sur la liquidité et les taux d'intérêt fut allégée par l'entrée de capitaux. Un fort potentiel d'expansion était assuré, aux Pays-Bas comme en Allemagne, par les taux élevés d'investissement et les gains de productivité. Mais les deux pays ont pu maintenir dans le moyen terme, sans préjudice

pour l'équilibre extérieur, un taux d'expansion encore plus élevé en termes monétaires, en raison de l'inflation rampante dans le reste du monde, et des déficits extérieurs chroniques des deux grands pays anglo-saxons.

5. - Même à défaut de conditions spécialement favorables, le *modus operandi* d'une économie ouverte, avec taux de change fixe, dégage des forces équilibrantes qui, en l'absence d'interventions perverses des autorités, sont aptes à résorber l'excès de demande.

Je voudrais vous présenter en raccourci une interprétation de ces mécanismes, pour m'en servir dans l'examen de l'Italie.

Dans l'hypothèse la plus simple, que les transactions se déroulent entre deux agents, entreprises et ménages, et que la masse des salaires demeure égale dans le temps, une situation donnée de rémunération du capital et de l'entrepreneur se maintiendra à condition que les ménages dépensent auprès des entreprises, au cours de chaque période de production, les revenus qu'ils ont tirés des entreprises mêmes sous la forme de salaires, intérêts et profits dans la période précédente. Cette condition n'est pas remplie s'il y a une thésaurisation du billet.

On s'approche du réel en introduisant les autres agents économiques. Le schéma des comptes de la nation française les désigne par les noms d'administrations, institutions financières, étranger. Le réseau de rapports qui s'établit entre les secteurs, ainsi qu'à l'intérieur de chaque secteur, n'assure pas que la totalité du pouvoir d'achat créé au cours d'un cycle de production au sein des entreprises nationales se traduise en demande de leurs produits. S'il y a déperdition dans le circuit, la rentabilité des entreprises en souffre et peut même s'annuler.

En économie ouverte la déperdition plus fréquente est vers l'étranger. Si un pays importe plus qu'il n'exporte, une partie du pouvoir d'achat qui s'était formé à l'intérieur, égale à l'excédent d'importation, est capturée par l'étranger.

La déperdition peut être due à l'exportation nette de capitaux: entre les transactions courantes et les mouvements de capitaux on pourra avoir compensation ou cumulation d'effets.

Elle prend naissance dans les transactions du secteur public, chaque fois que les recettes tirées de l'impôt et de l'endettement à moyen et long terme excèdent la dépense.

Enfin, l'activité des institutions financières (autres que la banque centrale) peut elle-même exercer une ponction sur le flux de revenu

si une partie des ressources intérieures qui se dirigent vers ces institutions est utilisée pour réduire l'endettement vers la banque centrale ou pour placer des fonds sur le marché monétaire international. Dans les deux cas, il y aura à l'intérieur un effet multiplicatif dû à la destruction de base monétaire.

Bref, on peut formuler quatre hypothèses majeures dans lesquelles le circuit des revenus est imparfait, dans le sens que, même en dehors de toute augmentation des salaires, les entreprises nationales tirent de leurs ventes sur le marché intérieur et à l'étranger un produit insuffisant à maintenir intactes les marges bénéficiaires préexistantes. Cette insuffisance résulte de l'une ou de l'autre des déperditions suivantes: 1) thésaurisation du billet par le public; 2) destruction de base monétaire par les banques; 3) excédent budgétaire; 4) déficit dans la balance des paiements de base.

6. - Ces conclusions doivent être adaptées aux conditions de croissance. Celles-ci demandent une création nette de liquidité, qui, dans l'hypothèse de constance des prix et du rapport entre avoirs liquides et produit national, devra se faire au même taux que la croissance réelle visée.

Si le budget et la balance des paiements sont en équilibre, la création requise de liquidité a lieu par l'endettement des entreprises auprès des banques et de celles-ci auprès de la banque centrale. Une partie de la liquidité additionnelle s'écoule vers les ménages; à l'actif du bilan des entreprises elle est remplacée par l'accroissement des produits en cours de fabrication et des stocks que la croissance entraîne. L'absorption de liquidité par les ménages, dans les limites que je viens de tracer, ne fait pas d'obstacle à la continuation de la croissance. Dans ces conditions, il peut souvent suffire d'une décélération dans le taux de la création de base monétaire par la banque centrale pour qu'un excédent de demande monétaire soit résorbé par la croissance.

