

BANQUE NATIONALE SUISSE

Rapport sur la situation économique et monétaire

présenté au Conseil de Banque de la Banque nationale suisse
dans la séance du 14 juin 1968

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

La situation de l'économie dans le monde

Depuis notre dernier exposé, l'activité économique a repris dans la plupart des pays industrialisés. Cette reprise est due principalement à l'accroissement de la demande aux Etats-Unis et en République fédérale d'Allemagne. L'accroissement des importations de ces pays favorise la relance de la conjoncture dans d'autres régions. Presque partout, le commerce extérieur progresse maintenant davantage que l'an dernier. Toutefois, dans la plupart de ces régions, l'essor n'a pas encore entraîné une augmentation sensible des investissements industriels car, dans bien des secteurs, les capacités excédentaires sont encore suffisantes pour faire face momentanément à l'expansion de la demande. L'essor actuel de la conjoncture ne pourra se poursuivre et s'accroître que si la demande d'investissements s'accroît à son tour de façon générale; il deviendra alors de plus en plus insensible aux tensions monétaires persistantes et aux troubles politiques et sociaux.

Pour l'instant, ce sont précisément des dangers de ce genre qui entravent les investissements, facteur important du développement économique. La politique monétaire fortement restrictive des USA, les mesures déflationnistes décrétées en Grande-Bretagne pour assurer la défense de la livre, les troubles politiques et sociaux survenus en France, l'avance du parti communiste en Italie, la crise gouvernementale en Belgique, voilà autant d'événements qui, en décourageant les investissements, ralentissent la reprise de l'économie européenne. Le rôle de l'accroissement des importations de la République fédérale d'Allemagne dans l'évolution future de la conjoncture s'en trouvera renforcé.

Il n'est toutefois pas impossible que l'ampleur des améliorations de salaires accordées récemment aux ouvriers français et la façon dont elles ont été obtenues entraînent une accélération de la hausse des salaires dans d'autres pays où elle avait été ralentie par la récession. Cela stimulerait la demande de consommation et contribuerait à dissiper les craintes que l'on peut avoir à faire des investissements. Le danger d'inflation augmenterait du même coup.

Aux Etats-Unis, le produit national brut a progressé durant le premier trimestre de 10 % (taux annuel) en valeur nominale et de 6 % en valeur réelle. La demande de consommation a augmenté elle aussi dans des proportions considérables. D'autre part, le déficit des finances publiques s'est accru. Le découvert du budget fédéral, qui était de 10 milliards de dollars pour la dernière année financière, a passé à 20 milliards pour l'année financière en cours.

La demande se heurte de plus en plus aux limites de la capacité productive. Cela a accéléré la hausse des prix et dégradé la balance commerciale. Dans les mois de février et mars, le coût de la vie dépassait de 4,7 % celui de l'année précédente, et les effets positifs du programme d'assainissement de la balance des paiements ont été compensés en majeure partie par la détérioration de la balance commerciale. L'excédent de la balance commerciale qui, l'an dernier, atteignait en moyenne 900 millions de dollars par trimestre est tombé à 100 millions au premier trimestre de 1968.

Le retard apporté par le Congrès à approuver le projet de mesures fiscales a obligé les autorités monétaires à combattre la hausse des prix et l'accroissement excessif des importations par un resserrement de la liquidité du marché de l'argent qui doit réduire la demande d'investissements. Les taux d'intérêts américains atteignent maintenant un niveau qui rappelle l'année 1929.

Il faut espérer que le Congrès tiendra compte de l'urgence de la situation et prendra sans plus tarder les mesures fiscales nécessaires pour lutter contre l'inflation.

Ce n'est pas seulement par l'influence qu'elle exercera sur le volume de la demande que cette décision revêt une grande importance. Il s'agit aussi de savoir si les Etats-Unis peuvent appliquer une politique fiscale qui permettrait d'assainir leur balance des paiements et, par là, de maintenir et d'aménager encore l'actuel système monétaire international.

Nous avons déjà exposé pourquoi, dans les conditions actuelles, le développement économique en République fédérale d'Allemagne présente une telle importance pour l'évolution de la conjoncture dans les autres pays. Toutes les informations

récentes confirment l'impression que la reprise s'étend peu à peu à tous les secteurs importants de l'économie allemande. Contrairement à d'autres pays de l'Europe continentale, dans lesquels c'est principalement la demande étrangère qui entretient la conjoncture, en Allemagne, l'activité économique est également stimulée par les investissements.

