Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 37 (1979)

Heft: 3

Artikel: La situation du dollar considérée d'un point de vue suisse

Autor: Languetin, Pierre

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-138333

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Siehe Rechtliche Hinweise.

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. Voir Informations légales.

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. See Legal notice.

Download PDF: 14.05.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

La situation du dollar considérée d'un point de vue suisse[1]

Pierre Languetin,
directeur général,
Banque nationale suisse,
Zurich

1. INTRODUCTION

«L'Europe et le dollar dans le déséquilibre mondial». Le thème choisi pour le colloque de la Société universitaire européenne de recherches financières sous-entend qu'il existe un déséquilibre mondial, que le dollar y joue un rôle important et que l'Europe est particulièrement concernée.

En quoi consiste ce déséquilibre? De prime abord, on peut penser au déséquilibre qu'éprouvent aujourd'hui dans leur balance des paiements courants nombre de pays ou groupes de pays. Ces déséquilibres ne sont certes pas négligeables. Je pense toutefois que la persistance, depuis plusieurs années déjà, de taux d'inflation élevés dans de nombreux pays et, tout particulièrement, les disparités que l'on observe entre ces taux constituent le problème fondamental. Les turbulences qu'engendrent les évolutions inflationnistes sont en définitive des causes plus profondes et plus sérieuses des perturbations de l'économie mondiale que les déséquilibres de balances courantes.

Quant au dollar, sur lequel repose le système monétaire mondial, il est étonnant qu'il puisse toujours assumer son rôle unique de monnaie internationale, lors même que, depuis près de vingt ans, on dénonce les risques de crise et d'instabilité qu'il porte en germe.

L'Europe réagit à sa manière en élaborant un système monétaire destiné à mettre les relations économiques européennes, dans une certaine mesure, à l'abri des perturbations de portée mondiale.

Pour la Suisse, qui vise à la stabilité des prix et dont l'activité dépend à un degré élevé de la compétitivité de son économie, l'inflation mondiale et les heurs et malheurs du dollar posent des problèmes que je me propose d'examiner ici.

2. LA SITUATION MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Un changement remarquable est intervenu sur la scène monétaire internationale à la suite des mesures qu'ont prises, l'automne dernier, les autorités monétaires américaines en coopération avec quelques autres pays. Sous la pression des événements, les Etats-Unis ont déplacé quelque peu l'accent qu'ils mettaient jusqu'alors sur la politique économique intérieure. Pour enrayer la perte de confiance dans le dollar et la fuite de capitaux qui en résultait, ils ont voulu donner à leur politique monétaire une direction plus restrictive. A l'inverse, les pays à monnaie forte se sont vus contraints de relâcher leur politique monétaire pour vouer à la politique des taux de change et à leur stabilité une priorité accrue.

Ces réorientations de la politique monétaire ont également eu pour conséquence d'entraîner une certaine «renaissance» de la coopération monétaire entre les banques centrales. Cette coopération prend aujourd'hui la forme d'une organisation collective ou, si l'on veut, d'une gestion concertée du «floating». Pour illustrer cette évolution, il suffit de mentionner la volonté clairement exprimée par plusieurs pays d'intervenir de manière à la fois massive et coordonnée pour stabiliser les taux de change. Ces interventions impliquent, il va sans dire, que les banques centrales concernées disposent de facilités de crédit suffisantes, ce qui est le cas puisque, en particulier, les Etats-Unis se sont dotés d'une masse de manœuvre de 30 milliards de dollars.

Les mesures prises et la coopération mise en place le 1er novembre ont eu l'effet escompté. Depuis la fin octobre, où il avait touché son point le plus bas, jusqu'à la fin du mois d'avril, le dollar américain a repris quelque 10% par rapport au mark allemand, près de 25% par rapport au yen et a progressé vis-à-vis du franc suisse de 18% en chiffres ronds.

Cette évolution a entraîné un regain de confiance dont bénéficient les autorités américaines aussi bien que les banques centrales qui participent à la coordination des politiques de change. Les unes et les autres sont redevenues crédibles face à un marché qui cultivait le doute et le scepticisme, qui interprétait tous les événements et les déclarations officielles américaines dans un sens négatif, ce qui avait finalement pour conséquence de précipiter la chute du dollar et la montée en flèche de certaines monnaies. Cette crédibilité est aujourd'hui d'autant plus grande que les potentiels d'intervention ont été entièrement reconstitués ces derniers mois grâce au redressement spectaculaire du dollar. Les banques centrales sont donc armées pour faire face à toute nouvelle fluctuation éventuelle d'une certaine ampleur.

