

## R a p p o r t

sur la situation économique et monétaire  
présenté au Conseil de banque de la Banque nationale suisse  
en séance du 11 septembre 1970

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

---

### L'évolution de l'économie mondiale

Au cours du premier semestre, la croissance économique a faibli dans les pays occidentaux industrialisés. D'après les estimations du secrétariat de l'OCDE, l'accroissement réel du produit national brut dans l'ensemble des pays membres a passé de 5 % au premier semestre de 1969 à 2 % en chiffre rond cette année.

L'évolution a cependant varié d'un pays à l'autre. Alors qu'aux Etats-Unis, le taux de croissance économique était même légèrement négatif, et qu'il demeurait pratiquement stable en Grande-Bretagne, il est resté élevé dans des pays tels que le Japon et la France. Si la croissance s'est ralentie en République fédérale d'Allemagne, c'est uniquement parce que les réserves de capacité étaient épuisées.

La demande, elle aussi, a évolué de façon différente suivant les pays. Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, mais également pour une large part en France, l'excédent de la demande a pu être réduit. Dans les autres pays d'Europe continentale, en particulier en République fédérale d'Allemagne et en Italie, comme aussi au Japon, la demande a toutefois continué d'exercer une forte pression. Il serait donc prématuré de parler d'un arrêt général de l'expansion inflationniste de la demande. Ainsi l'Allemagne et l'Italie ont été amenées à renforcer encore ces derniers temps leurs mesures destinées à refréner la conjoncture. En Grande-Bretagne, les revendications salariales qu'accompagnent de fréquents arrêts de travail menacent de nouveau et fort inopportunément d'augmenter la demande de consommation et d'importation.

Bien que la croissance et la demande aient évolué différemment d'un état à l'autre, la poussée des prix s'est pratiquement maintenue dans tous les pays industrialisés. Même aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, où la demande a fléchi et la croissance s'est ralentie, la poussée inflationniste des prix n'a pas cessé. En Europe continentale, la hausse des prix s'est généralement renforcée ces derniers mois, car l'inflation par les coûts pro-

longe de plus en plus l'inflation déclenchée par l'expansion de la demande. La hausse générale des coûts et des prix est sans nul doute aujourd'hui le principal problème de politique économique du monde occidental. Dans l'ensemble des pays de l'OCDE, les niveaux nationaux des prix, mesurés à l'indice des prix qui sert à évaluer le produit national brut ne sont pas montés en moyenne de moins de 6 % au premier semestre de 1970. Comparé à celui du début des années soixante, le taux d'inflation a largement doublé.

Il apparaît une fois de plus que tant que les majorations de salaires dépassent notablement l'accroissement de la productivité, il ne suffit pas de modérer l'expansion de la demande pour contenir la poussée des prix. Il convient d'observer que cette fois les prix des marchés mondiaux ont été plus fortement touchés que jamais depuis la crise de Corée par l'évolution inflationniste. Ainsi, dans la zone de l'OCDE, les prix à l'exportation ont augmenté de 4 % en moyenne l'année dernière et de plus de 5 % au premier semestre de l'année en cours, contre 3/4 % seulement en moyenne durant les années 1955 à 1967. Naguère, grâce à la forte concurrence qui s'exerçait entre les industries exportatrices des divers pays, l'évolution des prix sur les marchés mondiaux était loin d'atteindre la hausse du niveau des prix à l'intérieur. Tel n'est plus le cas. Parmi les principaux pays exportateurs, il ne s'en trouve plus aucun pour imposer aux autres la circonspection dans leur politique des prix grâce à une stabilité exceptionnelle de ses prix et coûts. Aux Etats-Unis, la stabilité relative du début des années soixante a fait place à un renchérissement vigoureux. Au Japon et en Italie, la forte hausse des coûts et des prix s'est aussi, tout récemment, traduite par une augmentation progressive des prix à l'exportation et la République fédérale d'Allemagne, après la réévaluation et la forte hausse des coûts, n'exerce plus sur les marchés internationaux la même influence stabilisatrice. En outre, la vigoureuse expansion prise par la demande intérieure semble avoir dissuadé les entreprises de ces trois derniers pays de stimuler comme auparavant l'exportation en faisant des concessions sur les prix. Tous ces facteurs ont nettement amoindri la résistance contre les augmentations de coûts et ont favorisé un renforcement des tendances inflationnistes.

Tout comme la hausse accélérée des prix sur les marchés mondiaux, l'inflation croissante provoquée par les coûts salariaux suscite de sérieuses inquiétudes. Aux Etats-Unis, on s'attend pour les prochains mois à une nouvelle reprise de l'activité économique, bien que la hausse des coûts et des prix n'ait pas encore fléchi dans la mesure souhaitable. En Grande-Bretagne, on prévoit également une expansion de la demande, bien que la hausse du niveau des prix n'ait guère faibli. En Italie comme en République fédérale d'Allemagne, de nouvelles majorations

importantes de salaires sont en vue, en dépit des mesures anti-inflationnistes. Si la poussée actuelle des coûts et des prix devait persister, elle ne manquerait pas d'entraîner des distorsions et des tensions économiques et sociales dangereuses. Il faut donc espérer vivement que les efforts entrepris pour contenir l'évolution inflationniste des coûts et des prix ne diminueront pas ces prochains mois, mais vont au contraire se renforcer. Il s'agira en particulier de maintenir l'évolution des revenus dans un cadre adapté aux possibilités de croissance effectives de l'économie.

