

Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales
Band: 22 (1964)
Heft: 2

Artikel: L'administration de la liquidité dans une économie en expansion
Autor: Carli, Guido
DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-135791>

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: 16.10.2024

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

L'administration de la liquidité dans une économie en expansion¹

Guido Carli
gouverneur de la Banque d'Italie, Rome

Dans cette ville où j'ai l'honneur d'être l'hôte et dans cette enceinte, je ne peux m'empêcher de rappeler l'importance considérable qu'eut pour l'analyse économique en particulier, mais aussi pour l'essor des sciences sociales dans leur sens le plus vaste, la rencontre ici à Lausanne de deux génies remarquables, Léon Walras et Vilfredo Pareto.

Leur « école » est, comme on sait, liée à Lausanne, non seulement parce que cette ville leur offrit la possibilité matérielle d'enrichir la science de contributions fondamentales — dont la portée générale a su résister à l'usure du temps et à l'évolution des institutions — mais aussi parce que leurs personnalités y trouvèrent un milieu serein et approprié.

Pour Pareto en particulier, chaque page ou presque de sa correspondance, récemment publiée, exprime sa profonde gratitude envers le pays qui le reçut et où il repose encore. Ses lettres révèlent également le juge souvent sévère qu'il fut, face aux vicissitudes politiques et économiques de l'Italie, non pas par rancœur d'exilé volontaire, mais plutôt par une impulsion généreuse qui le portait à indiquer à sa patrie les voies qu'il jugeait les plus appropriées à son progrès.

D'ailleurs, c'est justement la partie la plus valable de sa pensée qui nous apprend que l'optimum réalisable dans le cadre de l'efficacité économique dépend d'une répartition donnée de la richesse, celle-ci représentant néanmoins dans la réalité historique une base susceptible d'améliorations distributives. Mais si leur réalisation ne peut à la longue être écartée sans préjudice pour la stabilité sociale, elle ne s'accomplira toutefois qu'au prix de perturbations et de tensions.

* * *

Dans une économie en phase d'expansion, les objectifs et les méthodes de la politique monétaire ne présentent évidemment pas de différence qualitative substantielle par rapport aux problèmes communs à l'administration de la liquidité dans n'importe quel système économique. Mais, dans le cadre d'une telle économie, bien

¹ Exposé présenté à l'Aula de l'Université de Lausanne, dans le cadre des « Conférences économiques et sociales de Lausanne », le 2 mars 1964.

plus rapides sont les changements structureaux qui accompagnent l'expansion et dont il faut tenir compte pour que l'administration de la liquidité leur soit adaptée. En outre, plus le rythme d'expansion est rapide et plus il est probable que des déséquilibres se produiront dans l'adaptation des différents secteurs du système économique et financier. Aussi est-ce à cause précisément de cette rapidité du développement que les variations conjoncturelles, dont la régularisation intéresse la politique de liquidité, sont plus intenses.

Les expériences italiennes de 1950 à 1961, de 1962 à 1963 et de la période actuelle offrent à ce propos un sujet d'enquête intéressant, susceptible de fournir des indications également valables d'un point de vue plus général.

De 1950 à 1961, l'économie italienne enregistra des progrès remarquables: le revenu national augmenta, en valeur réelle, de 6,1 % par an. Les disponibilités monétaires passèrent de 2572 milliards de lires en 1950 à 8535 milliards de lires en 1961, soit une progression annuelle de 11,5 %.

La liquidité secondaire s'accrut en moyenne de 16,3 % par an. Le processus de reconstitution, d'abord, et de développement, ensuite, des actifs financiers s'effectua à un rythme particulièrement accéléré au point que le volume du marché des capitaux passa des 300 milliards annuels de 1950-1951 aux 500 milliards environ des années 1953-1954, pour atteindre à peu près 1.300 milliards annuels durant la période 1960-1961. Dans le même temps, l'indice des prix de gros se maintint pratiquement stable, tandis que les prix de détail augmentèrent en moyenne de 2,4 % par an.