Les achats allemands à l'étranger ont fortement augmenté. Pendant le premier trimestre de 1968 déjà, les importations se sont accrues de 16 %. Il est vrai que les exportations allemandes, de leur côté, continuent de se développer fortement (1er trimestre 1968: 12,3 %). Les exportations allemandes aux Etats-Unis ont augmenté de 50 %, et celles destinées à la Grande-Bretagne de 20 %.

Cette progression persistante des exportations montre qu'en dépit de l'accroissement de la demande interne, l'Allemagne dispose toujours d'importantes réserves de capacité productive. Il pourra donc s'écouler encore quelque temps jusqu'à ce que l'augmentation des investissements provoque des phénomènes de surchauffe. Toutefois, plus la demande d'investissements s'étendra, et plus la croissance des importations prendra le pas sur celle des exportations. L'impulsion donnée à la demande s'étendra alors de plus en plus aux autres pays.

Grâce aux réserves de capacité encore disponibles, l'essor économique n'a pas encore entraîné jusqu'ici de hausses de prix notables en République fédérale d'Allemagne. Vu la position favorable de la balance des paiements, l'extension de la demande interne n'est menacée d'aucune entrave directe de nature monétaire.

En Grande-Bretagne, malgré la dévaluation, les importations ont augmenté plus fortement que les exportations au cours des quatre premiers mois de l'année en cours. Contrairement à son programme, ce pays a donc contribué à raviver la demande internationale; en d'autres termes, la dévaluation n'a pas encore, jusqu'ici, provoqué un revirement de la balance commerciale ainsi qu'on l'espérait. Cela est dû en partie au fait que le long intervalle qui a séparé l'annonce et la mise en application de la majoration des taxes indirectes a suscité une poussée de la demande de consommation.

Plus le revirement escompté tarde à se produire, plus l'idée se confirme que, sous l'angle des prix également, la dévaluation était une erreur, et que la propension à l'exportation, trop faible en regard de la propension à l'importation, ne peut être accrue que par une dure pression de la concurrence.

Ce sont, semble-t-il, les adversaires d'une politique de déflation qui ont obtenu la dévaluation. Or c'est précisément la dévaluation qui a imposé la déflation la plus grave survenue jusqu'ici. Sous ce rapport également, la dévaluation apparaît comme une erreur.

Le développement des relations économiques de la Grande-Bretagne avec l'étranger dépendra aussi de l'évolution que suivront les salaires et les prix.

L'adoption par le Parlement de la loi sur les prix et les revenus donne au gouvernement la compétence de contrôler les mouvements des prix et des salaires durant les douze prochains mois. Les augmentations de salaires, en particulier, ne devront pas dépasser $3\frac{1}{2}$ % par an. La politique des revenus ne tend pas seulement à refréner fortement la hausse des coûts et des prix en vue de renforcer la capacité de concurrence. Elle vise aussi à maintenir le niveau des revenus aussi bas que possible à l'intérieur du pays afin de libérer une part de la capacité productive pour l'exportation et de restreindre les importations. Il convient de reconnaître qu'avec cette loi et le budget très restrictif du 19 mars, le gouvernement britannique a entrepris de sérieux efforts pour assainir la situation économique. On observera en particulier que, par rapport aux impôts sur le revenu, la charge fiscale subit un décalage accentué en faveur des impôts de consommation. Cela pourrait accroître l'intérêt du contribuable à produire davantage. Pour des raisons de politique monétaire, la Grande-Bretagne a besoin d'améliorer rapidement et fortement sa balance des revenus. Espérons qu'elle y parviendra enfin.

En Italie, pays épargné l'an dernier par les phénomènes de récession, le rythme de la croissance a quelque peu fléchi ces derniers mois. C'est surtout l'expansion de la demande interne qui s'est ralentie. Cependant, la reprise économique dont bénéficient d'autres pays, et particulièrement la République fédérale d'Allemagne, contribuera certainement à maintenir cette année l'activité économique à un niveau élevé. Les changements politiques résultant des dernières élections ont, il est vrai, jeté un certain froid dans l'économie italienne, ce qui s'est traduit notamment par une forte hausse des cours de bourse.

