

Exposé sur la situation économique et monétaire  
présenté à la séance du Conseil de banque du 13 décembre 1968  
par Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

La situation économique dans le monde

Durant le second semestre, l'essor économique s'est poursuivi dans les principaux pays industrialisés du monde libre. La croissance du produit national brut réel des pays de l'OCDE devrait atteindre, comme au premier semestre, un taux de 5½ %, ce qui correspondrait à une croissance annuelle presque deux fois plus élevée que celle de 1967. Les mesures monétaires adoptées aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne n'ont pas empêché l'expansion de se poursuivre. Les faits infirment donc les prévisions d'éminentes instances tant nationales qu'internationales qui avaient annoncé un ralentissement sensible de la croissance économique au cours du second semestre.

Trois constatations permettent peut-être d'expliquer ce phénomène. Les mesures fiscales visant à freiner la surchauffe conjoncturelle n'ont pas déployé les effets attendus. Un modèle par trop théorique, négligeant certains aspects psychologiques et politiques du problème, a conduit à une surestimation de l'efficacité des mesures fiscales en tant que moyen de politique conjoncturelle. Ces erreurs ont en outre résulté des recommandations faites par des organismes aussi renommés que l'OCDE, mais basées sur une analyse des perspectives économiques qui s'est avérée inexacte. Enfin, la recherche d'une expansion aussi rapide que possible, qui constitue l'objectif premier de la vie économique actuelle, a encore consolidé ces vues erronées. Ainsi, ne pouvant admettre une diminution de la croissance, on préfère adopter une attitude pessimiste et stimuler, même un peu trop, les facteurs d'expansion. Il faut espérer que la

mode des taux de croissance les plus élevés possibles fera place à une analyse plus différenciée de l'évolution économique, qui donnera beaucoup de poids à d'autres facteurs décisifs tels que la stabilité des prix et le maintien d'un juste équilibre entre les différents secteurs de l'économie et les groupes sociaux.

On pourrait certes objecter que les mesures prises, en particulier aux Etats-Unis, déploieront leurs effets avec un certain retard. De maints côtés en effet, on exprime l'avis que l'affaiblissement des poussées expansionnistes, prévu tout d'abord pour le second semestre de cette année, ne se produira qu'au cours du premier semestre de 1969. De nombreuses inconnues peuvent influencer le cours des événements, mais une rupture sensible de l'évolution conjoncturelle semble improbable dans un avenir si proche. Aux Etats-Unis, les fortes poussées inflationnistes se maintiennent toujours. Les majorations d'impôts et l'augmentation des prestations dues aux assurances sociales, ainsi que la réduction des dépenses fédérales ralentiront certes la croissance économique - ce qui, vu la hausse des salaires et des prix, serait hautement souhaitable -, mais il ne faut toutefois pas s'attendre à une stabilisation de la conjoncture. En Allemagne, l'économie semble avoir atteint les limites de sa capacité. Les récentes mesures visant à réduire les excédents de la balance du commerce ne devraient pas non plus renverser les tendances expansionnistes, mais seulement retarder la surchauffe de la conjoncture. Dans certains petits pays industriels, dont l'économie est essentiellement basée sur le commerce extérieur, comme les Pays-Bas, la Belgique et la Suisse, l'expansion des exportations a entraîné une nette reprise de la conjoncture, si bien qu'un léger fléchissement de la demande extérieure n'affecterait guère la croissance de leur économie. Dans la situation présente, les nouvelles mesures prises par la Grande-Bretagne et par la France pour freiner la conjoncture et

améliorer la balance du commerce ne devraient pas compromettre la reprise de l'économie mondiale, comme cela aurait encore pu être le cas il y a une année. Dans l'ensemble, même si l'expansion devait quelque peu se ralentir, on peut s'attendre à ce que la croissance économique se poursuive durant les prochains mois.

Comme nous l'avons vu, aucun affaiblissement des poussées expansionnistes n'est encore perceptible aux Etats-Unis. L'augmentation de la demande de consommation a provoqué un resserrement de l'épargne et un gonflement des ventes à tempérament. Les achats d'automobiles ont atteint un niveau record, tandis qu'une intense activité a continué de régner dans le secteur de la construction. Les projets d'investissement industriels se sont fortement accrus. De nombreux autres indices confirment la reprise de la conjoncture.