Aux Etats-Unis, la régression du volume de la production, qui avait commencé au milieu de 1969, s'est arrêtée depuis juin 1970. Le produit national brut en termes réels qui, après avoir diminué au premier trimestre, était resté pratiquement inchangé au second, devrait, d'après les indicateurs dont on dispose, de nouveau augmenter au second semestre. On déclare dans les milieux officiels que l'économie américaine passe actuellement d'une récession modérée à un lent rétablissement. Cette appréciation se fonde sur la reprise de la construction de logements, que favorise la détente sur le marché de l'argent et des capitaux. On s'attend en outre à ce que les hausses continues de salaires et la suppression du supplément d'impôt de 5 % à partir de cet été provoquent prochainement une nette augmentation des dépenses privées de consommation. Au cours des derniers mois, les ménages ont montré beaucoup de réserves dans les dépenses de consommation; partant, le taux de l'épargne privé a considérablement augmenté. Depuis quelque mois, les investissements industriels régressent. Au deuxième trimestre de 1970, les investissements de placements effectués par l'industrie privée étaient inférieurs de 3 % à ceux du quatrième trimestre de l'an dernier. Ce fléchissement paraît dû en premier lieu au resserrement des liquidités des entreprises américaines, mais les compressions sensibles des dépenses militaires y ont évidemment aussi contribué. On présume qu'après la forte expansion des dernières années et vu l'amenuisement des marges de bénéfice, les investissements de l'industrie privée resteront encore assez longtemps relativement faibles. Malgré les efforts de l'administration pour maintenir le budget en équilibre et pour fortement limiter, en particulier, les dépenses pour la défense et l'exploration spatiale, le compte d'Etat pour l'année courante paraît se solder par un déficit. A en juger d'après les dernières décisions qu'a prises le Congrès en matière de dépenses, ce déficit pourrait augmenter encore dans l'année à venir, mais les intentions du Congrès ne coïncident pas toujours avec celles de l'administration et l'approche des élections de novembre ne doit pas être étrangère à cet écart.

La pression des prix paraît s'être enfin ralentie ces derniers mois. L'indice des prix de gros n'est que peu monté depuis le début de cette année. Considérant que son évolution précède celle des prix à la consommation, on peut prévoir un nouveau fléchissement de ces derniers dont le taux, après avoir atteint passagèrement 7 % en juin et juillet, est descendu à 4 % en chiffre rond.

Un taux de chômage relativement élevé a accompagné l'accroissement plus lent de la demande globale. Fait plutôt surprenant, ce taux a passé de 4,7 % à 5 % en juillet. La cause principale en est sans doute, outre les congédiements dans quelques entreprises de l'industrie des armements et des vols spatiaux, l'entrée des jeunes gens dans la vie professionnelle. Les conseillers économiques du président des Etats-Unis estiment que la production de l'économie américaine est actuellement inférieure à sa capacité (de quelque 4 %). Il semble que, tenant compte des conséquences sociales du chômage, ils préconisent une reprise de l'activité économique plus rapide que ne la souhaitent les autorités monétaires. Au cours des derniers mois, le Federal Reserve Board a certes tempéré sa politique monétaire et de crédit, auparavant fortement restrictive, mais elle l'a fait avec prudence. Dans les sept premiers mois de l'année en cours, le volume monétaire s'est accru, de façon assez constante, de 4 % en chiffre rond par rapport au mois correspondant de l'année précédente. Lors de l'effondrement de la grande société ferroviaire Penn Central, les autorités monétaires se sont immédiatement déclarées prêtes à mettre des crédits à disposition pour parer à d'éventuelles impasses de liquidités et éviter ainsi une réaction en chaîne. De fait, cette situation critique a pu être surmontée sans que le mal se soit étendu. Depuis la fin de mai, une légère détente s'est produite sur le marché monétaire américain. Les taux d'intérêt à court terme ont un peu baissé. En revanche, les taux à long terme n'ont guère changé. L'économie américaine ayant fortement recouru aux crédits à court terme l'an passé, leur consolidation nécessite des fonds à long terme très importants. Ces derniers mois, le volume des emprunts émis à long terme par des entreprises a battu tous les records.

La plupart des économistes estiment que le fléchissement conjoncturel américain touche à sa fin et que l'activité économique va reprendre peu à peu, quoique lentement. Il faut seulement espérer que la relance économique ne va pas interrompre prématurément l'accalmie survenue dans la poussée des prix. A ce propos, on ne peut s'empêcher d'éprouver quelque inquiétude devant les revendications salariales souvent massives annoncées, en particulier dans l'industrie automobile, en vue des négociations de cet automne concernant le renouvellement des contrats collectifs de travail.

En Grande-Bretagne, l'évolution de l'économie n'a pas suivi les intentions primitives du gouvernement précédent. Le relâchement par étapes de la politique fiscale et surtout de la politique monétaire, prôné après le rétablissement réjouissant de la balance des paiements, n'a pas accéléré comme on l'espérait l'activité et la production. Au contraire, la production industrielle est descendue en mai un peu au-dessous du niveau atteint l'année précédente. L'accroissement réel du produit national brut au premier semestre a été minime ( $\frac{1}{4}$  %). La demande, elle non plus, n'a pas réagi conformément aux objectifs officiels. En effet, si les dépenses de consommation publiques et privées ont augmenté, bien que dans une mesure relativement faible, les investissements privés, qui laissaient de toute façon à désirer, ont continué de reculer.

Au premier semestre, le niveau britannique des coûts et des prix est monté avec une vigueur extraordinaire. Dans l'industrie de transformation, l'augmentation moyenne des salaires a atteint près de 15 % en taux annuel. Comme, on l'a vu, la production et l'occupation, et partant la productivité du travail, ont peu changé dans le même temps, les charges salariales par unité de production ne doivent pas avoir augmenté de beaucoup moins de 15 %. Au premier semestre, l'indice des prix à la consommation est monté de 8 % par rapport à l'année précédente. L'indice des prix qui sert à apprécier l'ensemble du produit national brut, s'est élevé de  $5\frac{1}{2}$  % dans la même période. Ainsi, en dépit d'une croissance à peu près stagnante, la Grande-Bretagne compte parmi les pays dont le taux d'inflation est le plus haut. L'augmentation insatisfaisante de l'activité productive se traduit par un taux de chômage élevé. Le nombre des chômeurs s'est accru encore légèrement au cours de l'été.