L'ajustement est moins aisé si la demande monétaire augmente plus vite que l'offre réelle par activation de liquidités préexistantes, ou par financement du déficit budgétaire. Pour réaliser la résorption de l'excès de demande dans ces conditions, un arrêt dans la création résiduelle de liquidité, plutôt qu'une simple décélération, peut se révéler indispensable.

La sévérité de cette conclusion descend de l'hypothèse d'équilibre de la balance des paiements. Mais pour un pays à taux de change

fixe, et doué de réserves, une partie de l'excès de liquidité est épongée par le déficit extérieur, ce qui réduit d'autant la restriction requise à la banque centrale. La demande excédentaire déborde vers le reste du monde et est absorbée par l'importation nette, qui détruit une partie de la liquidité d'origine intérieure. Il est presque normal que pendant cette phase la banque centrale laisse jouer le resserrement qui en résulte dans la liquidité du marché, sans le rendre plus grave par une restriction dans sa propre création de liquidité intérieure.

Cette analyse assigne à l'expansion de l'offre intérieure et à l'importation nette une primauté sur l'intervention de la banque centrale et du Trésor dans la réduction des poussées inflationnistes. Elle s'adapte à l'expérience de l'Allemagne et des Pays-Bas que j'ai mentionnée, mais elle est surtout fondée sur celle de l'Italie.

7. - Au cours des trois années de 1959 à 1961 la production industrielle et plus généralement le produit national marquèrent en Italie une expansion rapide et soutenue, dans un cadre de stabilité monétaire presque absolue. L'expansion moyenne du produit national fut proche de 7 pour cent en termes réels, le taux annuel d'augmentation des prix (déflateur du GNP) de 1,5 pour cent seulement. Le taux de variation des gains horaires dans l'industrie fut un peu inférieur à 5 pour cent; et cela en présence d'un rythme d'expansion de la production industrielle égal à 12,5 pour cent. Compte tenu de la variation de l'emploi, il ressort que le coût du travail par unité produite baissa d'environ 10 pour cent en trois ans. En partie à cause de cette baisse des coûts, l'expansion productive semble avoir été guidée par l'exportation; en effet, les postes courants de la balance des paiements se sont soldés en moyenne, ces trois ans, par un excédent égal à 1,6 pour cent du produit national, et le rapport des exportations de biens et services au produit national a augmenté de 14 pour cent en 1959 à 16 en 1961. C'est surtout pour ces trois ans qu'on est fondé à parler de miracle économique. Mais les moyennes que je viens de citer, par souci de brièveté, sont quelque peu artificielles, car l'évolution des données annuelles montre qu'une tension croissante s'instaurait dans la situation monétaire et productive.

Vers 1962, le système était proche du plein emploi des capacités de production, surtout dans les secteurs, tels que la chimie et la sidérurgie, qui devaient faire face à une demande plus dynamique. La situation du marché du travail ressentait le rythme élevé des embauchages au cours de 1960-61, la demande de forces de travail en

provenance du reste de l'Europe, et les déséquilibres intérieurs entre régions. En présence de cette situation assez nouvelle, le monde du travail semble avoir pris une vue plus exigeante de ses droits, et cela dans la fonction publique aussi bien que dans le secteur privé. En même temps, la situation politique évoluait vers la participation des socialistes à l'exercice du pouvoir, qui se réalisa en deux étapes: abstention bienveillante ou appui extérieur au gouvernement à partir de février 1962; présence active en décembre.

La première brèche dans le front du patronat fut ouverte en février avec une augmentation moyenne de 14 pour cent dans l'industrie textile, où le contrat en échéance datait de 1959 et qui subissait l'effet du resserrement de l'éventail des salaires, surtout par l'amélioration relative de la rémunération de la main-d'oeuvre féminine. Au mois de mai, les traitements furent augmentés de 24 pour cent dans l'administration publique.

Le front s'écroula dans l'automne-hiver de 1962-63. En octobre, les ouvriers de Fiat parvinrent, après une vive lutte, à arracher une amélioration globale de 15 pour cent. En novembre, les entreprises métallurgiques du secteur public signèrent un accord qui les grevait d'un coût additionnel de 22 pour cent. La métallurgie privée fit suite en février 1963 avec 19 pour cent. Sous la même date, les traitements dans l'administration publique firent un deuxième bond de 22 pour cent. La poussée continua au cours de 1963 et du premier semestre 1964 et prit plus de vigueur dans le bâtiment. Entre la moyenne de 1961 et celle de 1964, c'est-à-dire dans un espace de trois ans, elle aboutit à une augmentation de 74 pour cent dans le bâtiment, 61 dans l'administration publique et 51 dans l'industrie.