Il ne faut certes pas perdre de vue qu'une part importante des majorations fiscales décidées en juillet dernier n'arriveront à échéance qu'au premier semestre de 1969. En outre, l'augmentation des cotisations des assurances sociales entrera en vigueur le 1er janvier 1969. Enfin, la réduction des dépenses fédérales ne se fera vraiment sentir que dans les prochains mois. Il est difficile de prévoir quelles seront les effets de ces mesures sur la surchauffe économique qui a atteint un degré élevé. En octobre, l'indice des prix à la consommation a progressé de 0,6 % et dépassait de 4,6 % le niveau qu'il avait atteint une année auparavant. C'est le taux de renchérissement le plus élevé enregistré aux Etats-Unis depuis 1951, année de la crise coréenne. Cette progression des prix, reflet d'un excédent inflationniste de la demande, est inquiétante en raison de ses répercussions sur l'économie intérieure, (notamment sur les salaires) et plus particulièrement sur la balance américaine du commerce et la balance des revenus.

Si l'on en croit les déclarations faites jusqu'à présent, la nouvelle administration entend lutter énergiquement contre l'inflation, mais on ignore encore quelle politique elle adoptera.

L'expansion s'est poursuivie en Grande-Bretagne, malgré toutes les mesures visant à freiner la demande intérieure. La production industrielle a augmenté durant ces derniers mois, entraînant une diminution du chômage. La perte de confiance liée à la dévaluation de la livre a renforcé la propension à la consommation au détriment de l'épargne. Le chiffre d'affaire du commerce de détail a augmenté. L'important accroissement des crédits de consommation a favorisé l'expansion de la demande privée, ce qui n'a pas manqué de se répercuter sur les importations de produits finis. Les dépenses des collectivités publiques, en particulier, ont fortement progressé. Il en est résulté un nouveau gonflement de la circulation fiduciaire. Si les exportations se sont développées de façon réjouissante, l'augmentation des importations a été plus vigoureuse encore, de sorte que la balance commerciale accuse un déficit de 625 millions de livres pour les dix premiers mois de l'année contre 553 millions de livres pour toute l'année 1967.

La politique fiscale qui, depuis des années et tout particulièrement depuis le mois de mars dernier, tend à comprimer la demande anglaise, n'a pas pu freiner l'expansion de l'économie. Cela a amené le gouvernement à soumettre l'octroi de crédits de consommation à des conditions plus restrictives dès le début du mois de novembre. Immédiatement après la conférence de Bonn, il a en outre majoré les impôts sur le chiffre d'affaires grevant quelques biens de consommation durable, ainsi que les taxes fiscales sur le tabac, les spiritueux et l'essence. Il a d'autre part abaissé les limites des crédits bancaires, contraignant les banques à ramener leurs prêts à un niveau inférieur à

celui de la mi-novembre 1967. L'introduction des dépôts à l'importation pourrait avoir une portée pratique considérable. Avant le dédouanement de certains biens étrangers - il s'agit en particulier de biens de consommation privée, soit un tiers environ des importations - , les importateurs britanniques doivent verser 50 % de la valeur des marchandises sur un compte sans intérêt, où ce montant reste bloqué pour une durée de six mois. Les expériences anglaises et américaines ont montré que les mesures fiscales peuvent difficilement influencer sur le cours de l'économie, lorsque la population a acquis une mentalité inflationniste. Les restrictions monétaires seront vraisemblablement appelées à jouer un rôle croissant dans un proche avenir.

En Allemagne, le rythme de la croissance économique a dépassé les prévisions les plus optimistes du gouvernement. Au début de l'année, on parlait d'un taux de croissance du produit national brut réel de  $4\frac{1}{2}$  %; on s'attend maintenant à ce qu'il atteigne 6 % en chiffre rond. On se demande de plus en plus si les mesures de relance n'ont pas été trop rigoureuses. Jusqu'à présent, l'économie allemande a fait preuve d'une remarquable faculté d'adaptation. Elle a pu faire face à une demande sans cesse croissante, sans qu'il en résulte une sensible augmentation des prix. La tendance au renchérissement s'est tout de même renforcée depuis le milieu de l'année. Les possibilités d'expansion semblent pratiquement épuisées en particulier dans le domaine de l'emploi. Le chômage a été ramené au niveau de 0,8 % visé par le gouvernement. Comme on ne peut s'attendre à un taux de croissance aussi élevé l'année prochaine, une nouvelle progression de la demande risque de provoquer rapidement une forte hausse des prix. C'est en grande partie pour parer à ce danger que le gouvernement a décidé, le 19 novembre, de frapper les exportations d'une taxe extraordinaire de 4 % et d'accorder une prime à l'importation équivalente.