De 1953 à 1961, les coûts unitaires de la main-d'œuvre augmentèrent, en termes monétaires, de 55,7 %, c'est-à-dire dans une proportion à peu près pareille à celle du produit national brut qui s'accrut pendant la même période de 59,7 %. Toujours de 1953 à 1961, le nombre des salariés s'accrut de 24,4 %; cette progression est due en partie au changement de situation d'un grand nombre d'individus qui, de travailleurs indépendants qu'ils étaient (en agriculture surtout), devinrent des salariés (dans des activités non agricoles). Le volume total de l'emploi progressa donc de 10,7 %: c'est pourquoi la production par salarié augmenta de 44,3 %, c'est-à-dire au rythme assez élevé de 4,7 % l'an.

Deux facteurs jouèrent en faveur de l'économie italienne durant ces années, à savoir: la forte poussée de la productivité du système économique et le volume de main-d'œuvre disponible qui, en freinant la hausse des salaires, assura aux produits italiens un élan concurrentiel plus vigoureux, grâce également à leur qualité et à l'esprit d'initiative qui sut en stimuler la demande.

La possibilité s'offrit au pays de résoudre un des problèmes structurels les plus irritants, celui des chômeurs et du sous-emploi. Ce facteur chronique de faiblesse se transformait même en un avantage, dans la mesure où l'abondante main-d'œuvre disponible permettait au pays la réalisation d'une expansion productive sans l'exposer aux tensions qui se manifestent toujours à l'approche des périodes de plein emploi.

La compétitivité accrue des marchandises italiennes sur les marchés extérieurs permit d'intensifier les exportations à un rythme tel que la structure de la balance des paiements en fut consolidée par l'élimination des interruptions et des incertitudes

qui, sous ce profil, auraient pu se manifester au cours du processus de développement interne.

Que le succès dans le domaine des échanges extérieurs repose sur un développement durable de l'économie interne, l'expérience italienne est là pour le confirmer. Il suffit de considérer que, durant la période 1950-1961, la composante « exportations » a agi dans une mesure relativement plus accentuée sur la demande globale que les deux autres composantes « consommations » et « investissements »; en effet, sa moyenne annuelle a progressé, en valeur réelle, de 13,2 % — contre une augmentation de 9,3 % des investissements et de 5,0 % de la consommation — c'est-à-dire de 5,9 % pour l'ensemble de la demande interne.

Les échanges de marchandises et de services dont, en 1952, le déficit avait atteint un maximum de 635 millions de dollars, devinrent excédentaires, en 1961, pour 178 millions de dollars.

Les réserves officielles qui, en décembre 1949, s'élevaient à 407 millions de dollars, atteignirent en décembre 1961 le montant de 3419 millions.

Ces modifications démontrent que l'Italie a su tirer profit des exceptionnelles circonstances qui favorisèrent le processus d'industrialisation rapide de son économie. Mais elles indiquent dans le même temps la subordination accrue du développement du pays à la compétitivité de ses produits. Cette exigence, jointe au souci de maintenir le rythme du processus de développement et, bien entendu, de protéger la stabilité monétaire, représenta l'objectif permanent de la politique qui présida à l'administration de la liquidité.

L'amélioration de la balance des paiements constitua un facteur d'expansion de la liquidité interne qui, s'ajoutant à la création de liquidité par le Trésor public, permit de satisfaire les besoins du système économique accrus par le processus de développement.

Dans le même temps, le rapport entre la liquidité du marché et le niveau des salaires continua sa progression, à cause surtout de l'augmentation contenue des salaires monétaires: c'est pourquoi le niveau global de la demande (tel qu'il est exprimé par le niveau de la liquidité) dépassa le niveau des coûts (tel qu'il est exprimé par les salaires nominaux).

Dans ces conditions, le rôle de la politique monétaire demeura longuement celui de seconder un développement qui recelait déjà en soi des forces d'expansion suffisantes, en évitant de recourir à de nouveaux stimulants et de provoquer un développement excessif et désordonné.

Les autorités monétaires italiennes insistèrent à maintes reprises sur l'importance de la dynamique des salaires pour la conduite de la politique monétaire.