Avec le retour au calme sur le marché des changes, les mécanismes régulateurs de l'économie recommencent à fonctionner. En particulier, les différences dans les taux d'intérêt jouent à nouveau leur rôle. Aussi a-t-on pu observer, au premier trimestre de cette année, un reflux important de capitaux à court terme vers les Etats-Unis, alors que l'année dernière, au second semestre en particulier, des sorties massives de fonds avaient été enregistrées.

3. LA SITUATION MONÉTAIRE EN SUISSE

J'en viens maintenant à quelques observations générales sur la politique monétaire dans l'optique helvétique. La Suisse correspond à l'exemple classique de ce que la théorie décrit comme une petite économie largement ouverte sur l'extérieur: 42% du produit national brut est réalisé en dehors des frontières nationales. Il résulte de cette intégration dans l'économie mondiale que le conflit entre la stabilité interne et la stabilité externe est dans notre pays un problème très réel.

Sous le système des taux de change fixes, la politique monétaire interne était dans une large mesure déterminée par l'évolution de la balance courante et tout particulièrement par les flux de capitaux. Depuis janvier 1973, avec le passage aux cours de change flottants, cette contrainte externe est censée ne plus se répercuter directement sur notre évolution monétaire interne. En fait, la Suisse n'aurait pu se soustraire aux influences extérieures qu'à la condition d'accepter toutes les fluctuations des taux de change. Comme celles-ci sont devenues, à plusieurs reprises, insupportables pour notre économie, l'autonomie monétaire que la Suisse a gagnée avec le passage aux changes flottants est restée en définitive très relative.

Jusqu'à fin 1977, les conditions étaient favorables à une politique de la masse monétaire orientée surtout vers la stabilité interne des prix. Cette politique a porté ses fruits. Au cours des années 1975 à 1977, en effet, l'objectif de croissance monétaire déterminé par la Banque nationale a pu être largement atteint. En outre, les prix sont demeurés relativement stables depuis 1976. Certes, il n'a pas été possible de s'opposer à la hausse du cours nominal du franc suisse. En termes réels, l'évolution a correspondu grosso modo à la différence existant entre le faible taux d'inflation en Suisse et ceux qui ont prévalu à l'étranger, tout au moins si l'on fait abstraction des fluctuations qui, sur des périodes de durée variable, ont pris parfois une ampleur considérable.

Depuis la fin de 1977, l'évolution a nécessité une flexibilité de la politique de la masse monétaire plus grande que nous l'avions envisagée initialement. La hausse du franc avait atteint, à la fin de septembre 1978, un niveau qui représentait un danger sérieux pour l'économie helvétique. Les priorités durent être modifiées. C'est ainsi qu'à la suite des interventions massives sur le marché des changes provoquées par ce changement de cap, la masse monétaire M_1 a augmenté en moyenne de 16% en 1978, soit trois fois plus qu'on ne l'avait envisagé. Le 1er octobre 1978, et pour la première fois depuis 1973, la Banque nationale suisse jugea nécessaire de fixer un objectif pour le taux de change du franc. L'indicateur de référence retenu fut le mark allemand. Nous entendions par là donner au marché des devises, qui se trouvait en plein désarroi, un signal sans équivoque.

Depuis lors, les taux de change se sont stabilisés d'une manière remarquable. Grâce au redressement du dollar, la Banque nationale suisse, comme d'ailleurs les instituts d'émission allemands et japonais, purent céder au marché des montants assez considérables de monnaie américaine. La liquidité interne fut ramenée dans notre pays à un niveau qui ne constitue plus par lui-même un potentiel d'inflation.

4. L'EXPÉRIENCE DES CHANGES FLOTTANTS

On pourrait être tenté de conclure que la situation est redevenue normale. La monnaie internationale la plus importante — le dollar — s'est stabilisée. Le cours des autres monnaies se situe en général à un niveau acceptable. La crise monétaire internationale paraît donc avoir été maîtrisée.

Je ne pourrais me rallier à cette conclusion optimiste sans réserves. Le fonctionnement du système monétaire international, ou ce qui lui en tient lieu à l'heure actuelle, pose un certain nombre de questions importantes. Par exemple:

— Quels sont les enseignements que l'on peut tirer de l'expérience faite au cours de ces dernières années avec les taux de change flottants?
— Quelles en ont été les conséquences pour la politique monétaire internationale?
— De quelle nature est le système monétaire international, quel est le rôle prévisible du dollar?
— Enfin, y a-t-il un substitut désirable et possible au dollar?