Durant ces dernières semaines, l'évolution de l'économie en France a de nouveau retenu l'attention générale. Au cours des mois derniers, le gouvernement français a voulu développer la production pour compenser la hausse des coûts résultant de la majoration des salaires, de la réduction des heures de travail et de diverses autres mesures prises sous le coup des événements de mai et de juin. A cette fin, il a notamment accordé de larges facilités de crédit au secteur privé comme au secteur public. Cette politique était bien fondée, car la France disposait d'importantes réserves tant en ce qui concerne la main-d'oeuvre que les capacités de production. L'évolution de l'économie française a répondu dans une large mesure à cette politique. La croissance de l'économie s'est accélérée, la balance du commerce n'a accusé qu'un léger déficit et si les prix ont augmenté plus rapidement que d'habitude, leur hausse ne semblait pas vraiment inquiétante. Il n'était cependant pas certain que l'expansion parviendrait à compenser suffisamment la progression des coûts. En novembre, lorsqu'il a décidé de ne pas dévaluer le franc, le gouvernement a pris une série de mesures destinées à restreindre la demande. Le but premier de la politique gouvernementale actuelle est d'affermir la confiance dans la monnaie et d'empêcher toute fuite de capitaux. Le déficit budgétaire, qui avait déjà été comprimé avant la crise monétaire, a encore été fortement réduit par la suppression de certaines dépenses et le relèvement des impôts. Par la même occasion, le gouvernement a entrepris une réforme partielle du système fiscal. Afin de consolider la position concurrentielle de l'économie française, la taxe sur les salaires, qui ne se répercutait que sur les prix des produits français, a été abolie et remplacée par une augmentation de la taxe sur la valeur ajoutée. Cette taxe frappe également les biens importés et fait l'objet d'une restitution sur les exportations. L'état exerce

aussi une large surveillance sur l'évolution des prix et des salaires. Le succès de ces mesures dépendra cependant en grande partie de l'attitude des partenaires sociaux.

En Italie, les mesures prises en août pour ranimer la demande intérieure, après le fléchissement conjoncturel de l'été dernier, n'ont entraîné jusqu'à présent aucune amélioration sensible. Les investissements privés, en particulier, continuent de stagner et certaines mesures gouvernementales ne semblent pas propres à les encourager. La formation du nouveau gouvernement qui se heurte à bien des obstacles, et la dégradation du climat social, qui se traduit par de nombreuses grèves, ne contribuent pas à une reprise de la conjoncture intérieure. Un important exode de capitaux compense l'excédent toujours élevé de la balance des paiements courants.

#### La situation monétaire

Ces dernières semaines, la situation monétaire internationale s'est trouvée placée une fois de plus sous les feux de la rampe.

Dès le début du mois de septembre, la presse britannique a plaidé pour une réévaluation du mark, provoquant ainsi une première vague de capitaux spéculatifs vers l'Allemagne. Les rumeurs reprurent de plus belle lorsque l'excédent persistant des exportations et l'essor croissant de la conjoncture américaine amenèrent l'Allemagne à se préoccuper du maintien de la stabilité des prix. On apprit que le conseil des experts économiques du gouvernement envisageait de recommander un changement de la parité du mark pour lutter contre "l'inflation importée." Comme les déclarations officielles n'ont pas semblé, à priori, exclure cette solution, et que l'Allemagne s'y était déjà ralliée,

dans une situation semblable, un nouveau changement de la parité paraissait de plus en plus vraisemblable. D'importants capitaux spéculatifs ont donc recommencé d'affluer en Allemagne au début du mois de novembre. Depuis lors et jusqu'à la conférence de Bonn, la Bundesbank a dû reprendre un peu plus de 2 milliards de dollars du marché.