Les événements de 1958 — cette année-là, la balance des paiements fut excédentaire; l'amélioration de la situation monétaire et des changes s'exprima d'une façon significative par le rétablissement de la convertibilité extérieure de la lire, mais dans le même temps les investissements subirent une certaine stagnation — prouvèrent qu'une attitude modérée dans les revendications de salaires a un poids considérable dans les décisions de caractère conjoncturel, tout autant que dans les décisions destinées à produire des effets à long terme.

La politique de liquidité alors suivie comptait manifestement sur la collaboration des salariés. Face à une création considérable de liquidité due à la conversion en liras de l'excédent de la balance des paiements et au financement à court terme du Trésor — création supérieure aux exigences normales du marché —, toute mesure de résorption des liquidités excédentaires fut évitée délibérément. Il s'agissait évidemment de solliciter la reprise de la production, mais cela entraînait également des risques qui furent pris pour garantir la continuité du processus de développement.

La formation d'une liquidité croissante et l'abaissement des taux d'intérêt qui marquèrent la période 1958-1959, représentèrent une force impulsive importante et, en présence d'une dynamique des salaires encore contenue, cette force assura la reprise et le développement rapide des années suivantes.

En 1960, comme en 1961, la manœuvre de la liquidité eut encore pour objectif prééminent d'assurer la continuité du développement.

On se rendait naturellement compte que, grâce à la persistance de la haute conjoncture et à l'augmentation considérable de l'emploi (le pays semblait ainsi libéré d'une vieille fatalité), les différences de progression entre productivité et salaires, qui constituèrent autrefois un élément important du financement interne des entreprises, s'atténuèrent, tandis que le revenu disponible pour la consommation s'élevait sensiblement.

Néanmoins, l'existence dans le pays de marges de main-d'œuvre disponible et d'une capacité productive encore utilisable pour l'expansion de l'offre, l'excédent persistant de la balance des paiements et le niveau des réserves de devises, et la conviction qu'une politique cherchant à freiner et à relancer alternativement l'expansion aurait des conséquences défavorables sur le rythme du développement engagèrent les autorités monétaires à poursuivre la régularisation de la liquidité principalement encore dans le but de seconder le processus de développement en cours dans l'économie italienne.

Techniquement, les événements internationaux et la situation interne réclamèrent plusieurs adaptations. A partir de 1960, l'importance relative de la composante étrangère dans la création de la liquidité (moyennant les cessions de devises aux organismes monétaires) diminua avec la réduction de l'excédent de la balance des paiements et l'importance des autres composantes (opérations du Trésor et de l'institut d'émission) s'accrut. La nécessité d'une collaboration plus étroite fut donc à nouveau affirmée en vue d'administrer la liquidité d'une façon plus rationnelle.

Les conditions dominantes de 1950-1961 commencèrent à se modifier vers la fin de cette période. Le développement rapide, qui atteignit de 1959 à 1961 une valeur d'environ 8% d'augmentation annuelle du revenu national réel, détermina une surchauffe du système économique et une pression sur les niveaux des salaires, face à une disponibilité de main-d'œuvre qui, particulièrement dans certaines régions et dans le secteur des ouvriers spécialisés et qualifiés, se trouvait incapable de satisfaire la demande.

Dans le même temps, la capacité de progression de la productivité du système économique qui avait soutenu l'expansion spectaculaire de l'économie italienne,

commença à fléchir au fur et à mesure que la position de l'Italie se rapprochait de celle des autres pays industriels.

Cette situation, par tant de côtés déjà en phase d'évolution, subit l'incidence, dès le second semestre de 1961, d'une variable autonome, représentée par une hausse des salaires contractuels dépassant fortement l'augmentation de productivité réalisable par le système de production, d'où une inflation des coûts qui modifia en faveur des travailleurs la répartition du revenu national, avec d'inévitables répercussions, entre autres, sur la formation de l'épargne.