D'après les plans du gouvernement précédent, le produit national brut en termes réels devrait augmenter de 3 à  $3\frac{1}{2}$  % au deuxième semestre de cette année et durant les six premiers mois de l'an prochain. Il paraît actuellement douteux que cet objectif puisse être atteint sans une libération excessive des poussées inflationnistes. Les syndicats exigent des augmentations massives de salaires. Une fois de plus, des grèves sauvages entravent la production, en particulier dans l'industrie automobile. Le nouveau gouvernement n'a pas encore présenté de programme clair en matière de politique économique qui indique comment il entend résoudre les problèmes qui l'attendent, en particulier celui de l'inflation par les coûts salariaux. Il devra se décider prochainement, ne serait-ce qu'en raison de l'évolution de la balance des paiements.

En France, les mesures modératrices prises par le gouvernement ont affaibli l'expansion de la demande intérieure. Ces derniers mois, les dépenses privées de consommation surtout ont progressé beaucoup plus lentement. Les achats de biens de consommation

11 septembre 1970

6

durables - et avant tout d'automobiles et de téléviseurs - qui avaient augmenté fortement lors de la crise de confiance suivant les événements de 1968, ont régressé. La croissance des investissements, elle aussi, s'est quelque peu ralentie par rapport aux deux années précédentes, mais elle demeure de 6 % (en valeur réelle) au premier semestre de cette année, ce qui reste satisfaisant. Le fléchissement de la demande intérieure a été partiellement compensé par une très forte augmentation de la demande d'exportation, en sorte que le taux de croissance de la production est toujours très élevé. Au premier semestre de 1970, la production industrielle a progressé de  $8\frac{1}{2}$  % et le produit national brut en termes réels de  $5\frac{1}{2}$  %.

Si l'économie française a également progressé de façon réjouissante vers un équilibre global, la poussée des salaires et des prix est demeurée exceptionnellement forte. L'indice des prix du produit national brut est monté de  $5\frac{3}{4}$  % au premier semestre. Pendant le premier trimestre, les salaires ont augmenté de 12 % en chiffre rond. Au cours des mois passés, le gouvernement français a allégé graduellement sa politique de restrictions, dans le secteur monétaire notamment. C'est ainsi que la limitation des crédits a été quelque peu atténuée et que la Banque de France a réduit les taux officiels de  $\frac{1}{2}$  % à la fin d'août.

La surchauffe conjoncturelle continue de caractériser la situation économique de la République fédérale d'Allemagne. L'état des commandes paraît toujours annoncer un fléchissement progressif de l'expansion de la demande, mais ne demeure pour l'instant que de façon relativement modeste. D'ailleurs, vu l'ampleur des carnets de commandes, cette situation ne se répercutera sans doute qu'avec un retard considérable sur l'activité productive. Comme l'appareil de production tourne à plein régime et que la main-d'oeuvre fait défaut, il est difficile de réduire l'excédent de la demande. Le rapport entre l'offre et la demande d'emplois s'est encore légèrement dégradé au cours du premier semestre. Au milieu de 1970, il y avait environ 7 places vacantes par candidat. L'appareil de production étant surchargé et la main-d'oeuvre manquant, le taux de la croissance économique a sensiblement baissé. Le taux d'accroissement réel du produit national brut était de  $4\frac{1}{2}$  % au premier semestre de 1970, contre  $8\frac{1}{4}$  % au second semestre de l'année précédente.

L'évolution des salaires traduit nettement la tension régnant sur le marché de l'emploi. L'augmentation moyenne a déjà atteint 14 à 15 % cette année. D'après les calculs de l'"Industrie-Institut", le coût du travail par unité de production a augmenté de 12,6 % au premier trimestre de 1970 seulement, battant ainsi tous les records de l'après-guerre. De nouvelles négo-

ciations salariales auront lieu cet automne dans la métallurgie et il faut s'attendre à des revendications massives des syndicats. Les efforts du gouvernement pour que, grâce à la concertation entre les partenaires sociaux et l'Etat, la hausse des salaires ne dépasse pas trop l'amélioration de la productivité, ne paraissent pas avoir eu grand succès jusqu'ici. Malgré la forte augmentation des coûts, l'indice des prix à la consommation (3,8 % en juin) est jusqu'à maintenant moins monté que dans la plupart des autres pays industrialisés. L'indice des prix du produit national brut pour le premier semestre de 1970 (4 1/2 %) et notamment celui des prix des produits industriels (6 1/2 %) révèlent cependant une poussée plus forte. Vu les majorations de salaires en cours et celles qui vont se produire, on ne saurait dire dans quelle mesure les dispositions prises jusqu'ici par les autorités réussiront à limiter la hausse des prix ces prochains mois.

Au début de juillet, le gouvernement a décidé de percevoir, avec effet rétroactif au 30 juin, un supplément de 10 % sur les impôts frappant les revenus, les salaires et les personnes morales et de supprimer jusqu'au 31 janvier 1971 les dégrèvements accordés pour les amortissements de nouveaux investissements. Les suppléments d'impôts constituent des versements anticipés; l'Etat devra les rembourser jusqu'au 31 mars 1973. Publié peu de temps après, le budget fédéral de l'an prochain prévoit toutefois une augmentation de 12 % des dépenses publiques. Il y a déjà longtemps que la Bundesbank s'est efforcée de refréner les tendances expansives en resserrant le marché de l'argent et des capitaux. L'important reflux de fonds qui s'est produit après la réévaluation a d'abord favorisé ces efforts. Toutefois, le resserrement progressif du marché de l'argent et des capitaux et la hausse du taux de l'intérêt dans le pays ont incité par la suite les entreprises allemandes à se procurer des fonds sur les marchés étrangers. La Bundesbank a cherché à empêcher cet afflux de fonds en relevant plusieurs fois les réserves minimales. En outre, afin de neutraliser l'attrait pour l'étranger des intérêts élevés servis en République fédérale, elle a abaissé à la mi-juillet les taux officiels d'un demi pour cent. Les expériences faites par la Bundesbank montrent éloquemment à quel point, dans les circonstances actuelles, la politique monétaire et de crédit d'un pays peut être entravée par les mouvements de fonds internationaux.