Il n'est pas encore possible d'apprécier toutes les conséquences des troubles politiques et sociaux survenus en France. On se demande surtout si les augmentations de salaires - directes et indirectes - compromettront la capacité de concurrence de la France au point qu'il faille s'attendre à une renaissance du protectionnisme français - avec ses répercussions sur la réalisation de l'union douanière de la CEE et sur le Kennedy-Round - ou à une dévaluation du franc français

Les charges nouvelles que l'économie française devra supporter sont considérables. En période d'essor de l'économie mondiale, il n'est pas exclu d'emblée que la France puisse s'en accommoder. L'utilisation accrue de la capacité de production

disponible, à laquelle il faut s'attendre par suite de l'expansion des revenus, va d'abord améliorer la productivité des entreprises qui, en général, ne sont pas exploitées à plein rendement. Une partie des augmentations de salaire aurait dû être concédée de toute façon. Il est probable qu'au cours de la relance économique, une série de pays concurrents ou clients de la France devront, eux aussi, majorer leurs salaires et leurs prix. Les événements survenus en France sont propres à accélérer ce mouvement. Les conséquences des récents événements sur la capacité concurrentielle de la France seront lentes à se manifester. Dans l'intervalle tout au moins, la tendance au protectionnisme risque de s'accroître. Il ne sera pas indifférent de savoir si et dans quelle mesure ces récents événements vont, en France, diminuer la propension aux investissements et favoriser l'exode clandestin des capitaux.

La situation monétaire

L'évolution de la situation monétaire a été très mouvementée durant ce premier semestre.

Dans le cadre des institutions, deux événements méritent d'être signalés:

- en mars ont été créés deux marchés de l'or avec des prix différents,
- les organes du Fonds monétaire ont approuvé un texte sur la réglementation des droits de tirage spéciaux, qui est prêt à être ratifié.

Les risques que comporte l'existence d'un double prix de l'or ont déjà été exposés lors de la dernière séance. Les hausses de prix survenues jusqu'ici sont restées dans des limites telles qu'elles ne menacent pas la stabilité des monnaies.

Pour bien des observateurs, l'évolution des prix sur le marché libre de l'or est, à brève ou moyenne échéance, un indicateur permettant d'apprécier la viabilité des conditions monétaires actuelles. Si la méfiance augmente, le prix de l'or va monter, accentuant à son tour la méfiance et augmentant la propension à des spéculations monétaires.

L'évolution de la situation monétaire sera déterminée avant tout par le résultat des efforts visant à une réduction substantielle du déficit de la balance américaine des paiements.

C'est du succès de ces efforts que dépendra dans une large mesure le maintien des relations actuelles entre les monnaies, de la convertibilité à des cours fixes et des parités-or actuelles. Il y a bientôt une année que nous avons examiné avec le Conseil de banque les causes du déficit américain. Depuis lors, la situation s'est aggravée. Cela nous amène à tenter une nouvelle analyse.

Il y a près de vingt ans que la balance américaine des paiements est déficitaire. Pendant dix ans au moins, ce déficit était nécessaire au renforcement de la position monétaire du reste du monde et au développement de l'économie mondiale. Les Etats-Unis l'ont favorisé sciemment par une politique de dons et de prêts d'une rare générosité et par une présence militaire favorisant l'afflux de dollars dans bien des parties du monde.

Après la guerre, le marché américain a exercé tout d'abord un tel attrait que la plupart des autres pays ne pouvaient augmenter leurs réserves qu'en restreignant le volume des importations de produits américains; sans ces mesures discriminatoires, tous les dollars disponibles auraient servi à acheter des marchandises américaines et ils auraient reflué vers les Etats-Unis. Chaque dollar qui s'écoulait à l'étranger avait tendance à être réabsorbé rapidement par les exportations de l'économie américaine.

Vers la fin des années cinquante, en raison de la dévaluation de la plupart des monnaies européennes et du renforcement de l'économie de l'ancien continent, il est devenu difficile pour l'économie américaine de réabsorber intégralement et de façon automatique les dollars répandus dans le monde et cela malgré la suppression des restrictions frappant les importations de marchandises américaines. Le mouvement d'intégration européenne n'a pas tardé, il est vrai, à créer de nouvelles discriminations des genres les plus divers. La demande de marchandises américaines étant un peu plus faible que les entrées de dollars, les réserves de dollars des banques centrales ont rapidement augmenté, surtout en Europe continentale. Cela a stimulé la tendance à convertir les dollars en or.

Très élevées après la fin de la guerre, les réserves d'or des Etats-Unis ont rapidement diminué. Comme les entrées courantes de dollars dans les banques centrales dépassaient régulièrement les conversions en or, le rapport entre les réserves d'or des Etats-Unis et leurs dettes monétaires s'est détérioré, c'est-à-dire que l'aptitude des Etats-Unis à rembourser intégralement en or les créances monétaires de l'étranger est apparue sous un jour moins favorable. Cela a porté atteinte au prestige du dollar comme moyen de réserve.