Les salaires moyens horaires dans les industries de transformation qui, du début de 1959 à la fin du 1^{er} semestre de 1961, avaient été relevés en l'espace de deux ans et demi de 11 % environ, progressèrent l'année suivante (c'est-à-dire dans le second semestre de 1961 et dans le premier semestre de 1962) d'environ 15 %. Les salaires contractuels de l'industrie subirent en 1962 une hausse de 13,3 % et dépassèrent largement le taux moyen d'augmentation de la période 1953-1961 qui avait été de 4,2 %. Dans l'agriculture, le niveau des salaires, surtout ceux des ouvriers temporaires, augmenta dans le même temps de 24,4 %.

Les traitements des fonctionnaires bénéficièrent de relèvements substantiels: la première fois en mai 1962, à raison de 25,3 %, la seconde fois en février 1963; ils progressèrent dans l'ensemble de 52,9 %.

Cet exposé se propose de ne pas s'écarter des limites strictement techniques des choix face auxquels est placée la politique de liquidité dans des phases conjoncturelles déterminées. C'est pourquoi la présentation des faits n'implique aucun jugement sur l'opportunité ou non, d'un point de vue social et même économique de plus longue période, de la hausse des salaires qui s'est produite.

Ce qui intéresse ici, c'est de constater que la hausse autonome des salaires introduisait soudainement dans le système économique un facteur de rigidité, impossible à éliminer, et qu'il fallait absorber afin de rétablir un nouvel équilibre.

Dans ce cas — il en est toujours ainsi dans la vie économique —, le facteur « temps » revêt une importance fondamentale; en effet, toute variation ou tout changement autonome d'une partie du système réclame du temps afin que dans les autres parties de ce système des adaptations puissent se produire sans détériorer ou éliminer les capacités de développement de l'économie. Cette considération prend même une importance particulière pour une économie en phase d'expansion rapide dont les capacités potentielles de développement à plus long terme demeurent encore considérables, malgré les difficultés de plus courte période.

La concentration, survenue dans un bref laps de temps, d'importants rajustements de salaires posait donc le problème de la recherche d'un nouvel équilibre et, pour l'obtenir, le facteur « temps » revêtait encore une importance capitale aux fins des choix à effectuer.

Le relèvement autonome des salaires détermina l'expansion des revenus monétaires et, donc, de la demande globale qui, par ailleurs, tendait déjà à augmenter à cause de la demande d'investissements accrue, due aux décisions prises pendant la période précédente qui concernaient souvent des plans pluriennaux. Ces décisions

reposaient sur la supposition implicite du maintien du taux d'expansion et de la répartition du revenu des années 1959-1961, ainsi que de la tendance à l'augmentation des possibilités de financement qui s'étaient exceptionnellement accrues au cours de cette période.

Dans ces conditions, si l'on avait voulu ramener immédiatement la demande monétaire globale dans les limites de l'offre interne à prix inchangés, cela aurait entraîné, d'une part, un fléchissement si grand du niveau des investissements qu'il eût été difficilement concevable et, d'autre part, une baisse massive des revenus des non salariés (en particulier, des profits).

Il suffit de considérer les chiffres en jeu pour constater l'impossibilité d'une solution de ce genre. En effet, en supposant que les salaires représentent 60 % du revenu national, leur progression dans la proportion moyenne de 15 % se traduit par une élévation de 9 % des revenus monétaires globaux.

Pour que le montant global des revenus reste inchangé, il faudrait donc abaisser d'environ 22 % tous les revenus des non salariés, y compris les revenus agricoles. Si la compensation devait porter simplement sur la réduction des profits, cela comporterait une contraction si forte qu'il est difficilement concevable de la retenir, même comme hypothèse.

Bien sûr, les hausses des prix, dues à l'accroissement des coûts, ne peuvent se produire qu'à la condition que les autorités monétaires élèvent l'offre de la monnaie en corrélation avec sa demande, mais il n'en reste pas moins vrai que les autorités monétaires doivent envisager consciemment les effets de leur action et tenir compte des limites de rupture dans le fonctionnement du système économique.