L'équilibre monétaire subit donc au cours de 1962-63 la double pression d'un *boom* des investissements et d'une explosion des salaires. Le choc de la demande excédentaire fut absorbé pour 4/5 par les prix et pour 1/5 par la balance des paiements; le niveau moyen des prix dans le produit national augmenta de 15 pour cent entre 1961 et 1963, et le solde des transactions courantes avec l'étranger fléchit d'un montant égal à 3,2 pour cent du produit national (de +500 millions de dollars en 1961 à -700 en 1963). Le mouvement des capitaux se tourna aussi d'un solde actif de 200 millions de dollars en 1961 à -300 en 1962 et -500 en 1963. La dégradation dans la balance de base entre les résultats de 1961 et ceux de 1963 se chiffra ainsi à presque deux milliards de dollars; de +700 à -1.200.

8. - La défense contre cette vague d'inflation n'eut point de recours aux moyens modernes de contrôle de la conjoncture, que d'autres pays, la Suède par exemple, savent manier avec adresse. La politique budgétaire manqua totalement de flexibilité et de choix des temps. Une étude de l'OCDE qui vient de paraître affirme qu'en Italie les mesures de politique budgétaire ont été prises de règle avec un retard d'un an sur la situation qui les demandait. La politique monétaire italienne, comparée, disons, à celles qu'ont appliquées les Etats-Unis et l'Angleterre, a été marquée par un moindre degré de spécificité et d'articulation, sauf peut-être dans la réglementation de la position des banques sur l'étranger, et toutefois elle a été couronnée par plus de succès.

On est surpris de constater que la vague d'inflation se brisa sur des défenses traditionnelles, et on arrive à supposer qu'elle doit avoir perdu de force à mesure que le temps passait. Il y a donc lieu de se demander si et en quel degré l'action des autorités monétaires a été aidée par des mécanismes de redressement intérieurs au système économique même, à commencer par ceux que je viens de présenter en ligne abstraite comme facteurs de réduction du flux de la dépense.

9. - Pendant que le produit national augmentait de 13 pour cent en 1962 et 15 en 1963, la masse des salaires progressait en raison de 15 et 20 pour cent respectivement. L'expansion dans la circulation fiduciaire la suivit de près avec 15 et 19 pour cent.

Pour financer l'augmentation des coûts du travail les entreprises devaient soit utiliser leurs avoirs liquides, soit faire appel au crédit bancaire. La partie de ces recours qui se déversait dans la circulation fiduciaire exerçait une ponction équivalente sur la liquidité des banques; la partie qui refluit vers celles-ci sous forme d'augmentation des dépôts exerçait un effet fractionnel de drainage de liquidité bancaire égal à l'obligation de réserve.

La ponction était quelque peu aggravée par l'augmentation du rapport entre la masse fiduciaire et le revenu national: phénomène assez surprenant en phase d'inflation, qui paraît avoir été causé par l'altération dans la distribution du revenu au profit des travailleurs. La composition des avoirs liquides résulte surtout des préférences des ménages. Si les préférences des familles ouvrières se distribuent autour d'un standard différent de celui du reste de la population, tout changement dans la participation des travailleurs au produit national

se reflétera sur la structure des liquidités. Or, en Italie ce sont les ménages des salariés et employés qui détiennent plus de billets par rapport aux autres avoirs liquides et plus généralement aux autres activités financières et ce sont eux-mêmes qui en 1962-63 parvinrent à augmenter leur quota dans le revenu national.

10. - On peut imaginer que, si la banque centrale et le Trésor n'avaient pas injecté de la liquidité nouvelle dans le circuit, le resserrement de la liquidité bancaire aurait vite changé le cours de la conjoncture. Mais cette hypothèse de neutralité des organes qui créent la liquidité ultime est tellement éloignée des réalités de la situation qu'elle n'a pas même droit de s'inscrire dans l'histoire des « si ».

On a parfois plaidé, pour l'expansion de base monétaire que la banque centrale consentit au cours des deux ans, que l'opinion internationale, l'état de notre balance des paiements, les investissements en cours la justifiaient. Ces trois arguments me semblent bien fondés. Notre balance des paiements avait enregistré, au cours des quatre ans 1958-61, un excédent total de 2 milliards de dollars dans les transactions courantes et de 700 millions de dollars dans les mouvements de capitaux; en 1962, elle fut encore légèrement active. Les organismes internationaux nous sollicitaient à employer nos ressources chez nous; c'est, du reste, un conseil qu'ils renouvellent de nos jours. Une masse importante d'investissements était en cours, surtout dans les industries de base, et leur achèvement nous aurait bientôt repayés, par l'expansion de l'offre réelle, de la tension qu'ils causaient entretemps.