On a toutefois tendance à oublier que jusqu'à ces tout derniers temps, les investissements courants des Etats-Unis à l'étranger dépassaient de beaucoup le déficit de la balance des paiements, c'est-à-dire que la diminution des réserves nettes était plus que compensée par l'amélioration du bilan de la fortune extérieure.

Les Etats-Unis auraient donc pu rétablir rapidement le prestige du dollar en tant que moyen de réserve s'ils avaient été en mesure d'éliminer pendant une année ou deux le déficit de leur balance des paiements et de réduire ainsi la signification des réserves d'or comme critère de leur solvabilité vis-à-vis de l'étranger. Non seulement ils n'ont pu le faire jusqu'ici, mais le déficit a atteint tout récemment un chiffre record, ce qui a accru la méfiance.

Lorsqu'on tente d'apprécier la situation, il faut chercher avant tout pourquoi les USA n'ont pas réussi jusqu'ici à obtenir temporairement l'excédent souhaitable de leur balance des paiements, alors que le déficit ne représente que quelques pour mille du produit national brut.

On a dit souvent que c'était précisément le peu d'importance que ce déficit revêt pour l'économie américaine qui, politiquement, empêchait le gouvernement des Etats-Unis de subordonner sa politique économique et sa politique étrangère à l'assainissement de la balance des paiements.

La situation n'est toutefois pas si simple. Il est à relever tout d'abord que, du début de la deuxième guerre mondiale jusqu'il y a environ trois ans, la dépréciation du dollar a été généralement plus faible que celle des principales monnaies européennes. La création monétaire était plus limitée, les prix de gros et le coût de la vie augmentaient dans de moindres proportions. Ainsi, jusqu'il y a peu de temps, la propension à l'inflation était moins prononcée aux Etats-Unis qu'en Europe.

Jusqu'à ces derniers temps, le déficit américain et la dégradation de la capacité de concurrence des Etats-Unis vis-à-vis de l'Europe devaient donc provenir essentiellement de facteurs structurels, et non de l'évolution des prix.

Comme on ne cesse de parler en Europe d'un retard par rapport aux Etats-Unis sur les plans scientifique, technique et industriel, la constatation que l'on vient de faire semble presque paradoxale.

Parmi les multiples explications tentées, c'est la "thèse des investissements" qui paraît avoir le plus de poids. Elle se fonde sur la tendance toujours plus forte manifestée depuis 1955 par les grandes entreprises américaines à produire en Europe plutôt qu'à exporter en Europe. Jusqu'à ces derniers temps, les dépenses qu'elles ont faites à l'étranger dans ce but dépassaient le montant du déficit de la balance des paiements.

Considérée à plus longue échéance, cette cause du déficit - quelle que soit l'atteinte qu'elle ait pu porter au prestige du dollar comme moyen de réserve - n'est pas particulièrement inquiétante. On peut présumer que, dans un proche avenir, ces investissements aboutiront à des transferts de revenus aux Etats-Unis qui compenseront, s'ils ne la dépassent pas, la charge qu'ils représentaient à l'origine pour la balance des paiements.

Ce qui compte bien davantage, c'est que, pour l'Europe et une partie du monde, la demande de biens américains est couverte de plus en plus rapidement par les centres de production européens des sociétés américaines. La possibilité d'augmenter les exportations américaines est ainsi devenue moins élastique. Cela doit avoir réduit l'aptitude de l'économie américaine à réabsorber par ses exportations les dollars qui se sont écoulés à l'étranger.

Vu le dynamisme de l'économie américaine, on peut cependant présumer qu'elle va créer sans désemparer de nouveaux produits que les succursales européennes ne se mettront pas à fabriquer aussitôt. Ainsi, l'exportation recouvrera progressivement son élasticité. L'amélioration de la balance des paiements sera d'autant plus nette que s'accroîtront les bénéfices des investissements faits jusqu'ici à l'étranger.

Il est bien compréhensible que cette cause du déficit n'aurait pu être que très difficilement éliminée en améliorant la discipline monétaire interne qui était meilleure qu'en Europe. Il a paru plus opportun, en l'occurrence, de chercher à y remédier en diminuant les dépenses du gouvernement à l'étranger et les investissements dans d'autres pays.