En présence d'un facteur de déséquilibre dans le système économique, une politique monétaire qui s'efforcerait de rétablir immédiatement un nouvel équilibre sans considérer les limites d'élasticité du système ne serait pas adroite. Au contraire, c'est précisément sur la force d'élasticité du système économique — d'autant plus élevée que plus long est l'intervalle de temps dans lequel elle agit — qu'il faut faire levier afin de rétablir, moyennant d'opportunes adaptations, un nouvel équilibre.

En premier lieu, l'économie italienne disposa, durant la période 1959-1961, d'une balance des paiements présentant un excédent persistant, dont la résorption était non seulement possible mais aussi souhaitable.

Deuxièmement, le niveau élevé des réserves de change constituait un amortisseur de capacité suffisante pour permettre l'afflux temporaire de l'étranger des ressources destinées à faire face à l'excédent de la demande interne.

Troisièmement, les marges de capacité productive encore disponibles et les réserves de main-d'œuvre à employer — si ce n'est immédiatement, tout au moins dans un délai raisonnable — laissaient prévoir, avec la poussée de la productivité, l'existence de marges d'élasticité satisfaisantes de l'offre interne.

En 1962, la politique monétaire consista donc à approvisionner l'économie d'une liquidité suffisante pour empêcher l'arrêt de tel ou tel secteur de l'activité productive mais sans pour autant fournir toute la liquidité qui aurait été nécessaire pour trans-

férer totalement sur les prix l'augmentation des coûts, une partie de cette augmentation ayant été compensée par la détérioration des profits.

Par conséquent, le potentiel d'inflation créé par l'élévation des coûts s'est répercuté en partie sur les prix, ce qui a permis une reconstitution partielle des marges bénéficiaires, et, pour une autre partie, a provoqué d'abord la résorption de l'excédent de la balance des paiements et ensuite la formation d'un déficit sensible dans les rapports extérieurs.

Le renversement conjoncturel de 1962 eut, par ailleurs, des effets considérables sur l'équilibre entre épargne et investissements ainsi que sur le marché des capitaux.

La redistribution du revenu national en faveur des salariés qui se produisit en 1962, et par conséquent la diminution de la fraction des revenus des entreprises qui était affectée au financement des nouveaux investissements, ne pouvait que conduire à une plus faible propension globale à l'épargne.

En 1961, le revenu national aux prix courants ayant progressé de 10,5 %, on avait enregistré une élévation de 15,3 % dans la formation brute de capital. En 1962, par contre, le revenu national aux prix courants progressa de 12,2 % et le taux d'expansion de la formation brute de capital de 10,3 % seulement. En termes réels, le fléchissement du taux d'accroissement de la formation d'épargne fut encore plus sensible, vu la plus forte augmentation des prix en 1962 par rapport à l'année précédente.

Le lien entre la distribution des revenus et le volume total de l'épargne — qui existe toujours dans n'importe quel type de système économique — apparut donc plus que jamais évident, spécialement pour une économie comme celle de l'Italie, qui repose encore sur l'ampleur de l'épargne volontaire par rapport à la totalité des épargnes destinées aux investissements.

Ajoutons que le processus de reconstitution des actifs financiers s'était probablement épuisé, ce qui concourait à ralentir l'afflux de fonds disposés à s'investir. Ce processus avait largement contribué à déterminer le développement exceptionnel du marché financier jusqu'en 1961, année où l'ensemble des actifs financiers avait probablement atteint une consistance conforme aux nouveaux niveaux du revenu et des patrimoines privés.

Il ne faut pas oublier non plus les effets que produisit sur le marché des capitaux la nationalisation de l'industrie électrique.

Les modalités de sa réalisation tinrent compte de la nécessité de permettre aux autorités monétaires de ne pas perdre le contrôle du marché. C'est justement ce qui serait arrivé si on avait procédé immédiatement à la liquidation des indemnités au moyen d'obligations, en modifiant soudainement et profondément les volumes comparatifs des actifs financiers investis respectivement en actions et en obligations.