En guise de réponse à ces questions, je formulerai un certain nombre de remarques.

Bien avant 1973, le passage aux changes flottants était généralement présenté comme une solution susceptible de résoudre le conflit entre la stabilité interne d'une économie et les

contraintes qui s'imposent à elle de l'extérieur. Cette hypothèse ne s'est pas vérifiée. On peut sans doute l'expliquer par le fait que la théorie des changes flottants a été élaborée pour une économie fermée. Mais une telle économie, où les relations extérieures joueraient un rôle négligeable, n'existe plus dans le monde occidental. Même aux Etats-Unis, les relations économiques avec l'étranger, d'un point de vue tant quantitatif que qualitatif, ont pris une ampleur que l'on ne saurait plus qualifier de négligeable.

Indépendamment du fait que, en créant l'illusion de l'indépendance des politiques économiques et monétaires, les taux flottants ont favorisé des évolutions nationales divergentes, ce régime s'est avéré décevant à plus d'un titre.

a) L'expérience a prouvé qu'il était vain de croire que, par le seul changement du taux de change, on puisse rétablir l'équilibre des balances courantes. Au contraire, on a vu ces dernières années que les pays dont la monnaie se dépréciait continuaient à entretenir des déficits tandis que ceux dont la monnaie s'appréciait n'étaient pas en mesure non plus de réduire leurs excédents. Avec le «floating», tout comme dans un régime de changes fixes, une modification du taux de change ne peut guère contribuer à réduire le déséquilibre externe si elle n'est pas accompagnée de mesures économiques internes appropriées.

b) Par ailleurs, si le flottement a simplifié la lutte contre l'inflation dans quelques pays à monnaie forte, il a en revanche, plutôt contribué à aggraver le renchérissement dans les pays à monnaie faible ou tout au moins à rendre plus difficile la lutte contre l'inflation. Même les Etats-Unis ont fini par s'en rendre compte. C'est ainsi que se sont creusés les écarts entre les différents taux nationaux d'inflation, les cercles vicieux s'opposant aux cercles vertueux.

c) Enfin, les mouvements de capitaux, en régime de changes flottants, n'ont pas eu l'effet stabilisant que l'on en attendait. Au contraire, les anticipations résultant des variations de cours ont été telles qu'elles ont en elles-mêmes suscité des mouvements de capitaux déstabilisateurs.

D'une manière générale, les fortes fluctuations des taux de change qui se sont produites sous le régime du flottement ont contribué à augmenter les incertitudes économiques, ce qui s'est révélé négatif à la fois pour la croissance et pour le climat général des investissements privés.

5. NOUVELLES INITIATIVES POUR UNE STABILITÉ ACCRUE DES TAUX DE CHANGE

Etant donné les résultats décevants obtenus par les changes flottants, il n'est pas étonnant que l'on observe actuellement, sur la scène monétaire internationale, un certain retour de flamme. Le «floating» pur et dur fait place à la gestion collective ou coordonnée du «floating». J'ai déjà mentionné les changements intervenus dans la politique monétaire des Etats-Unis et celle d'un certain nombre d'autres pays vers la fin de l'année dernière. Une autre initiative importante, à cet égard, est la création, au sein de la Communauté Européenne, d'un nouveau système monétaire. Le SME est sans doute né, en partie tout au moins, des enseignements acquis ces dernières années avec les changes flottants; ses initiateurs ont de toute évidence pris conscience du danger que faisaient peser, sur le processus d'intégration européenne et sur le développement des économies, les fortes

variations des taux de change, elles-mêmes favorisées par le flottement des monnaies. La mise en vigueur du SME, le 13 mars dernier, a marqué le retour, en Europe occidentale, à un système régional de taux de change plus stables. Un tel système implique non seulement une coordination étroite des politiques de change mais surtout, s'il doit fonctionner de manière satisfaisante, une coordination meilleure des politiques économiques.

6. LE DOLLAR DANS LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Une politique de taux de change plus active ne restera certainement pas sans conséquences pour le système monétaire international. Dans quel sens l'évolution en cours va-t-elle se préciser? Vers une amélioration des conditions qui permettent au dollar de jouer le rôle de monnaie internationale prédominante? Vers la mise au point de formules nouvelles?

Dans le cadre des accords de Bretton Woods, la prédominance du dollar était dans la logique des choses. A la fois stable et convertible, cette monnaie avait l'avantage de pouvoir s'appuyer sur le potentiel économique et politique des Etats-Unis. Les responsabilités particulières qui, pour un pays, résultent de l'usage international de sa monnaie, ne posaient aucun problème aux Etats-Unis compte tenu du poids dominant de leur économie par rapport au reste du monde.