La situation de la balance des paiements n'est devenue critique qu'à partir du moment où l'économie américaine, principalement sans doute à cause de la guerre au Vietnam, s'est trouvée soumise à une inflation toujours plus marquée. Aux faiblesses structurelles décrites s'ajoutent donc la hausse des prix et l'accroissement des importations. La situation est encore aggravée du fait que, jusqu'à ces derniers temps, l'Europe

était en majeure partie soumise à une récession et que ses réserves de capacité lui permettent momentanément de répondre à l'accroissement actuel de la demande. Depuis l'automne dernier, le déficit de la balance américaine des paiements a atteint un nouveau sommet*. Ce qui avait pu être gagné jusqu'ici, depuis le début de l'année, grâce au programme américain d'assainissement de la balance des paiements, a été pratiquement anéanti par la dégradation de la balance commerciale.

Les Etats-Unis, mais plus particulièrement le système monétaire actuel, ne peuvent souffrir plus longtemps une telle évolution de la balance américaine des paiements sans qu'il en résulte des dommages ou des perturbations considérables.

Il faut évidemment se rendre compte que le monde dans son ensemble ne dispose pas d'une quantité excessive de dollars, mais que les dollars qui s'écoulent à l'étranger du fait du déficit de la balance américaine s'accumulent dans quelques pays seulement (République fédérale d'Allemagne, Suisse et, dans une moindre mesure, Italie, Benelux).

Le principal risque pour l'ordre monétaire est que ces pays prennent des mesures en vue de prévenir de nouveaux afflux de dollars, ou alors qu'un afflux excessif de devises américaines dû à la spéculation les oblige à prendre de telles mesures.

Il faut par conséquent accorder la priorité absolue à la lutte contre l'inflation qui se manifeste actuellement aux Etats-Unis.

Le Congrès n'a que trop tardé à approuver les mesures d'assainissement budgétaire propres à combattre l'inflation. Il semble cependant que ces décisions seront prises prochainement. Le Système fédéral de réserve, pour remédier à la passivité du Congrès, a appliqué des restrictions monétaires qui ont porté les taux d'intérêt à un niveau qu'ils n'avaient plus atteint depuis trente ans.

Il faut également espérer que les pourparlers avec le Vietnam du Nord marqueront des progrès qui, même s'ils sont lents, pourraient avoir sur le plan économique un effet d'apaisement avant même que la paix soit conclue.

Ainsi, ces derniers temps, la situation monétaire n'a pas évolué de façon réjouissante, mais les perspectives d'une amélioration progressive subsistent et elles semblent même se préciser quelque peu ces derniers temps.

* au rythme annuel de 4 milliards de dollars

Si la crise monétaire venait à s'aggraver, le rôle de plaque tournante que joue la Suisse sur le plan financier international pourrait mettre notre pays dans une situation monétaire et conjoncturelle particulièrement difficile; c'est pourquoi nous avons tout intérêt à favoriser l'apaisement plutôt qu'à dramatiser les choses.

L'évolution de la balance des paiements de la Grande-Bretagne reste malheureusement peu satisfaisante.

Jusqu'ici, la dévaluation n'a pas entraîné l'amélioration escomptée de la balance commerciale. Cela confirme une fois de plus que les difficultés de la Grande-Bretagne ne résultent pas au premier chef du niveau des prix anglais. De plus, le long intervalle qui a séparé l'annonce de l'augmentation des taxes de consommation et leur majoration effective a, pour un temps, fortement stimulé la demande de consommation et, partant, les importations.

Il faut espérer que le budget de mars aboutira enfin à un redressement spectaculaire de la balance commerciale, permettant à nouveau de croire que la Grande-Bretagne peut améliorer sa solvabilité par des mesures de politique économique. Cette démonstration est nécessaire si l'on veut contenir dans des limites supportables la propension des autres pays de la zone sterling à réduire leurs avoirs en livres. L'irréparable dommage causé par l'effondrement du mythe de l'efficacité de la "stop and go policy" apparaît de plus en plus clairement.

La lourde charge résultant des dettes de la dernière guerre est demeurée "maniable" aussi longtemps que l'on a cru que la Grande-Bretagne était en mesure d'améliorer très rapidement et de façon substantielle sa solvabilité extérieure au moyen de cette politique.

Le franc français, lui aussi, est mis en question. Nous avons déjà exposé pourquoi, sur la base des données actuellement connues, il semble prématuré d'admettre que la parité actuelle du franc soit impossible à maintenir. D'autre part, les réserves monétaires françaises, qui approchent 6 milliards de dollars, sont extraordinairement fortes, pour ne pas dire excessives. Les pertes en devises subies jusqu'ici s'élèvent approximativement à 700 - 800 millions de dollars, ce qui correspond à peu près aux montants tirés sur le Fonds Monétaire International. Le gouvernement devra certainement renoncer à la politique de stabilisation qu'il appliquait jusqu'ici. Les trois semaines de grèves qui ont affaibli la situation financière des entreprises et les hausses de salaires massives rendront nécessaire une forte expansion du crédit.