Simultanément, l'incertitude planait sur l'évolution conjoncturelle en France. Après les événements de mai, les capitaux ont fui le pays, la méfiance qui avait gagné la population française avait provoqué de fortes sorties de capitaux, mais cet exode s'était ralenti par la suite. Les bruits relatifs à une réévaluation du mark l'ont ranimé, tout en renforçant l'hypothèse d'une dévaluation parallèle du franc. Ainsi donc, un cercle vicieux s'est rapidement créé qui n'était pas sans rappeler la spéculation sur l'or, consécutive à la dévaluation de la livre. Il semble cependant qu'une part des capitaux qui ont afflué en Allemagne provenaient du marché des euro-devises, car leur montant dépassait de beaucoup celui des sorties enregistrées par les autres pays. La vague de spéculation a atteint son point culminant à la mi-novembre. Le 19 du même mois, le gouvernement fédéral a pris des mesures fiscales destinées à restreindre l'excédent de la balance commerciale et il a décidé de ne pas réévaluer le mark. Le ministre allemand de l'économie, M. Schiller, a invité, en sa qualité de président en fonction, les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales du "Club des Dix" et de la Suisse à se retrouver le 20 novembre à Bonn, pour conférer de la situation monétaire. Les gouverneurs avaient déjà abordé ce sujet lors de leur réunion mensuelle des 16 et 17 novembre à Bâle.

La conférence du "Club des Dix", à laquelle nous avons représenté la Suisse, s'est tenue à Bonn dans une atmosphère tendue. Le marché allemand des changes était fermé comme de cou-



tume le 20 novembre, jour férié en Allemagne, mais dans plusieurs pays, comme la France et la Grande-Bretagne, il avait été officiellement fermé ce jour-là. Cela devait nécessairement éveiller l'impression que d'importantes mesures monétaires étaient imminentes. Les "Dix" ont tout d'abord entendu les représentants de l'Allemagne exposer les raisons qui avaient conduit leur gouvernement à prendre des mesures fiscales pour faire face à l'excédent des exportations, tout en maintenant la parité du mark. Le point de vue allemand a fait l'objet d'une longue discussion avant d'être accepté, car certains ministres s'étaient d'abord prononcés en faveur d'une réévaluation du mark. En ce qui concerne la France, il n'a été question que de l'ampleur que pourrait prendre une éventuelle dévaluation du franc, mais les "Dix" ont laissé au gouvernement français la liberté d'apprécier l'opportunité d'une telle mesure. D'autre part, les neuf partenaires de la France se sont déclarés disposés à lui accorder un crédit de 2 milliards de dollars, pour lui permettre de surmonter les difficultés monétaires résultant des événements de mai. En accord avec le Conseil fédéral, la Banque nationale a participé à cette aide pour un montant de 100 millions de dollars.

Peu après la conférence de Bonn, le président de la République française a fait connaître sa décision de ne pas dévaluer le franc. Le gouvernement a pris alors une série de mesures exposées ci-dessus. Il a également réintroduit le contrôle des changes sous une forme beaucoup plus stricte qu'en été. L'Allemagne et les Etats-Unis ont chaleureusement approuvé le maintien de la parité du franc français. En plus des mesures fiscales destinées à réduire l'excédent de la balance commerciale, l'Allemagne s'est attachée, par d'autres dispositions, à éloigner les capitaux spéculatifs étrangers. La livre étant

toujours soumise à d'importantes fluctuations, le gouvernement britannique a lui aussi renforcé, comme nous l'avons vu, les mesures tendant à endiguer la demande de consommation et les importations.

La récente spéculation monétaire n'a pas ébranlé le dollar. La balance des paiements américaine s'est nettement améliorée par rapport à 1967. Il ressort des données actuellement disponibles que le déficit de la balance générale "on liquidity basis" devrait au moins tomber de 3,6 milliards de dollars en 1967 à 1,5 milliard environ en 1968. L'amélioration de la balance des mouvements de capitaux et la réduction des dépenses du gouvernement à l'étranger ont seules contribué à cette heureuse évolution. En revanche, la balance du commerce et la balance des revenus ont continué à se détériorer. Le solde actif de la balance du commerce, qui avait atteint 4 à 5 milliards de dollars les années précédentes, est tombé à 800 millions de dollars durant les neuf premiers mois de cette année.