La solution adoptée en Italie pour nationaliser l'industrie électrique visait précisément à circonscrire les conséquences qu'aurait eues sur le marché des capitaux une modification subite et considérable de la nature des valeurs mobilières lancées sur le marché.

Les sociétés auxquelles appartenaient les entreprises électriques furent laissées en état et il fut décidé que leur indemnisation s'échelonnait sur dix annuités. Les

indemnités peuvent éventuellement être mobilisées, auprès d'établissements de crédit spécialisés, par les sociétés qui désirent en accélérer l'emploi en investissements productifs. Cela permet aux autorités monétaires de maintenir ces opérations dans des limites compatibles avec l'équilibre du marché.

Bien entendu, cette solution n'a pas empêché que le marché souffre de la profonde transformation qui s'est produite dans les sociétés électriques, mais, à n'en pas douter, elle en a grandement atténué les conséquences.

Pour de multiples raisons, l'afflux de fonds sur le marché des capitaux accusa donc un net fléchissement en 1962 et précisément au moment où la demande était plus forte et en phase d'augmentation sensible.

En effet, la demande de capitaux pour investissements continuait à progresser à cause des plans d'investissements publics et privés datant de la période de conjoncture exceptionnellement favorable et reposant sur la présomption que se poursuivrait le processus d'accumulation tel qu'il avait agi jusqu'en 1961. De plus, la réduction des marges d'autofinancement des entreprises imposait un financement externe moyennant le recours au marché des capitaux, afin de lui demander une partie comparative plus élevée des besoins nécessaires aux nouveaux investissements.

La demande accrue de capitaux ne trouva donc pas de contrepartie adéquate sur le marché, et la situation de lourdeur qui en résulta, ne put être redressée qu'à l'aide d'un ensemble d'interventions de la part des autorités monétaires.

En 1962, le total net des émissions de valeurs mobilières atteignit 1642 milliards, soit 300 milliards en plus du montant, déjà élevé, de l'année précédente. Mais 857 milliards seulement furent placés dans le public; la différence fut répartie entre les établissements de crédit et les organismes qui centralisent leurs disponibilités auprès du Trésor: en définitive, elle fut placée moyennant la création de disponibilités monétaires. Les établissements de crédit purent intervenir grâce à l'institut d'émission qui accrut leur liquidité, en provoquant ainsi une augmentation de la liquidité du public.

En 1962, donc — nous l'avons déjà souligné — l'institut d'émission fournit au système économique des liquidités suffisantes pour éviter des répercussions défavorables sur la continuité du développement, dans la conviction que le processus de réajustement nécessaire après l'élévation des coûts ne pouvait s'accomplir à l'aide de dispositions restrictives de l'offre de monnaie puisque l'insuffisance d'épargne interne aurait réduit sensiblement les investissements et aurait eu des effets négatifs sur le niveau de l'emploi. On jugea plutôt de mieux satisfaire aux exigences d'une économie en voie d'expansion en échelonnant dans le temps l'adaptation indispensable et en permettant, dans ce but, que l'élévation des coûts se répercute partiellement sur les prix, de manière à résorber en partie le pouvoir d'achat accru des revenus distribués et à permettre aussi un rétablissement partiel des marges d'autofinancement des entreprises.

Ce choix, évidemment, reposait sur la possibilité de décharger sur la balance des paiements cette partie du potentiel d'inflation qui ne s'était pas traduite par une augmentation correspondante des prix internes. Par conséquent, vu les inévitables limites d'une telle opération dans le temps, ce choix reposait sur la condition essentielle

que ne se produiraient pas entre-temps de nouvelles tensions inflationnistes qui, en affectant à nouveau la succession temporelle des événements déjà expliquée, éloigneraient la perspective de rétablir l'équilibre, avec des effets qui, par leur durée, auraient fini par dépasser les limites d'élasticité du système.

Déjà dans les premiers mois de 1963, il apparut évident qu'au lieu de s'arrêter, ou tout au moins de s'affaiblir, le précédent rythme de progression des coûts continuait et tendait même à s'accroître. Et cela tandis que l'excédent de la balance des paiements s'étant graduellement résorbé, celle-ci devenait décidément déficitaire avec une nette tendance à une aggravation ultérieure.