Comme l'autorité de l'Etat a reçu un coup dont elle ne pourra se remettre que lentement, de nouvelles difficultés de nature à réduire la productivité risquent encore de se présenter.

La principale menace pour la stabilité du franc ne provient pas, à mon sens, des répercussions que les troubles ont déjà eues, mais de la crainte de celles qu'ils pourraient encore avoir.

Un exode continu de capitaux risquerait d'affaiblir davantage la monnaie. Certes, le contrôle des devises, promptement réintroduit, limiterait cet exode; mais il peut aussi accentuer et prolonger la méfiance. Il en résultera pour notre pays de nouveaux afflux de capitaux qui sont inopportuns aussi bien pour l'évolution de nos réserves que pour notre politique conjoncturelle. En ce qui concerne l'évolution des réserves, ces afflux sont inopportuns parce qu'ils ne manqueront pas d'accroître encore la masse des devises qui afflueront à la Banque nationale en cas d'aggravation des tensions monétaires internationales.

Considérés du point de vue de la politique de conjoncture, les risques résident d'une part dans le renforcement du potentiel de crédit des banques et, d'autre part, dans la propension particulière des capitaux français à s'investir dans des valeurs suisses.

La situation économique en Suisse

Pendant le premier trimestre, le volume de la production de notre industrie a augmenté davantage que d'ordinaire à cette saison. Comme, durant la même période, le nombre des personnes occupées a diminué, il semble que la productivité s'est encore accrue.

Sous l'effet de la relance internationale de la demande décrite au premier chapitre, nos exportations se sont accrues de 11,4 % dans les quatre premiers mois de l'année, contre 8,2 % l'année précédente. Ce résultat est dû principalement à l'augmentation des exportations en France (17,1 %), aux Etats-Unis (12,7 %), en République fédérale d'Allemagne (11,5 %) et en Grande-Bretagne (10,3 %). L'Allemagne exceptée, il s'agit de pays qui vont plutôt s'efforcer de restreindre leurs importations. Dans la mesure où elles sont conditionnées par l'étranger, les tendances à la reprise ne paraissent donc pas encore absolument assurées contre les "intempéries".

La demande intérieure de biens de consommation n'a que modérément augmenté; la production de logements, en revanche, a nettement progressé.

Ainsi, dans les quatre premiers mois de l'année, il s'est construit dans les 65 villes de plus de 10 000 habitants 10 % de logements de plus que l'année dernière. Cette tendance est confirmée par le fait que les projets de construction ont augmenté de 13,4 % (et même de 40 et 49 % dans les mois de mars et d'avril), et les promesses de crédits de construction de près de 27 %.

Par contre, les investissements dans des constructions industrielles et artisanales continuent de fléchir.

La reprise de la demande provient donc presque exclusivement des exportations et jusqu'à un certain point de la construction de logements.

L'évolution du crédit est particulièrement intéressante. Durant le premier trimestre de cette année, le volume des crédits utilisés dans le pays a un peu moins augmenté qu'il y a une année. Cela laisserait supposer que la conjoncture s'est de nouveau ralentie. Toutefois, le volume des crédits promis a augmenté de 50 %. Si problématique que puisse être une statistique des promesses de crédits, ces chiffres n'en semblent pas moins annoncer une relance des investissements. D'ailleurs, le fait que plus de 40 % des nouvelles promesses portent sur des crédits de construction est significatif.

Au cours du premier trimestre de l'année courante, les salaires ont augmenté de 2,3 % contre 3,2 % dans la même période des deux années précédentes. Quant à l'indice des prix à la consommation, son taux de progression annuelle est descendu à 3,2 % en moyenne durant les cinq premiers mois de 1968, contre 3,8 % en 1967 et 5,3 % en 1966.

La reprise de la demande se précise, mais elle n'a pas encore atteint le stade où elle pourrait se développer de façon autonome. Si la demande d'exportations continue d'augmenter, l'afflux d'argent et de capitaux croissant depuis quelque temps pourrait accélérer l'extension de la relance conjoncturelle en Suisse au cours du deuxième semestre.

Le besoin d'une politique monétaire de lutte contre l'inflation commencerait alors à se faire sentir de nouveau.