Mais je voudrais mentionner un autre élément sur lequel une politique monétaire restrictive aurait eu un effet assez limité et qui par rapport à elle se présentait plutôt comme une donnée de la situation. Il s'agit des poches dans le front des salaires qui se produisirent au cours du premier semestre 1962 et de l'enfoncement du front qui suivit. Il existait donc une nécessité prioritaire même par rapport au financement de l'effort d'investissement: celle de financer l'augmentation des fonds de roulement des entreprises. On peut affirmer que ce nouveau palier des salaires, et le niveau d'emploi existant, déterminaient entre eux le volume de crédit additionnel qui se rendait nécessaire pour éviter une rupture de l'équilibre productif et social.

Avec la sagesse d'après l'évènement, j'incline à penser que l'expansion qui suivit fut dans l'immédiat quelque peu supérieure à l'optimum. La preuve en est que la grimpée des gains effectifs par

employé se fit plus rapide que celle des tarifs. Le dérapage des salaires ou *wage drift* était révélateur d'un état d'inflation de la demande.

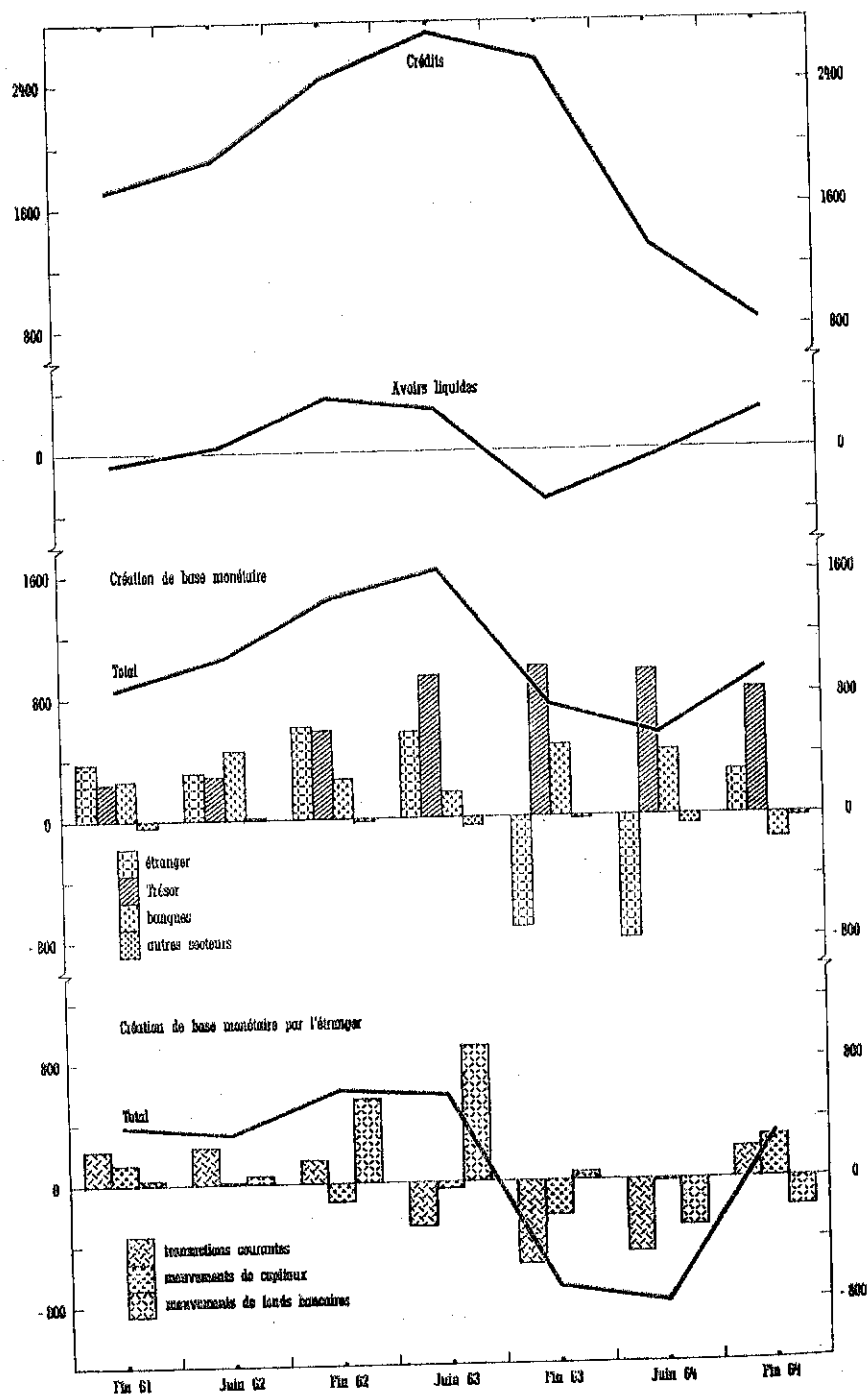
11. - L'expansion de la base monétaire fut assurée par l'appel des banques à l'institut d'émission et au marché monétaire international, ainsi que par le financement monétaire du déficit des administrations.