De ce fait, les choix possibles de la politique monétaire se réduisirent progressivement puisque la liquidité accrue du public, en se traduisant par une élévation de la demande non satisfaite par l'offre interne, n'aurait pas pu trouver une compensation indéfinie dans le déficit de la balance des paiements, c'est-à-dire dans la partie des réserves de change susceptible d'être affectée au financement des oscillations conjoncturelles sans préjudice pour la stabilité de la valeur extérieure de la monnaie.

Les formes techniques du contrôle de la liquidité, lors de l'apparition des nouvelles exigences qu'on vient d'indiquer, ont été choisies en tenant compte des effets qu'occasionnerait l'emploi de l'un ou de l'autre instrument d'intervention.

Le rétablissement, à partir du mois d'octobre 1962, de la faculté pour les établissements de crédit d'encourir des positions débitrices nettes en devises vers l'étranger a permis au système bancaire de modifier la composition de sa trésorerie, en liras et en devises, en fonction des taux d'intérêt pratiqués sur les différents marchés. L'ensemble du système économique a pu ainsi neutraliser la réduction de la liquidité interne produite par l'évolution de la balance des paiements, caractérisée désormais par une structure déficitaire des transactions commerciales et des mouvements de capitaux.

En ce qui concerne le recours à l'endettement bancaire vers l'étranger plutôt qu'à un prélèvement direct sur les réserves, il convient de souligner que, s'il n'avait pas eu lieu, l'effet déflationniste lié à l'évolution défavorable de la balance des paiements ne se serait pas nécessairement produit intégralement.

L'adaptation de la liquidité globale aux objectifs des autorités monétaires aurait pu naturellement se réaliser moyennant la manœuvre compensatoire des autres composantes internes, ce qui est d'ailleurs conforme à l'expérience historique, dès qu'on s'éloigne des modèles étroitement mécaniques d'adaptation de la politique monétaire aux exigences imposées par les conditions de la balance des paiements.

D'autre part, ce processus de reflux de la liquidité internationale, de certains marchés vers d'autres, apparaît d'autant plus justifié qu'on estime — on entend ceci fréquemment au sein des institutions internationales — que pour le rééquilibre de la balance des paiements on devrait recourir non seulement à des mesures monétaires mais aussi à des mesures fiscales et de politique économique générale dont l'application est évidemment plus lente.

Il s'agit aussi, de toute façon, de garder la mesure, et c'est dans ce but que les autorités monétaires italiennes ont invité les établissements de crédit (en septembre 1963) à ne pas accroître, et si possible à réduire, leur position débitrice vers l'étranger.

La persistance de la tension des prix, en 1963, les déficits croissants enregistrés dans les échanges de marchandises et de services, le fléchissement de la formation d'épargne face à des plans d'investissements très lourds, particulièrement dans le secteur public de l'économie, ont en effet fourni assez récemment des indications univoques sur la nécessité d'une action plus énergique visant à ralentir le processus de formation des moyens de paiement.

Les effets de cette action, déjà visibles dans la seconde moitié de 1963, sont apparus plus nettement au début de la nouvelle année.

CONCLUSION

Dans les dernières années, ce sont les aspects du développement spectaculaire de l'économie italienne, jugés surprenants ou imprévus, qui ont souvent retenu l'attention, plutôt que les forces qui en animèrent le dynamisme, les distorsions qui se manifestèrent à cause de son élan même, les problèmes complexes qui s'imposèrent aux responsables de la politique économique.

Le grand chemin parcouru par l'Italie dans l'après-guerre ne pouvait combler le retard d'une très vaste région de l'Italie, le Midi, demeurée longtemps dans une de ces situations d'« équilibre de sous-développement » que la pensée économique moderne vient de nous rendre si familières. Le processus de développement n'aurait pas pu d'ailleurs éliminer ces déséquilibres entre les secteurs productifs (par exemple, entre agriculture et industrie) et entre l'assouvissement des différentes catégories de besoins privés et publics qui font partie des lacunes structurelles de l'économie italienne. Et même, ce développement rapide contribua dans de nombreux cas à accentuer des déséquilibres et des carences dont le redressement était confié à une action corrective de longue durée.