L'évolution de la balance des mouvements de capitaux américaine est bien l'un des phénomènes monétaires les plus frappants de cette année. Les capitaux transférés d'Europe aux Etats-Unis ont considérablement augmenté. Par l'intermédiaire de leurs filiales européennes, les banques américaines ont eu largement recours au marché des euro-devises et introduit ainsi aux Etats-Unis d'importants capitaux à court terme. (Les engagements des banques américaines envers leurs succursales européennes ont augmenté de 3 milliards de dollars durant les huit premiers mois de 1968 et ont atteint 7 milliards de dollars). Il est particulièrement intéressant de constater que les investisseurs européens ont placé des capitaux importants à long terme aux Etats-Unis, en achetant des valeurs américaines. (Les achats de valeurs américaines par des étrangers se sont élevés

d'après les données disponibles, à 2,8 milliards de dollars durant les neuf premiers mois de 1968 contre 1 milliard de dollars pour toute l'année 1967). S'agit-il d'un phénomène passager que favoriseraient, par exemple, les excédents substantiels de la balance des paiements allemande et le soutien apporté par ce pays aux exportations de capitaux, ou bien sommes-nous en présence d'un changement structurel engendré par des événements politiques ? Il est encore trop tôt pour répondre à cette question. On estime dans les milieux financiers que l'augmentation des achats de valeurs américaines par des étrangers n'est pas tant le fruit de l'évolution favorable des cours boursiers ou la conséquence de remous politiques, mais marque plutôt un changement dans les habitudes de placement des détenteurs européens de capitaux. Ils en veulent pour preuve l'accueil extrêmement favorable que l'Europe a réservé aux nouveaux fonds de placement américains. Ces mouvements de capitaux vont-ils se poursuivre ? Aussi longtemps que la balance du commerce américaine et celle des revenus ne se sont pas sensiblement améliorées, cette question garde toute son importance pour l'avenir de la balance des paiements et, par conséquent, pour la position du dollar. Il est évident, toutefois, qu'à longue échéance, un pays comme les Etats-Unis ne peut maintenir l'équilibre de sa balance des paiements par l'importation de capitaux. Si tel était le cas, qui devrait mettre des fonds à disposition des pays en voie de développement ? L'Amérique devra donc, malgré tout, s'efforcer d'améliorer de façon décisive sa balance courante, même si les mouvements de capitaux continuent de se développer à son profit. La lutte contre la surchauffe et les effets inflationnistes qui en découlent semble cependant primer toute autre considération.

La situation monétaire internationale demeure instable, même si l'étroite collaboration entre les banques centrales et les mesures prises par les gouvernements ont permis de repousser le récent assaut de la spéculation. Il en sera ainsi tant que les principaux pays n'auront pas assaini leur balance des paiements. Contrairement à ce que l'on répète sans cesse, ce n'est pas le système monétaire qui doit être réformé, mais la politique des gouvernements. Il est inutile d'insister sur l'intérêt particulier que porte la Suisse à l'établissement et au maintien d'un ordre monétaire stable. Le franc suisse n'a heureusement fait l'objet d'aucune spéculation. Nous ne pouvons cependant pas affirmer qu'il en sera de même lors d'une prochaine crise monétaire.

#### La situation économique en Suisse

L'accroissement de la demande extérieure continue de caractériser l'évolution de notre économie. Les exportations et les poussées expansionnistes qui leur sont liées ont encore augmenté ces derniers mois. Elles ont également conduit à une reprise progressive de l'économie intérieure. Toutefois, le resserrement du marché du travail, qui limite les projets d'investissement, exerce encore une influence modératrice. Pour parer à cette situation, des efforts de rationalisation ont été faits, qui ont conduit à des assainissements de structures plus prononcés qu'auparavant des entreprises ont fusionné, d'autres ont cessé leur activité. Il n'est pas aisé de déterminer si cette croissance relativement calme masque l'accumulation de forces expansionnistes qui pourraient déclencher brusquement une surchauffe de la conjoncture. Quoi qu'il en soit, il faut suivre l'évolution économique avec beaucoup d'attention.