Le graphique « Crédit bancaire et liquidité » présente en termes quantitatifs, dans sa section moyenne, l'effet créateur de base monétaire des trois facteurs: transactions avec l'étranger, déficit budgétaire, endettement des banques auprès de l'institut d'émission. Le budget se révèle avoir exercé la principale influence expansive et la plus persistante. Les histogrammes concernant les banques montrent que leur endettement auprès de l'institut d'émission eut un effet modérément expansif, plus faible au sommet de la crise. Les transactions des banques ont toutefois contribué à l'expansion de la base monétaire par l'autre voie du recours au marché monétaire international, qui est présenté dans la section inférieure du graphique, relative aux transactions avec l'étranger.

Si on compare la quatrième courbe du graphique avec la troisième et celle-ci avec la deuxième, on constate que le mouvement cyclique dans la création de base monétaire reflète pour l'essentiel celui des transactions avec l'étranger, et se reflète à son tour dans le cycle de la liquidité bancaire. Il ressort de la section inférieure que dans la phase plus aiguë de la crise, c'est-à-dire entre la fin de 1962 et la moitié de 1963, l'expansion nette dans la création de liquidité fut causée par l'endettement à court terme des banques sur le marché international, qui atteignit des dimensions suffisantes pour compenser l'effet restrictif des transactions courantes et des mouvements de capitaux, et laisser une marge se traduisant par l'augmentation des réserves officielles; celle-ci entraînant à son tour une expansion équivalente de la trésorerie en lires des banques. Ce double résultat nous parut paradoxal et même choquant. On y mit fin par l'imposition aux banques d'un plafond d'endettement vers l'étranger. En effet, leur position débitrice commença à fléchir dès l'automne.

12. - Je voudrais ici mentionner en passant que ce même effet plus que compensatif de l'endettement extérieur se retrouve dans l'évolution de la balance des paiements des Etats-Unis au cours de l'année 1968.

CREDIT BANCAIRE ET LIQUIDITE  
(Variations dans les 12 mois - en milliards de livres)



Les postes courants (marchandises, services et transferts unilatéraux) ont marqué un passif de 900 millions de dollars. L'acquisition nette d'activités sur l'étranger s'est chiffrée à 4,9 milliards de dollars pour le secteur privé et 2,3 pour le gouvernement. Le total à financer était donc de 8,1 milliards; les Etats-Unis en ont trouvé 10 environ par les transactions internationales du secteur privé, et par conséquent ont pu augmenter leurs réserves monétaires officielles de 900 millions et réduire d'un milliard environ l'endettement extérieur vers les entités officielles (par compensation partielle entre une réduction de 3 milliards dans l'endettement liquide et une augmentation de 2 dans celui à moyen terme).

Les 10 milliards ont été formés de la manière suivante: 4,2 milliards de placements de titres à l'étranger; environ un milliard de placements directs de l'étranger aux Etats-Unis et d'endettement extérieur à long terme des banques américaines; 3,4 milliards de dettes liquides (c'est-à-dire de dépôts et titres du marché monétaire) vers les banques commerciales étrangères; 1,4 d'endettement extérieur des résidents (autres que les banques).

Pour un pays à monnaie de réserve comme les Etats-Unis, il n'est pas aisé de mesurer la formation de liquidité bancaire (ou base monétaire) résultant de l'endettement extérieur des banques commerciales. Cette formation est équivalente à l'endettement lorsque les dollars sont nouvellement créés: par achat de devises de la part des autorités monétaires américaines, par tirage de dollars sur le Fonds monétaire international, par activation des *swaps* sur le Système de la Réserve Fédérale. Elle l'est aussi lorsque les dollars proviennent de dépôts existant auprès du Système, ou de la réalisation de titres de crédit sur les autorités monétaires (Système et Trésor). Si les dollars sont tirés de dépôts auprès des banques commerciales, c'est le multiplicateur du crédit, plutôt que la base monétaire, qui en est affecté, et cela par la libération fractionnelle de réserves (les fonds puisés sur l'euromarché n'étant pas assujettis à l'obligation de réserve).