La volonté manifestée par les sphères politiques compétentes de planifier la politique économique en vue de l'élimination à long terme de ces déséquilibres et de ces disproportions s'explique en effet par des circonstances objectives qui, bien qu'étrangères pour la plupart aux responsabilités spécifiques des autorités monétaires, ne manquent pas d'affecter l'équilibre monétaire.

Qu'on songe, par exemple, aux conséquences multiples de l'absence d'un plan d'urbanisme rationnel. Elle provoque non seulement des coûts sociaux de congestion et de rendement productif amoindri qui, à leur tour, aggravent sensiblement le coût du travail, mais aussi une poussée spéculative sur les valeurs foncières si forte qu'elle altère profondément la répartition de la richesse et engendre des effets psychologiques nuisibles à la stabilité monétaire.

Face à cette nécessité, qui représente aussi le postulat d'une répartition rationnelle des prêts fonciers, face aux carences analogues d'autres secteurs de base (tels ceux de l'instruction publique, de la santé, de la viabilité), il faut reconnaître que l'engagement majeur et le désir d'une coordination plus organique des mesures d'intervention publique, envisagées par le gouvernement dès les premiers mois de

1962, traduisaient les nécessités effectives du pays, en un moment toutefois où de nouvelles difficultés de son rythme de développement impétueux faisaient sentir leur poids.

La tendance, précédemment constatée, à une augmentation du coût du travail supérieure à l'augmentation de la productivité, et le volume croissant des investissements planifiés par le secteur public, contraignirent l'institut d'émission à signaler, comme il était de son devoir, que la nouvelle situation imposait un ordre de priorité raisonnable des nécessités du secteur privé et public afin de les maintenir dans les limites de l'épargne disponible.

Cet appel aux facteurs réels conditionnant le processus de financement de la production et des investissements ne signifie pas méconnaître l'existence, dans le pays, de déséquilibres entre les secteurs de production et entre les différentes zones territoriales, ou de disproportions accentuées entre le degré de satisfaction de certaines consommations non essentielles et la condition arriérée de certaines structures fondamentales de la communauté.

L'œuvre patiente de rééquilibre et de modération des variations conjoncturelles que la politique de liquidité est appelée à entreprendre, en accompagnant dans le même temps les tendances de fond du développement économique, est destinée à faire face aux difficultés croissantes d'une économie en phase de rapide expansion. Dans un système économique caractérisé par une expansion rapide, les facteurs réels de fond qui conditionnent l'équilibre monétaire et financier subissent souvent des variations d'une intensité insolite par rapport aux variations qu'on peut considérer normales dans un système économique ayant déjà atteint un degré suffisant de stabilité.

L'augmentation remarquable du nombre des salariés, les migrations internes, les mouvements de main-d'œuvre entre les différents secteurs de production, l'évolution des goûts et des habitudes qui en résultent, les variations de la répartition entre les différentes catégories de revenus et leurs effets sur la propension à l'épargne, l'accroissement massif des besoins de capitaux pour répondre aux nouvelles exigences: c'est-à-dire, dans leur ensemble, les problèmes structurels naissant du développement s'ajoutent, avec l'intensité des déséquilibres qui en découlent, aux fluctuations conjoncturelles habituelles de tout système économique.

En présence de tels phénomènes, apparaissent plus que jamais évidentes les limites infranchissables de la politique monétaire et financière qui, à elle seule, est certes incapable d'exercer une influence sur la dynamique de ces mêmes facteurs de fond qui toutefois conditionnent son action.

Il est également évident que les marges d'élasticité que la politique monétaire a le devoir d'établir pour assurer la continuité du développement doivent être, dans une économie en phase de rapide expansion, comparativement plus élevées que les marges également nécessaires au sein d'une économie déjà équilibrée au point de vue structurel.