Les tensions sociales persistantes et la situation politique indécise ont eu, cette année, des effets sensibles sur l'évolution économique en Italie. Les grèves fréquentes, tout comme la réduction de la durée du travail, ont diminué durablement le rythme de la production. D'après les sources dont on dispose, les grèves et autres arrêts du travail ont fait perdre quelque 84 millions d'heures de travail dans les cinq premiers mois de



11 septembre 1970

8

cette année. La production industrielle par jour de travail n'a dès lors pas été beaucoup plus élevée au premier semestre que durant les six premiers mois de 1969. Ce sont surtout les investissements privés qui en ont souffert. Outre la hausse impressionnante des charges salariales, le fort resserrement du marché de l'argent et des capitaux refrène les investissements des entreprises. Pour l'instant, la poussée des salaires continue. En mai 1970, les salaires tarifaires de l'industrie de transformation dépassaient de 22 % en moyenne le niveau de l'année précédente. Le développement inflationniste des coûts s'est surtout répercuté jusqu'ici sur les prix de gros. Au premier semestre, l'indice des prix du produit national brut a augmenté d'environ 6 3/4 %, alors qu'en mai, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,2 % le niveau de 1969.

Tandis que la demande de consommation s'accroissait de façon exceptionnelle sous l'effet des majorations de salaires, les fortes pertes de production refrénaient l'offre de biens. L'insuffisance de l'approvisionnement en produits industriels indigènes a provoqué une augmentation particulièrement vigoureuse des importations, entre autres dans le secteur automobile.

En raison de cette situation, le nouveau gouvernement formé par l'ancien ministre des finances Colombo, a d'abord mis sur pied un programme d'assainissement économique. Il compte prélever près de 700 milliards de lires en augmentant massivement les impôts, notamment sur l'essence, les boissons alcooliques et de nombreux articles de luxe, ainsi que les contributions sociales des employeurs. En même temps, il entend stimuler, par des mesures appropriées, le marché des capitaux, les investissements industriels et la production.

Au Canada, les autorités sont placées devant les mêmes problèmes fondamentaux qu'aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne: inflation par les coûts et demande stagnante, appareil de production et main-d'oeuvre incomplètement utilisés. L'expansion de l'approvisionnement en argent et en crédit qui est résultée pendant les premiers mois de l'année du vigoureux afflux de fonds étrangers, a été l'un des motifs qui ont décidé le gouvernement canadien à libérer à la fin du mois le cours du change jusqu'à nouvel avis. La croissance de l'économie s'est de nouveau ralentie ces derniers mois. De même, la hausse des prix a légèrement fléchi, mais elle reste importante.

Au Japon, le rythme de la haute conjoncture ne s'est guère ralenti. Toutefois, les signes de tension et de surchauffe commencent à se manifester de plus en plus. La croissance réelle du produit national brut, qui avait atteint un taux exceptionnel de près de 14 % l'an dernier, était accompagnée d'une hausse des salaires de 17 % et d'un taux de renchérissement de



11 septembre 1970

9

8 % en chiffre rond. Les autorités continuent de chercher à réfréner les poussées expansionnistes principalement par des mesures monétaires. Le Japon qui, grâce à la capacité de croissance inouïe de son économie, est aujourd'hui la troisième puissance économique après les Etats-Unis et l'Union soviétique, semble rencontrer de plus en plus les mêmes difficultés que les pays industrialisés occidentaux: escalade de revendications salariales et exigences des consommateurs limitant le taux d'investissement et donc le rythme de la croissance.

### L'évolution monétaire internationale

Dans l'ensemble, l'actalmie qui s'était produite à la fin de l'an dernier dans le secteur monétaire international s'est poursuivie ces derniers mois. La libération du cours du dollar canadien et l'assouplissement de la politique monétaire américaine n'ont pas eu d'influence durable sur les marchés des changes. L'exode de capitaux provenant d'Italie a fortement diminué. Il ne s'est pas produit de mouvements internationaux spéculatifs de grande envergure. Ces derniers temps toutefois, le climat paraît être redevenu plus indécis sur les marchés des changes et des capitaux. Cela pourrait, pour une part, découler du phénomène régulier que l'on constate à l'approche de l'assemblée annuelle des institutions de Bretton Woods. D'autre part, certaines tendances dans l'évolution des balances des paiements suscitent un regain d'attention.

A première vue, la structure des balances des revenus des principaux pays industrialisés paraît refléter une image bien réjouissante de l'ensemble des balances des paiements. Aux Etats-Unis, on enregistre enfin le retour d'un excédent de recettes plus élevé. Selon toute probabilité, la Grande-Bretagne et la France pourront aussi présenter pour 1970 un léger solde actif, tandis que la balance des paiements courants du Canada sera à peu près équilibrée. Les excédents de recettes chroniquement élevés que l'Italie et la République fédérale d'Allemagne ont atteints ces dernières années s'amenuiseront fortement cette fois-ci. Il semble donc, dans l'ensemble, que l'on s'approche du meilleur équilibre des balances des paiements recherché depuis longtemps. Seul le Japon reste à l'écart de cette évolution, puisqu'il enregistrera vraisemblablement un excédent de la balance des revenus plus élevé que l'an dernier.

A considérer de plus près les tendances des différents pays, compte tenu des mouvements de capitaux, on constate que l'évolution des balances des paiements et la situation monétaire internationale sont plus nuancées et que, à certains égards, elles ne donnent pas entièrement satisfaction.