La situation sur le marché de l'argent
et des capitaux

Pendant les premiers mois de l'année en cours, le marché de l'argent a été très liquide, ce qui s'explique par l'utilisation limitée des crédits dans le pays, et surtout par les très importants afflux de fonds de l'étranger. Il s'agissait de fonds confiés à nos banques par des étrangers, et de rapatriements d'avoirs non-bancaires. En dépit de certaines craintes manifestées à l'époque, l'arrêté sur le crédit n'a donc pas amoindri l'attrait que nos banques exercent sur les fonds étrangers et il semblerait même qu'il l'a renforcé. Le crédit de la Banque nationale n'a été sollicité que dans une mesure relativement modeste à l'échéance trimestrielle. D'autre part, les conversions de devises sont demeurées restreintes; cela tient au fait que les banques ont affecté une partie des fonds qui leur venaient de l'étranger à des achats d'or, et qu'elles ont assimilé cet or à de la monnaie créée par la banque d'émission dans le calcul de leurs liquidités.

Lorsque l'on parle de la plus ou moins grande liquidité du marché de l'argent, il ne faut pas perdre de vue qu'une telle constatation ne se fonde jamais que sur une partie des liquidités des banques et non sur la position d'ensemble de notre système bancaire. Cela a son importance, car la créance extérieure nette de nos banques leur permet de déterminer avec une grande indépendance l'approvisionnement du pays en argent. Les actifs étrangers, pour la plupart réalisables à très court terme, et les passifs, représentent aujourd'hui environ un quart du total des bilans de notre système bancaire. Grâce aux importants placements dont elles disposent déjà à l'étranger et à l'afflux courant de nouveaux fonds étrangers, les banques peuvent doser selon les besoins la liquidité intérieure en vendant des devises à la banque d'émission. La situation du marché suisse de l'argent est donc déterminée dans une large mesure par la relation entre les avantages offerts par la Suisse d'une part et par l'étranger d'autre part en ce qui concerne la sécurité et le rendement des placements. Pour des raisons de concurrence et de sécurité, les banques sont toutefois portées à satisfaire de préférence la demande interne de crédit.

L'évolution actuelle des bilans bancaires rappelle le début des années soixante. Il convient donc de scruter de plus près analogies et différences.

Le total des bilans des 75 banques qui nous remettent des données mensuelles a augmenté l'an dernier de 13 %, c'est-à-dire davantage qu'en n'importe quelle année, excepté 1961. Cette extraordinaire progression des bilans est due en premier lieu à l'afflux de fonds étrangers dans les banques. Ainsi, les engagements envers l'étranger des quelque 200 banques qui nous remettent des indications trimestrielles sur leur position extérieure et intérieure ont augmenté en 1967 du montant record de 5,3 milliards de francs. Les placements bancaires à l'étranger ont augmenté au même rythme que les rentrées, jusqu'au moment où les banques se sont mises à renforcer leurs réserves d'or en raison des troubles suscités par la dévaluation de la livre sur les marchés des devises et surtout sur le marché du métal jaune. D'après les dispositions du règlement d'exécution de la loi sur les banques, l'or est porté au bilan parmi les disponibilités. De la sorte, les achats d'or permettent aux banques, en dépit d'une forte progression du total des bilans, de se tirer d'affaire en augmentant dans une mesure relativement modeste leurs disponibilités en monnaie créée par la banque d'émission. Durant toute l'année dernière, la demande interne de crédit, influencée par la détente conjoncturelle, a pris peu d'expansion. Les afflux de fonds ont donc augmenté le potentiel inflationniste, mais non la tendance effective à l'inflation.

L'afflux de devises dans nos banques s'est encore accentué cette année. Pendant le premier trimestre, l'accroissement des engagements bancaires envers l'étranger a atteint 1,9 milliard de francs environ, ce qui correspond à un accroissement annuel de 7,5 milliards de francs en tout cas. A cela s'ajoute un montant estimé à 1,7 milliard de francs provenant vraisemblablement en majeure partie du rapatriement de placements étrangers par la clientèle suisse des banques. Vu la modeste capacité d'absorption de la demande interne, les banques ont également replacé ces fonds à l'étranger. Les créances des banques sur l'étranger se sont accrues de 5 milliards de francs en chiffre rond au cours des trois premiers mois. Sur ce montant, 1,7 milliard de francs en chiffre rond correspondent au remplacement à l'étranger de liquidités que les banques s'étaient procurées pour l'échéance annuelle en cédant des dollars à la Banque nationale. Les réserves d'or des banques, elles aussi, ont encore augmenté. La liquidité élevée et l'évolution, calme jusqu'ici, de la demande interne de crédit, se traduisent dans le fait que les grandes banques ont reçu des établissements qui travaillent principalement sur le marché suisse des dépôts importants qu'elles ont également placés à l'étranger. Les banques cantonales, à elles seules, leur ont fourni ainsi un milliard de francs en chiffre rond. C'est surtout le fort accroissement des fonds d'épargne qui leur a permis de le faire. Au cours des trois premiers mois de cette année, les fonds versés