Depuis lors, la situation générale subit des modifications profondes. Les économies d'Europe et du Japon opèrent un rattrapage sensible par rapport à l'économie américaine, ce qui entraîne deux conséquences. D'une part, l'intensification des échanges internationaux accroît l'importance du dollar comme monnaie internationale. D'autre part, la fonction extérieure de cette monnaie augmente notablement par rapport à la fonction interne. Pendant longtemps, aucune incompatibilité ne surgit entre ces deux fonctions. Les conflits commencent à apparaître dans les années soixante, lorsque s'accuse l'instabilité des prix aux Etats-Unis. Le rôle du dollar n'en continue pas moins de grandir et cela d'autant plus que les pays dont les monnaies pourraient, à la rigueur, se substituer au dollar s'efforcent de contrecarrer une telle évolution.

Le changement apporté, le 1er novembre 1978, à la politique monétaire et économique des Etats-Unis a permis de surmonter la crise de confiance la plus sévère qu'ait connue le dollar. Cependant, les problèmes fondamentaux demeurent. Certes, on prévoit — et l'on observe déjà — une amélioration sensible de la balance courante des Etats-Unis. La question-clé reste celle de la montée des prix. Or, à cet égard, les perspectives ne sont guère encourageantes: la lutte contre l'inflation dans ce pays sera longue, difficile, voire même douloureuse. Son issue est vitale pour le fonctionnement du système monétaire international et pour l'économie mondiale comme elle l'est pour les Etats-Unis eux-mêmes. Fort heureusement, les responsables de ce pays ont démontré qu'ils en sont pleinement conscients.

7. Y A-T-IL UN SUBSTITUT POSSIBLE?

Quels que soient les résultats des politiques actuellement appliquées, le rôle exclusif du dollar comme monnaie internationale est mis en question, soit en raison de l'augmentation des charges que l'économie mondiale fait peser sur cette monnaie, soit en fonction de ses

imperfections au centre du système mondial. Mais il est aussi évident que l'on ne discerne pas, pour un avenir relativement proche, de solution de rechange. Les droits de tirage spéciaux (DTS) du Fonds monétaire international ne sont, pour le moment, guère plus qu'une unité de compte et, dans une certaine mesure, une réserve de base.

Depuis quelques années, un intérêt accru se porte sur certaines monnaies fortes, telles que le mark allemand, le yen et le franc suisse. Ces monnaies sont recherchées surtout pour la stabilité qu'elles présentent en tant qu'instrument d'investissement. Pour les grandes transactions internationales, le dollar conserve sa supériorité et une grande partie de son exclusivité.

Par ailleurs, les pays à monnaie forte restent désireux — peut-être pas tous avec la même intensité — de contrecarrer le processus d'internationalisation de leur monnaie vu, notamment, les dimensions relativement restreintes de leurs économies face aux besoins monétaires internationaux.

L'instauration en Europe d'un nouveau système monétaire et la création de l'ECU — l'unité monétaire commune de référence — pourrait-elle constituer, pour le vieux continent tout au moins, une variante au dollar? Ce pourrait être le cas si l'ECU était progressivement utilisé dans les différentes économies comme monnaie parallèle à la monnaie nationale. Pour le moment, il est seulement une unité de compte et un moyen de réserve pour les transactions officielles. A ce titre, il est soumis aux mêmes limites que les DTS du Fonds monétaire international.

A plus long terme, cependant, il convient de ne pas oublier la leçon du dollar pour l'élaboration, sans doute très progressive, d'un nouveau régime monétaire. Il y a, à mon avis, peu de chance que l'ECU puisse jouer le rôle de complément du dollar et, à plus forte raison, en prendre le relais, si les pays participant au SME ne parviennent pas à dominer l'inflation. Il n'est pas non plus possible de donner une base économique stable à la monnaie commune, si les économies sont gérées en fonction des seuls besoins nationaux sans tenir compte des nécessités internationales. Aux Etats-Unis, il y a quelques années, le mot d'ordre était encore «We don't want to mismanage our economy on behalf of the world economy.» Si extrême que soit cette formule — heureusement révolue —, elle révèle à quel point les servitudes attachées au bon fonctionnement d'une monnaie internationale peuvent être pesantes pour l'économie d'un pays. Il en serait de même pour l'Europe si le rôle de l'ECU devait évoluer dans la direction d'une monnaie internationale.