Les mesures statistiques de ces différents mouvements au cours de l'année 1968 nous disent que l'endettement extérieur des banques commerciales a apporté une contribution importante à la formation de base monétaire. La détention de devises par les autorités officielles (qui comprend la position des *swaps*) est augmentée de 1,2 milliards de dollars; la position dans le Fonds monétaire international s'est améliorée de 900 millions. Le montant des obligations liquides du

Trésor américain vers les entités officielles étrangères est tombé de 2,6 milliards de dollars.

Bien sûr, l'endettement extérieur des banques commerciales a créé certaines adaptations dans la politique de crédit poursuivie par les autorités monétaires (surtout au moyen des transactions de marché ouvert) mais ces adaptations appartiennent à un stade ultérieur du processus de création de liquidité: celui des mouvements compensatifs des impulsions primaires. Et il y a lieu à remarquer que les fonds acquis par les banques américaines sur le marché international, en provenance de détenteurs non officiels, améliorent d'autant la balance des paiements calculée sur la base des transactions officielles, ce qui émuise peut-être la réaction de l'opinion au déficit extérieur.

13. - Pour revenir à l'Italie, il apparaît de ce qui a déjà été dit que les transactions des banques avec l'étranger ont joué un rôle expansif de la base monétaire jusqu'au début de l'automne 1963, grâce à l'endettement extérieur qui, entre septembre 1962 et septembre 1963, atteignit 1,5 milliards de dollars. L'effet expansif de leurs transactions avec la banque centrale, après avoir fléchi en fin 1963, a repris dans la phase de redressement qui couvre à peu près les six mois suivants. Au cours du deuxième trimestre de 1964, la balance des paiements redevint active; la création de liquidité d'origine externe qui en résulta permit aux banques de réduire assez vite leur recours à l'institut d'émission.

Le déficit de l'administration publique (état, régions, municipalités, établissements publics, sécurité sociale) grimpa de 600 milliards en 1961 à 1.300 en 1963; il augmenta encore légèrement à 1.400 en 1964.

L'effet monétaire de l'expansion du déficit entre 1961 et 1963 fut rehaussé par une dégradation prononcée dans les modes de financement. En 1961, une bonne moitié avait été couverte par le recours à l'emprunt à moyen et long terme; en 1963 la presque totalité fut couverte par des moyens monétaires. En 1964 on rebroussa chemin en assurant par l'emprunt la couverture d'un tiers de l'impasse.

Mais l'inspection du graphique, en correspondance du grand tournant des courbes en été 1963, nous dit qu'elles s'infléchirent à cause de la cumulation des effets restrictifs émanant des transactions avec l'étranger: par l'aggravation du déficit des transactions courantes et des mouvements des capitaux et par la stabilisation d'abord et l'amélioration ensuite de la position débitrice des banques.

A l'intérieur, la demande d'investissement s'affaiblissait sous l'effet conjugué de la restriction dans l'offre de crédit et de la réduction des marges de profit. En même temps, l'offre réelle pour les besoins courants marquait une expansion en raison de l'entrée graduelle en production des larges investissements entrepris au cours du *boom*.

Au printemps de 1964, on eut quelque peine à persuader une opinion encore incrédule, à l'intérieur et à l'extérieur du pays, que l'ajustement s'était accompli. Depuis cette date, la fonction de moduler le rythme de la création de liquidité fut reprise par la balance des paiements, cette fois en sens expansif.

14. - J'ai mentionné auparavant la possibilité d'interventions perverses de la part des autorités. J'avais surtout dans l'esprit la politique de compensation du drainage de liquidité dû au déficit extérieur par la création de liquidité intérieure, qui, jusqu'à une date assez récente, a été pratiquée notamment par les Etats-Unis et l'Angleterre moyennant les transactions de marché ouvert.

C'est précisément ce que les autorités italiennes s'abstinrent de faire au cours du deuxième semestre de 1963. Cette attitude était suggérée, et put être adoptée, grâce en partie à un changement dans la nature des impulsions expansives.