sur les carnets d'épargne et les livrets de dépôt ont augmenté dans les 75 banques presque exactement du double de l'année précédente. Les fonds placés en obligations de caisse ont aussi continué d'augmenter fortement. D'autre part, le peu de dynamisme manifesté par la demande de crédit a permis aux banques cantonales de réduire momentanément leurs disponibilités dans une mesure considérable (de près de 350 millions de francs).

Ainsi, les banques sont devenues encore plus indépendantes de la Banque nationale en ce qui concerne l'approvisionnement du pays en argent et en crédits. Notre système bancaire dispose pour étendre le volume interne des crédits d'un énorme potentiel de liquidités qui continue d'être renforcé par l'afflux persistant de fonds étrangers. A la différence des années 1960 à 1964, cela n'a pas influencé jusqu'ici le volume interne du crédit, car notre économie n'était que peu portée à investir. Il pourrait toutefois en être tout autrement dès que la tendance actuelle à la reprise se généralisera. Contrairement aux années soixante, notre économie ne dispose plus actuellement que de réserves de capacité très restreintes et, partant, d'une élasticité très faible en matière d'expansion. Il paraît donc nécessaire de s'y prendre à temps pour chercher à empêcher que les poussées conjoncturelles ne soient encore stimulées par le crédit bancaire. Si l'on n'y parvient pas, la tendance à l'inflation pourrait, vu les possibilités restreintes d'expansion, s'amplifier beaucoup plus rapidement qu'au début des années soixante.

Sur le marché des émissions, la liquidité généralement élevée se fait nettement sentir. Malgré une activité très intense dans ce domaine, les emprunts nouvellement émis ont généralement été largement couverts. Les émissions publiques d'emprunts suisses ont atteint pendant les cinq premiers mois le montant de 1 174 millions de francs (1967: 1 074 millions). Les emprunts étrangers ont atteint un volume plus élevé que l'an dernier (405 millions de francs contre 289 millions). Il en a été de même des émissions publiques d'actions suisses. Déduction faite des remboursements, le marché des capitaux a, au total, été mis à contribution pour 1 696 millions de francs, soit près de 300 millions de plus que dans la période correspondante de l'année précédente.

Sous l'influence de la forte hausse des taux d'intérêt survenue à l'étranger et surtout aux Etats-Unis, chez nous également les taux à court terme ont un peu augmenté ces derniers temps. A Zurich, le taux de l'argent au jour le jour est monté progressivement de $3/4$ % et il atteint actuellement $2\frac{1}{2}$ %; mais il s'est élevé par moments jusqu'à $3\frac{1}{2}$ %. Pour les dépôts à trois mois, les grandes banques ont relevé l'intérêt en trois étapes jusqu'à $3\frac{3}{4}$ %; depuis la dernière augmentation, le taux

de $3 \frac{3}{4}$ % s'applique aux dépôts de trois à onze mois. Vu la liquidité persistante du marché, les taux à moyen et à long terme n'ont pas été influencés par cette hausse. Le rendement des obligations de la Confédération atteignait 4,35 % à la fin de mai, c'est-à-dire qu'il n'a pas changé par rapport à la fin de mars. Quant au rendement des obligations cantonales, il était de 4,63 %, soit légèrement moins élevé qu'à la fin de mars. L'évolution des taux d'intérêt sur le marché à court terme continuera de subir l'influence du mouvement des taux à l'étranger, notamment aux Etats-Unis et sur le marché des eurodevises. Ce qui importe surtout en ce qui concerne les Etats-Unis, c'est de savoir si le programme fiscal du gouvernement va enfin pouvoir se réaliser, car cela permettrait aux autorités monétaires d'assouplir un peu leur politique de crédit. Chez nous, l'expansion de la demande de crédits et de capitaux résultant de la reprise économique pourrait certes renforcer la tendance à la hausse des taux. Toutefois, le degré élevé de liquidité, l'apport toujours considérable de l'épargne et surtout les nouveaux afflux éventuels de fonds de l'étranger s'opposeraient à une telle tendance.