Au premier semestre de 1970, la balance commerciale des Etats-Unis présentait un solde actif de 1,4 milliard de dollars en chiffre rond, contre un déficit de 125 millions de dollars dans les six premiers mois de l'année précédente et un faible excédent de recettes de 638 millions de dollars pour toute l'année 1969. La balance des revenus, elle aussi, qui s'était soldée l'an dernier par un déficit de 885 millions de dollars, est redevenue active. Elle présentait au premier semestre un solde actif de 250 millions de dollars en chiffre rond. Elle devrait comporter pour toute l'année un excédent de 1 milliard de dollars. Si réjouissant que soit ce revirement, il faut tout de même constater que, comparé aux excédents de recettes atteints les années antérieures et au solde actif que les Etats-Unis devraient atteindre pour financer leurs transferts unilatéraux et leurs exportations de capitaux, le résultat est très modeste. Il ne faut également pas oublier que, ces derniers temps, les circonstances ont nettement favorisé le commerce extérieur des Etats-Unis. D'une part, la baisse de la demande intérieure a diminué la tendance à l'importation. D'autre part, les exportateurs américains ont bénéficié de l'excédent prononcé de la demande que subissaient de nombreux autres pays industrialisés. Les deux tendances pourraient cependant fléchir dans un avenir plus ou moins rapproché. La perspective d'un rétablissement substantiel des balances américaines du commerce et des revenus pourrait donc s'estomper de nouveau, à moins que la surchauffe conjoncturelle et la hausse inflationniste des coûts et des prix ne continuent dans d'autres pays industrialisés importants, ce qui accroîtrait la force concurrentielle américaine.

Un revirement considérable par rapport à l'année précédente s'est produit dans les mouvements de capitaux des Etats-Unis avec le reste du monde. Au premier trimestre notamment, les banques et entreprises américaines ont recherché beaucoup moins d'euro-dollars; de plus, d'importants remboursements ont eu lieu. Cette tendance a nettement fléchi au second trimestre. De même, les ventes de titres américains par des étrangers, qui avaient atteint un volume important au premier trimestre, ont cessé. Dans l'ensemble, l'évolution de la balance des revenus et des mouvements de capitaux au premier semestre a conduit à un déficit de la balance des paiements "on liquidity basis" de 2,8 milliards de dollars (5,6 milliards l'année précédente) et à un déficit de 4,6 milliards de dollars "on official settlements" (l'année précédente: solde actif de 2,9 milliards de dollars). Contrairement à 1969, la balance des paiements est donc devenue déficitaire selon l'une et l'autre méthode de calcul. Le retrait l'an dernier de dollars détenus en Europe et l'amenuisement des réserves de dollars des banques centrales qui s'en est suivi ont fait place dans les premiers mois de 1970 à une augmentation des réserves officielles en dollars.

La balance des paiements de la Grande-Bretagne, qui s'était encore spectaculairement rétablie au cours des premiers mois de l'année, a accusé ces derniers temps une baisse progressive des soldes actifs mensuels. La balance commerciale qui, depuis avril, s'est soldée par un déficit croissant de mois en mois, a présenté au premier semestre un solde passif minime d'environ 50 millions de livres. En juillet, la grève générale des dockers a sensiblement influencé les résultats du commerce extérieur. Les grèves successives de ces dernières semaines dans l'industrie automobile pourraient nuire elles aussi de façon durable à la balance commerciale. Cependant, grâce à l'excédent persistant de la balance des services, la balance des revenus est demeurée active, mais son solde s'est considérablement amenuisé. Malgré cela, l'OCDE envisage encore pour 1970 un excédent de l'ordre de un milliard de dollars pour la balance des revenus et un solde actif de la balance générale des paiements. La réalisation de ces prévisions dépend dans une large mesure de l'évolution de l'économie britannique - en particulier des salaires et des mesures que prendra le gouvernement ces prochains mois.

La France présente une balance des paiements très réjouissante. L'industrie française d'exportation a manifestement profité de la forte expansion de la demande dans les pays de la CEE qui sont ses principaux partenaires commerciaux. Au premier semestre, la valeur des exportations n'a pas augmenté de moins de 33 % par rapport aux six premiers mois de l'année dernière. En conséquence, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de 350 millions de dollars en chiffre rond et la balance des revenus par un excédent de 150 millions de dollars environ. Durant les sept premiers mois de l'année, les réserves monétaires (compte non tenu des droits de tirage spéciaux) ont augmenté de 500 millions de dollars, en chiffre rond.

En République fédérale d'Allemagne, le solde actif de la balance commerciale s'est élevé à 8,3 milliards de marks au cours des sept premiers mois de l'année, soit pratiquement au même niveau qu'en 1969, malgré la réévaluation de l'automne dernier, la forte majoration des charges salariales et l'excédent élevé de la demande intérieure. En raison de l'importante augmentation du déficit de la balance des services et des transferts unilatéraux, l'excédent de la balance des revenus a cependant passé de 3,2 milliards de marks en 1969 à 1,3 milliard en 1970. L'exportation nette de capitaux à long terme, qui avait atteint un chiffre record l'an dernier, s'est adaptée avec une rapidité surprenante au nouvel état de la balance des revenus. L'exportation privée de capitaux à long terme, qui atteignait près de 10 milliards de marks l'an dernier, a baissé de plus de moitié. Malgré cela, la balance de base (balance des revenus et balance des mouvements de capitaux à long terme) a subi un déficit de 4,2 milliards de marks. Toutefois, des fonds à court terme ont

afflué en même temps de l'étranger. Il ressort de la balance des paiements que l'économie allemande a recouru massivement à ces fonds étrangers, en raison de la tension qui régnait sur le marché de l'argent et des capitaux. Si les banques se sont procuré de tels fonds, il semble pourtant qu'une grande partie de ceux-ci n'a pas touché leurs bilans. Quoi qu'il en soit, à la suite de cet afflux de fonds, la balance globale des paiements s'est soldée durant les sept premiers mois de l'année par un solde actif de 9,8 milliards de marks (0,6 milliard en 1969). Les réserves monétaires (à l'exclusion des droits de tirage spéciaux) de la Bundesbank ont augmenté dans les mêmes proportions. Ces chiffres paraissent indiquer qu'au cours des mois passés, la République fédérale s'est largement substituée aux Etats-Unis dans la demande d'euro-devises. Il en découle que sans la demande allemande, les taux d'intérêt sur l'euro-marché auraient encore baissé davantage.