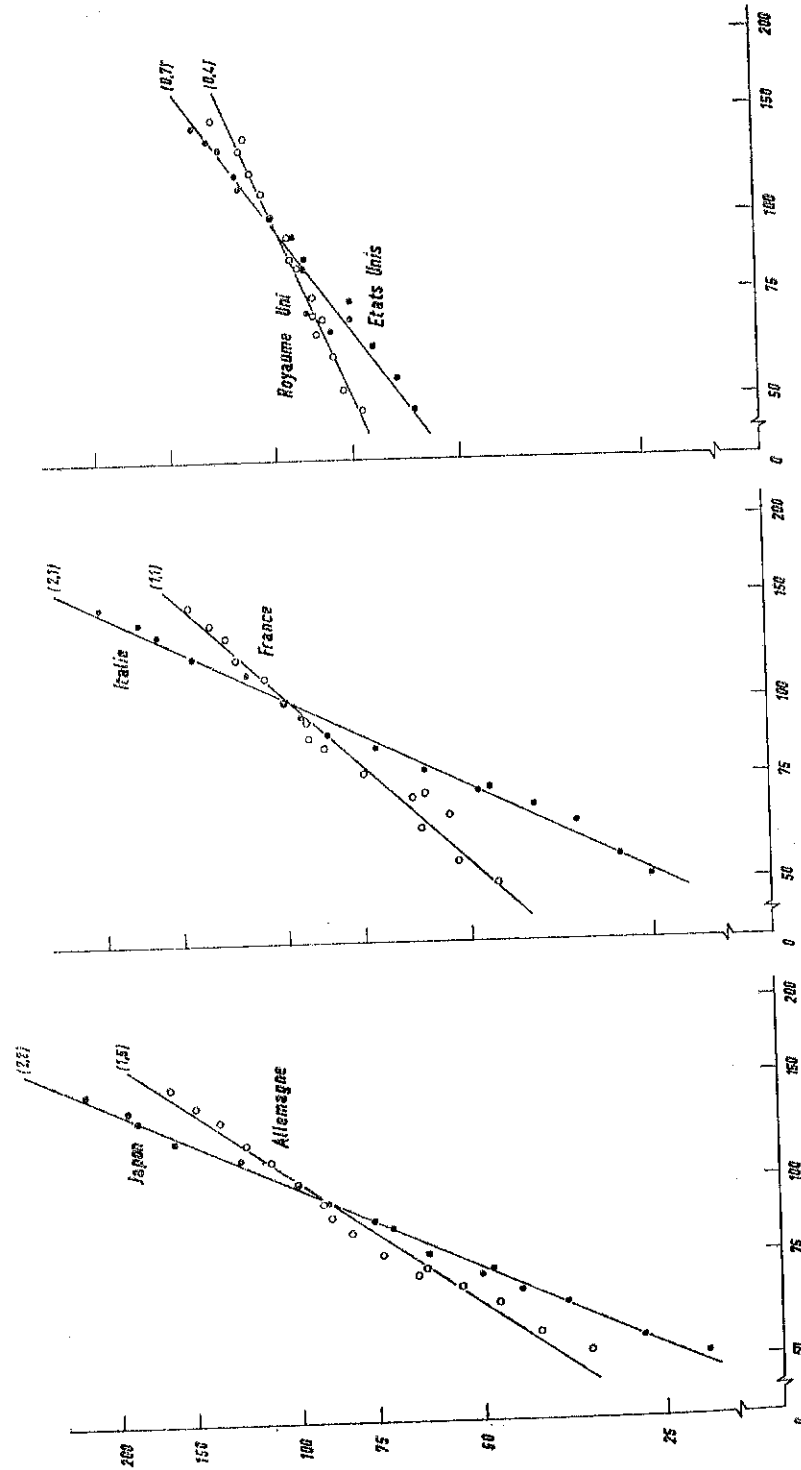
La grande saison des augmentations massives des salaires contractuels s'était terminée en hiver 63. Au cours de celle-ci, il s'était créé un pouvoir d'achat excédentaire qui maintenant activait le mécanisme de l'échelle mobile. Au lieu de la muraille des relèvements contractuels concentrés, les autorités monétaires se trouvaient avoir à faire avec cette succession de marches bimestrielles qui formait escalier. Il s'agissait de les abaisser en modérant l'expansion de la demande monétaire de manière à pouvoir graduellement la rattraper par l'expansion productive. L'existence du dérapage des salaires justifiait l'attente que cette modération aurait dégonflé le coussinet de la demande excédentaire, sans arriver à heurter la pierre dure des tarifs contractuels et de l'emploi.