Nos exportations ont de nouveau considérablement augmenté. Par rapport à la même période de l'année précédente, elles ont progressé en valeur de 17,7 % d'août à octobre. Le taux d'accroissement s'est élevé à 14,8 % pour les dix premiers mois de l'année. Comparé à l'année précédente, il a plus que doublé, puisqu'il avait atteint 6,2 % en 1967. Les principales branches de l'industrie d'exportation ont presque toutes profité de cet accroissement. Pour les dix premiers mois de l'année - et toujours par rapport à la période correspondante de l'année précédente - les exportations de l'industrie alimentaire ont progressé de 16,9 %, celles de l'industrie chimique de 15,5 %, celles de l'industrie des machines et appareils de 14,8 %, et celles de l'industrie textile de 8,6 %.

Les pays européens surtout, et l'Allemagne en particulier, ont contribué à l'expansion de nos exportations. De janvier à octobre 1968, la valeur de nos ventes s'est accrue de 25,4 % en République fédérale, de 16,6 % en Suède, de 15,6 % en Italie et de 14,7 % aux Etats-Unis. En Grande-Bretagne et en France par contre, nos exportations n'ont augmenté que de 12,6 % et 5,8 %. Ces taux se situent en dessous de l'augmentation moyenne. Les commandes étrangères ont continué d'affluer, si bien que la progression des exportations se poursuivra vraisemblablement le semestre prochain. Il n'est pas encore possible de prévoir les répercussions des récentes restrictions adoptées en France et en Grande-Bretagne sur notre commerce extérieur. Toutefois, les mesures fiscales allemandes, dont nous avons parlé plus haut, devraient compenser, en partie du moins, ce préjudice, du fait qu'elles améliorent notre position concurrentielle, aussi bien en Allemagne que sur des marchés tiers.

Dès le mois de juillet, les importations se sont accrues et elles ont poursuivi leur progression durant les derniers mois. Le taux d'accroissement s'est élevé à 8,4 % pour les dix premiers

mois contre 5,5 % l'année précédente; il a même atteint 23,1 % en octobre. L'expérience nous a appris que la Suisse augmente toujours ses importations lorsque l'économie se trouve dans une phase ascendante. Entre janvier et octobre, les importations de biens d'investissement et de produits énergétiques ont enregistré le taux d'accroissement le plus élevé - 20 % en chiffre rond pour chaque groupe -, ce qui confirme cette thèse.

La forte augmentation des exportations a entraîné une nouvelle réduction du déficit de la balance commerciale. Pendant les dix premiers mois, il a été de 568 millions de francs, ce qui représente une diminution d'un quart par rapport à l'année précédente. Il est intéressant de constater que cette diminution a résulté aussi bien de l'évolution des prix des importations que de celle des prix des exportations. Au cours des trois premiers trimestres, les prix des exportations ont augmenté de 4 % en moyenne, alors que ceux des importations ne se sont élevés que de 0,6 %. Bien que les données relatives à l'évolution des prix du commerce extérieur doivent être interprétées avec prudence, le fort accroissement des exportations semble montrer que notre économie occupe une position relativement favorable au sein de la concurrence internationale.

A l'intérieur du pays, la construction de logements a de nouveau progressé. De janvier à octobre, le nombre des appartements nouvellement construits a augmenté de 7 % par rapport à la même période de l'année précédente. Après une relative stabilité, les prix des biens-fonds et les coûts de construction ont de nouveau augmenté, surtout dans les agglomérations urbaines, qui ont connu une nette reprise de la construction. Dans les régions campagnardes, les prix des biens-fonds n'ont que peu évolué. L'indice du coût de construction de la ville de Zurich était au début d'octobre de 1,2 % plus élevé qu'une année auparavant. Le taux d'accroissement a pratiquement doublé par rapport à 1967.

Les projets de construction laissent présager un nouvel essor de ce secteur l'année prochaine. Le nombre des permis de construire accordés durant les dix premiers mois s'est accru de 16,7 % par rapport à la période correspondante de 1967. Si, durant les neuf premiers mois, les projets de constructions industrielles ont diminué, le volume des constructions nouvelles et des agrandissements a sensiblement progressé et a dépassé de 10,7 % le niveau atteint l'année précédente. La diminution du nombre des projets de constructions industrielles, qui semble être une conséquence du mouvement de concentration, n'a donc pas empêché un net accroissement des investissements.