A défaut de perspectives claires quant à l'avenir des relations monétaires internationales, il convient de s'accommoder du régime actuel et de faire en sorte qu'il assume les fonctions qui lui sont dévolues et qui permettent une transition éventuelle vers un nouveau système. Pour cela, il est essentiel que les Etats-Unis retrouvent le plus rapidement possible la stabilité des prix et que les autres pays s'associent à leurs efforts en conduisant des politiques monétaires et économiques également axées vers la stabilité. Quel que soit le système futur, il ne pourra se bâtir que sur le partage entre les différents pays des servitudes liées au fonctionnement d'une monnaie internationale. A cet égard aussi, l'Europe a une responsabilité fondamentale.

8. LA POSITION DU FRANC SUISSE

L'intérêt que suscite notre monnaie dans le monde nous pose des problèmes souvent très difficiles. L'économie suisse est très restreinte en comparaison des masses considérables de

capitaux qu'une faiblesse du dollar peut mettre en route. En outre, la demande internationale, dont fait l'objet le franc suisse, se manifeste d'une manière irrégulière avec une intensité qui varie fortement en fonction des turbulences internationales.

Les fluctuations du cours de notre monnaie sont particulièrement malaisées à contrôler. Les mesures administratives possibles sont en général de portée limitée. L'expérience a montré qu'elles deviennent pratiquement inopérantes lorsque les perturbations monétaires se produisent avec la violence de ces dernières années.

Par ailleurs, la Banque nationale s'est toujours efforcée d'empêcher une utilisation toujours plus importante du franc suisse dans des transactions sans lien direct avec l'économie réelle. Dans ses efforts, elle a pu compter sur la compréhension et la collaboration des autres banques centrales dont certaines se voient confrontées au même type de problème.

Les mesures prises et la politique appliquée par la Banque nationale ont ralenti mais pas arrêté l'expansion des relations financières que la Suisse entretient traditionnellement avec l'étranger. A fin 1977, les avoirs étrangers libellés en francs suisses (dépôts et papiers valeurs) représentaient environ 117 milliards contre un passif étranger total de quelque 124 milliards de francs. Il faut donc admettre qu'une certaine internationalistion du franc suisse a déjà eu lieu contre notre gré. Serait-il possible qu'elle s'accroisse et devienne disproportionnée par rapport à notre économie interne? Ne risquerait-elle pas de restreindre dangereusement les possibilités de contrecarrer les effets de notre politique monétaire? Y aurait-il des solutions intermédiaires qui iraient dans le sens d'une internationalisation «contrôlée» de notre monnaie? Dans l'affirmative, il y faudrait à mon avis une justification acceptable. J'en verrais une, par exemple, si une internationalisation contrôlée de notre monnaie était requise par des mesures de coopération monétaire internationale et si elle s'insérait dans un ensemble d'efforts convergents en faveur d'une stabilité plus grande et plus sûre des cours de change.

En tout état de cause, je ne pense pas que la solution aux problèmes monétaires mondiaux puisse être recherchée dans une internationalisation accrue et unilatérale de quelques monnaies. Je le répète, une solution acceptable et durable ne peut être trouvée que sur la base d'une coopération internationale encore plus étroite. Sur ce point, heureusement, l'évolution me paraît hautement réconfortante. J'en vois les signes, d'une part, dans la coopération efficace qui s'est établie depuis le 1er novembre dernier entre plusieurs banques centrales et, d'autre part, dans la création du Système Monétaire Européen. Ces deux mouvements m'apparaissent complémentaires. Le succès de l'un augmente les chances de réussite de l'autre. Pour la Suisse, ils sont tous les deux essentiels. Je formule donc l'espoir que la recherche d'une plus grande stabilité monétaire en Europe servira de plate-forme à une coopération renforcée avec les Etats-Unis et les autres pays intéressés à réaliser, au plan mondial, une stabilisation monétaire accrue. Quant à la Suisse, elle est résolue à maintenir et à renforcer en tant que de besoin sa contribution sur les deux plans et à accepter, en Europe comme dans le monde, la part des servitudes qui lui revient dans l'amélioration des relations monétaires internationales.

---

[1] Exposé présenté devant la Société universitaire européenne de recherches financières, à Bâle, le 10 mai 1979. Depuis lors, certaines données de fait se sont modifiées. C'est ainsi notamment que de nouvelles perturbations affectent le marché des changes dès la deuxième quinzaine de juin. Ces changements ne remettent cependant pas en cause les jugements de principe et les conclusions de l'exposé.