En Italie, de fortes pertes de production et une expansion exceptionnelle de la demande ont fait presque tripler au premier semestre le déficit de la balance commerciale, par rapport à la même période de l'an passé, et l'ont porté à 714 milliards de livres. Alors que la valeur des importations a augmenté de 21 % en chiffre rond de janvier à juillet, celle des exportations a progressé de 6,5 %. La balance des revenus, qui s'était encore soldée par un actif de 390 milliards de lires en chiffre rond au premier semestre de 1969, accusait cette année un déficit de 345 milliards. Malgré cela, la balance globale des paiements s'est améliorée, car les mesures de la banque centrale contre l'exode de fonds et les emprunts des pouvoirs publics à l'étranger ont sensiblement rétabli la balance des mouvements de capitaux. Si le déficit de cette dernière atteignait environ 950 milliards de lires au premier semestre de 1969, il ne s'est chiffré qu'à 14 milliards cette année. Ainsi, le solde passif de la balance globale a passé de 560 milliards de lires l'an passé à 360 milliards en 1969.

Les autorités japonaises s'efforcent de compenser l'excédent de leur balance des revenus en remboursant des crédits étrangers et en stimulant l'exportation de capitaux vers les marchés d'Extrême Orient. De plus, ce pays a fait les premiers pas, encore bien hésitants, en vue d'atténuer les restrictions aux importations et aux mouvements des devises.

La libération du cours du change n'a guère modifié la situation fondamentale de la balance des paiements du Canada. La balance des revenus est plus ou moins équilibrée. Une forte réévaluation du dollar canadien émousserait la force concurrentielle du pays; on la tient donc pour insoutenable. Il est dès lors probable que le retour aux cours fixes du change ne modifierait guère la parité antérieure.

L'évolution monétaire sur le plan international nous amène une fois de plus à considérer avec une attention toute particulière la balance des paiements des deux états à monnaie-clef. On doit se demander si, à la détente dans un de ces pays, au rétablissement dans l'autre, ne succèdera pas de nouveau une phase critique pour leur balance des paiements et leur situation monétaire. Si tel était le cas, la discussion relative à une plus grande souplesse dans l'adaptation des cours de change pourrait s'intensifier. Les entretiens à ce sujet qui ont eu lieu jusqu'ici dans le cadre du "Groupe des Dix" et du Fonds monétaire international, paraissent n'avoir pas abouti pour l'instant à des résultats concrets. Entre les pays industrialisés d'Europe notamment, les avis concernant l'opportunité des solutions proposées sont manifestement partagés. Il ne faut donc guère s'attendre à ce que la prochaine assemblée générale du Fonds monétaire à Copenhague prenne des décisions qui pourraient modifier la réglementation actuelle. Ainsi, deux problèmes étroitement liés nécessiteront notre vigilance ces prochains temps: l'inflation mondiale par les coûts, qu'il faudra éliminer en priorité, ainsi que l'évolution des balances des paiements et de la situation monétaire internationale.

### L'évolution économique en Suisse

L'expansion qu'a connue l'économie suisse depuis l'an dernier a continué sans fléchir au cours des derniers mois. Jusqu'ici, la demande étrangère ne s'est pas sensiblement ralentie. La vigoureuse progression des investissements industriels qui a débuté vers la fin de l'an dernier s'est encore un peu renforcée. La construction de logements bat son plein. Seule la demande privée de consommation accuse toujours un taux de croissance relativement modeste. Dans l'ensemble, notre économie est sans conteste surchargée. La tension entre la demande et l'offre se traduit par une augmentation extrêmement rapide des importations, par un assèchement croissant du marché du travail et surtout par une hausse accélérée des salaires et des prix.

L'expansion de nos exportations continue à peu près au même rythme. Durant les sept premiers mois de l'année, leur valeur a augmenté de 13,6 % (15,4% l'an dernier). Les taux d'accroissement les plus élevés concernent les pays dont l'économie traverse une période de hausse, tels l'Italie, la République fédérale d'Allemagne, les Pays-Bas, le Japon, l'Autriche et la Suède. Mais les exportations en Grande-Bretagne ont elles aussi fortement augmenté, alors que le fléchissement de la demande aux Etats-Unis a manifestement influencé nos ventes dans ce pays. Conséquence de cette évolution, la part de l'Europe aux exportations globales de la Suisse s'est de nouveau accrue, tant dans les pays de la CEE que dans ceux de l'AELE.

Aucun de nos principaux partenaires n'étant en passe de résorber rapidement l'excédent de la demande, on ne doit guère compter sur une diminution prochaine des impulsions provoquées par la demande étrangère. Il est vrai que d'après les informations dont on dispose, les entrées de commandes étrangères paraissent s'être un peu ralenties ces derniers temps. Cela ne touche cependant, pour l'essentiel, que quelques branches telles que l'industrie textile et celle de l'habillement, de même que certains secteurs de l'industrie de denrées alimentaires, boissons et tabacs. Comme, par ailleurs, entrées de commandes et livraisons suivent à peu près le même rythme, les carnets de commandes restent bien garnis.

L'évolution des commandes et des exportations pendant les sept premiers mois de l'année divergent, puisque, dans le cas des exportations, ce sont justement les taux d'accroissement de l'industrie, des denrées alimentaires, boissons et tabacs (22%) et de l'industrie textile (17 %) qui sont les plus élevés; mais les industries chimique et métallurgique connaissent aussi des taux appréciables (14 %).