Depuis 1964, la balance des paiements de l'Italie a été marquée par le maintien d'un excédent courant qui au cours de 1967 et 1968 a atteint un ordre de grandeur de 2 milliards de dollars par an. Il paraît résulter surtout de l'essor des exportations. Le deuxième graphique montre que la ligne de tendance de l'exportation italienne se caractérise par un coefficient 2,1, c'est-à-dire que le taux d'expansion



EXPORTATIONS DE CERTAINS PAYS (ORDONNÉE) ET MONDIALES (ABSCISSE)  
(Indices de volume 1963 = 100)

1953-1968



Source (pour les données élémentaires): FMI International Financial Statistics.

sion de l'exportation italienne est double par rapport à celui du commerce mondial. Cette vitesse de croissance est pratiquement égale à celle du Japon et dépasse de beaucoup celle de l'Allemagne.

15. - Je voudrais maintenant énoncer certaines conclusions qui se dégagent de l'examen précédent.

a) En économie close, ou en économie ouverte mais avec taux de change flottant, le financement monétaire d'une hausse des salaires transfère celle-ci sur les prix et rétablit les marges bénéficiaires antécédentes. En économie ouverte, avec taux de change fixe, la concurrence étrangère limite cette possibilité aux secteurs qui ne la subissent pas, le bâtiment par exemple. L'ajustement s'accomplit en étapes successives par l'appel à l'importation nette, par l'effet restrictif que celle-ci exerce sur la liquidité et la demande d'investissement, par la libération de ressources pour l'exportation et la tendance à l'accroissement de la productivité. La première étape demande une disponibilité de devises et de crédits suffisante pour financer le déficit sans approcher d'une crise de trésorerie extérieure qui pourrait engendrer la panique. Si la cession des devises au marché est faite par l'institut d'émission, elle s'accompagne d'un drainage de liquidité qui double l'effet réel de l'importation nette par un effet de restriction monétaire. Le processus d'ajustement est alors sollicité des deux côtés. Pour cette raison il importe que le recours des banques au crédit extérieur soit contrôlé, et que ce recours soit fait plutôt par l'institut d'émission.

b) L'échelle mobile empêche que la résorption de l'excès de la demande se produise par l'épargne forcée qui résulterait en son absence de la hausse des prix. Cette résorption doit se réaliser par la voie moins facile de l'augmentation du produit national; il s'ensuit que les méfaits de l'échelle mobile sont moins graves si l'économie est en expansion. Dans le cas italien c'est le cumul des effets entre échelle mobile et augmentations contractuelles qui a fait de temps en temps tourner la spirale de l'inflation. D'autre part, en régime d'échelle mobile il n'y a pas de formation d'arriérés à satisfaire au titre de coût de la vie, et les secousses des nouvelles stipulations sont moins violentes.

c) La correction de l'excès de la demande peut aller trop loin et engendrer un défaut de demande monétaire par rapport au potentiel productif du pays. En économie close, l'adaptation à ce défaut de demande tend à se faire par le sous-emploi des ressources plutôt

que par l'abaissement des salaires et des prix. En économie ouverte, le vide laissé par la demande intérieure sera comblé, au moins partiellement, par la demande extérieure.

J'ai souligné auparavant l'effet modérateur de la surchauffe que l'importation nette exerce sur les prix et la liquidité. L'effet modérateur que l'exportation nette exerce sur les tendances à la stagnation est de la même importance. Si on considère ces deux effets ensemble, on verra que la liberté des transactions courantes, avec des taux de change fixes, apporte une aide essentielle à la réalisation de la compatibilité entre le plein emploi des ressources et le contrôle de l'inflation.

*d)* La coexistence en Italie, depuis cinq ans, d'un large excédent des postes courants avec une exportation nette de capitaux, m'encourage à vous soumettre un corollaire de l'interprétation des flux monétaires proposée dans la partie centrale de ce texte. Lorsque une partie de l'épargne qui se forme dans le secteur privé d'un pays néglige l'investissement dans ce même pays pour se diriger ailleurs, cette sortie réduit d'autant la demande monétaire qui s'adresse aux entreprises nationales. Si ce défaut de demande n'est pas comblé (et il peut l'être, disons, par une épargne négative du Trésor) un montant équivalent de ressources réelles reste disponible pour l'exportation. Si l'économie est compétitive, ces ressources se traduiront en un excédent d'exportation. On peut alors affirmer que, sous certaines conditions, la sortie de capitaux engendre l'excédent courant qui la finance. Je suis conscient qu'il s'agit d'une conclusion un peu risquée.

PAOLO BAFFI