La consommation privée de biens et de services n'a manifesté jusqu'ici aucune tendance à la hausse. Le taux d'accroissement réel de la demande de consommation devrait s'élever à 2,5 % en chiffre rond, comme en 1967.

Les chiffres disponibles montrent un ralentissement des dépenses des pouvoirs publics. Les cantons et les communes, avant tout, ont sensiblement modéré leurs dépenses. Pour l'année prochaine, en revanche, le budget de la Confédération prévoit une augmentation des dépenses de 10 %. Comme celles des cantons et des communes devraient également progresser, la part des pouvoirs publics à la demande globale ne tendra guère à diminuer en 1969.

Les salaires ont évolué calmement durant les trois premiers trimestres de l'année. Ils ont augmenté en moyenne de 3,1 %, contre 4,3 % dans la période correspondante de 1967. Les augmentations de traitement accordées par la Confédération, des cantons, des communes et, plus récemment, par les banques et les sociétés d'assurances vont certainement se répercuter sur l'évolution générale des salaires. Ces revenus additionnels et l'augmentation des rentes AVS devraient également entraîner une expansion de la demande de consommation.

La hausse des prix à la consommation s'est quelque peu accélérée ces derniers temps. En novembre, comme en octobre, l'indice des prix à la consommation a dépassé de 2,2 % le niveau de l'année précédente. En novembre 1967, le taux de renchérissement annuel était de 3,7 %. Il ne faut cependant pas oublier que l'évolution reflète en général avec beaucoup de retard celle de la conjoncture. Les prix actuels ne sont donc pas forcément le reflet de la situation économique d'aujourd'hui.

### I situation sur les marchés de l'argent et des capitaux

Ces derniers mois, des tensions temporaires se sont manifestées sur le marché de l'argent. Les banques qui voulaient profiter des conditions avantageuses des marchés étrangers ont maintenu pendant assez longtemps leurs liquidités en francs suisses à un niveau relativement bas, si l'on tient compte de l'accroissement de leurs engagements. A la fin d'octobre, elles se sont procuré des disponibilités supplémentaires en vendant des dollars à la Banque nationale. Les dollars qui ont afflué vers l'institut d'émission durant la récente crise monétaire - 913 millions - ont également contribué à accroître les liquidités des banques.

L'afflux de fonds étrangers dans nos banques s'est poursuivi pendant le troisième trimestre, quoique à un rythme plus faible qu'au premier semestre. De juillet à septembre, les engagements envers l'étranger se sont accrus de 0,6 milliard de francs, contre deux milliards en chiffre rond pendant le deuxième trimestre. Les banques ont replacé la totalité de ces fonds à l'étranger, si bien que leurs avoirs étrangers ont atteint 32,5 milliards de francs à fin septembre. Le montant net des avoirs à court terme à l'étranger s'élève donc toujours à 5 mil-



liards de francs. Nous avons souvent insisté sur l'importance de ces placements à l'étranger, qui constituent des réserves de liquidités dans lesquelles nos banques pourraient puiser si l'expansion de la conjoncture et du crédit devenait plus rapide.

Le marché des émissions a continué de connaître une intense activité au cours de ces derniers mois. A quelques rares exceptions près, les nouveaux emprunts ont été largement couverts. On constate toutefois une certaine saturation de la demande, ce qui s'est traduit par le fait que de nouveaux emprunts entièrement couverts ont vu rapidement leurs cours tomber en-dessous du prix d'émission. Il s'agit avant tout d'emprunts libellés en francs suisses et émis par des étrangers, qui se sont manifestement ressentis de la concurrence des marchés étrangers. Pendant les onze premiers mois, les émissions publiques d'emprunts et d'actions ont prélevé sur le marché un montant net de 3 824 millions de francs, soit en chiffre rond 648 millions de plus que l'année dernière. Les émissions d'emprunts suisses se sont montées à 2 569 millions, celles d'emprunts étrangers à 823 millions et les émissions d'actions suisses à 432 millions de francs.