L'augmentation exceptionnellement forte des importations depuis la fin de l'an dernier ne s'est guère modérée. De janvier à juillet, la valeur des importations s'est accrue de 28,1 % (13,6 % l'an dernier). Ce sont les achats de biens d'équipement qui ont augmenté le plus (47 %); ainsi apparaissent les investissements intensifs de notre économie. Suivent les matières premières et produits semi-ouvrés (+ 31 %), les biens de consommation (+ 19 %) et enfin les produits énergétiques (+ 8 %). Ces taux élevés proviennent en partie de la hausse internationale des prix. Durant le premier semestre, les prix à l'importation ont augmenté d'environ 8 % par rapport à l'an passé. En revanche, l'indice des prix à l'exportation a moins progressé.

Les importations ayant de nouveau augmenté davantage que les exportations, le déficit de la balance commerciale s'est fortement accru. Il a atteint pour les sept premiers mois de l'année 3,5 milliards de francs, soit 2 milliards de plus que dans la période correspondante de l'année précédente et 0,8 milliard de plus que pendant toute l'année 1969. Comme il est peu probable que la conjoncture générale modifie ces prochains mois la tendance de notre commerce extérieur, il faut s'attendre à un déficit record de notre balance commerciale, de l'ordre de 5 à 6 milliards de francs (4,1 milliards en 1964). La période des balances des revenus actives, qui a commencé en 1966 et nous a valu l'an passé un excédent de 2 270 millions de francs, pourrait prendre fin cette année.

Il est remarquable que les statistiques disponibles n'indiquent pas d'effet, pour l'instant, du rythme accéléré de la conjoncture sur la consommation. Le chiffre d'affaires du commerce de

détail par jour de vente a augmenté de 7 % au premier semestre contre 7,2 % dans la première moitié de 1969. L'importation de biens de consommation, elle non plus, n'a pas particulièrement progressé (+ 19 % dans les sept premiers mois, contre + 16 % un an auparavant). Son taux d'accroissement reste bien inférieur à celui des biens d'équipement. Vu le développement accéléré des revenus, l'expansion modérée de la demande privée de consommation paraît impliquer un penchant accru à l'épargne. Quoiqu'il en soit, on doit apprécier que les poussées d'expansion n'aient pas été renforcées sur ce plan.

En revanche, les investissements exercent une forte pression. D'après une enquête de l'Institut de recherches économiques, la tendance à investir est très forte, surtout dans l'industrie (chimie, métallurgie, horlogerie, branches du papier, du cuir, du caoutchouc, des matières synthétiques) et dans la construction alors qu'elle est relativement faible dans l'industrie textile et dans les entreprises productrices d'énergie. Ces investissements accélérés traduisent les efforts déployés par les entreprises de ces secteurs pour faire face, en accroissant la production, à l'augmentation constante de la demande, en particulier de l'étranger. A côté des investissements de rationalisation destinés à économiser de la main-d'oeuvre, la tendance à faire des investissements d'expansion se manifeste de plus en plus. Le nombre des projets de constructions industrielles s'est accru de 19,9 % au deuxième trimestre par rapport à la période correspondante de l'an passé (2e trimestre de 1969: 2,6 %). Le nombre des constructions nouvelles et des agrandissements a augmenté de 15,5 %, et leur cubage de 33,3 %. La forte expansion de la construction industrielle, conjointement avec celle de logements, empêche l'industrie du bâtiment de satisfaire entièrement la demande. Le nombre de constructions qui ne peuvent pas être terminées à temps s'accroît, les délais s'allongent. On verse des primes pour accélérer l'exécution.

Selon les indications de l'Institut de recherches économiques, les investissements industriels vont de pair avec une forte augmentation du nombre des places de travail. Souvent, seul le recours à la main-d'oeuvre d'autres branches permet d'occuper ces places. Si un tel processus active la mutation en faveur de secteurs en expansion rapide, il peut cependant nuire à des parties essentielles de notre infrastructure, entre autres à des installations de services indispensables à la croissance saine de notre structure économique et sociale. Il favorise en particulier l'inflation par les salaires.

La construction de bâtiments industriels concurrence celle de logements, elle aussi très importante malgré le mauvais temps.



11 septembre 1970

16

Au cours des sept premiers mois de l'année, le nombre des logements nouvellement construits dans les 65 villes comprises dans la statistique a progressé de 12,1 % par rapport à 1969. Dans la même période, le nombre des permis de construire délivrés a augmenté de 13,3 %. D'après une enquête du délégué aux questions conjoncturelles, le nombre de projets annoncés à l'Inspectorat fédéral des fabriques n'a pas dépassé de moins de 21 % le chiffre de l'an dernier. L'augmentation est de 17 % pour les constructions publiques, de 26 % pour les logements et de 31 % pour les constructions industrielles et artisanales. L'industrie du bâtiment qui, selon les estimations, ne peut accroître sa production qu'au maximum de 8 % cette année n'est pas en mesure de satisfaire une demande aussi considérable.

Cette situation ne permet une augmentation supérieure du nombre de logements, comme on l'exige avec insistance ces derniers temps, que si la construction baisse dans d'autres secteurs, en particulier dans l'industrie et l'artisanat. Actuellement, l'encouragement à la construction de logements est moins une question de moyens financiers que de capacité productive. Il ne suffit pas, pour construire davantage de logements, d'accorder des moyens financiers supplémentaires, puisque l'industrie du bâtiment et les branches annexes ne sont pas en mesure d'exécuter davantage de commandes. Si l'on dispose de fonds accrus pour la construction de logements, le surcroît de demande qui en résulte entre en concurrence avec la demande de logements existante comme avec la demande de constructions industrielles, artisanales et publiques. Il en découle une hausse accélérée du coût de la construction et du prix du terrain. (L'indice des coûts de la construction de la ville de Zurich accusait en avril une hausse annuelle de 13,1 %). Cela va toutefois directement à l'encontre du but qui consiste à construire des logements aussi avantageux que possible. Il s'agit donc bien moins, pour intensifier la construction de logements à loyers raisonnables, de mettre à disposition davantage de moyens financiers que de réduire la demande de construction d'autres secteurs afin de libérer une partie de l'appareil productif. Pour cette raison notamment, il est donc hautement souhaitable que le boom d'investissement s'apaise. Notons qu'à la fin d'août les banques qui se consacrent spécialement au financement de la construction de logements ont déclaré à la Banque nationale qu'elles entendaient continuer de donner la priorité à la construction de logements à loyer raisonnable dans l'utilisation de leur quote-part d'accroissement des crédits et dans l'affectation des fonds disponibles pour financer les investissements. Cependant, l'afflux de fonds adéquats a diminué.

L'évolution de la production industrielle montre que la progression des investissements n'accroît que dans une mesure limitée la capacité de l'économie en raison du manque de personnel. Le taux de croissance de la production industrielle a nettement diminué cette année. Au premier trimestre, l'augmentation était de 6 %, contre 9 % l'an dernier. Les données disponibles pour l'instant indiquent qu'au deuxième trimestre, la production est restée bien inférieure à celle de 1969 (11 %).

Un regard sur l'évolution des prix montre que la hausse des prix de gros s'est ralentie, tandis que celle des prix à la consommation s'est accélérée. L'indice des prix de gros qui, en mars, accusait la hausse la plus forte par rapport à l'année précédente (5,9 %), a peu à peu légèrement moins augmenté depuis lors. En juillet, le taux de renchérissement était de 4,2 %, les majorations de prix atteignant 5,7 % pour les marchandises importées et 3,7 % pour celles du pays. Le ralentissement de la hausse est dû principalement aux prix à l'importation.

L'indice des prix à la consommation a évolué en sens contraire. Le taux de renchérissement annuel le plus faible concerne février; il s'établissait alors à 2,1 %. Puis il est fortement monté pour atteindre 4,0 % en août. Cette augmentation est due au renchérissement des biens de consommation et du mazout, ainsi qu'à celle des loyers. La hausse des prix à la consommation ne paraît, hélas, guère devoir se relâcher ces mois prochains. Ainsi, vu la forte hausse du coût de la construction, il faut compter avec une nouvelle hausse des loyers pour appartements récents et, partant, de l'indice des loyers en novembre. De plus, les agriculteurs ont réclamé l'adaptation des prix des produits agricoles, en particulier du lait, à l'augmentation des coûts.

La tension qui règne sur le marché de l'emploi se traduit dans l'évolution des salaires qui, dans l'industrie et le bâtiment, sont montés de 4,5 % au premier semestre par rapport à l'année précédente. Il s'agit de la plus forte hausse semestrielle depuis la guerre. La Commission du Conseil des Etats qui a recommandé l'octroi au personnel fédéral d'une majoration réelle de 4 %, avec effet rétroactif au 1er juillet, a montré ainsi que les augmentations dans l'industrie et le bâtiment forcent les autres branches de l'économie, en particulier les services publics, à de fortes hausses de salaires.

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

Depuis la fin de juillet, la tension qui régnait vers le milieu de l'année sur le marché suisse de l'argent et des capitaux s'est notablement relâchée. L'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger a de nouveau diminué. Les taux à moyen et à long terme sont un peu montés chez nous, tandis que les

taux internationaux se stabilisaient largement, ceux des fonds à court terme marquent même une légère baisse. Les placements à court terme sur l'euro-marché ont donc perdu de leur attrait si bien que l'exode de capitaux suisses en vue de tels placements doit avoir diminué.

La détente qui s'est produite sur le marché des capitaux paraît cependant due en partie à des mobiles psychologiques. Au premier semestre, la hausse du taux de l'intérêt avait manifestement incité bien des investisseurs à rester dans l'expectative pour leurs placements en valeurs suisses. Toutefois, après le nouvel ajustement des conditions en Suisse, survenu peu avant la pause d'été (mais, ces derniers temps, ces conditions sont de nouveau un peu moins favorables aux créanciers) et l'arrêt de la hausse des taux d'intérêt à l'étranger, les investisseurs semblent de nouveau considérer les taux suisses, en les comparant à ceux de l'étranger, comme conformes au marché.

Jusqu'à maintenant, l'afflux de fonds de l'étranger et le rapatriement de fonds suisses placés à l'étranger, n'ont pas encore accru considérablement la masse monétaire créée par l'institut d'émission. Les banques se sont procuré des disponibilités pour l'échéance semestrielle uniquement en concluant des swaps (2,1 milliards de francs, en chiffre rond) avec la Banque nationale et en faisant appel au crédit de celle-ci (858 millions de francs). Ce n'est qu'à la fin de juillet que les banques ont amélioré leur encaisse en cédant définitivement à la Banque nationale la contre-valeur en dollars de 515 millions de francs. Par rapport à l'année précédente, elles n'ont que très peu recouru au crédit de la banque d'émission, tant à la fin de juillet (95 millions de francs) qu'à la fin d'août (90 millions de francs). Lors de ces deux fins de mois, les avoirs en comptes de virements des banques et du reste de l'économie dépassaient de près de 600 millions de francs le niveau de l'an dernier.

Au deuxième trimestre, l'extension des bilans bancaires s'est nettement ralentie. Les bilans des 72 banques qui remettent des données mensuelles se sont accrus durant cette période de 3,1 milliards de francs ou de 2,3 % contre 5,5 milliards de francs ou 4,1 % le trimestre précédent. Si le rythme de l'expansion a faibli, il faut l'attribuer pour une part au fait que les grandes banques ont dû comprimer énergiquement leurs crédits intérieurs pour ne pas dépasser les quotes-parts d'accroissement de crédits dont elles disposaient. D'autre part, le fléchissement apparent dans l'expansion des grandes banques paraît dû également aux modifications des méthodes comptables. Le ralentissement dans l'extension des bilans ne provient pas des engagements envers l'étranger, car ceux-ci ont augmenté de 2,7 milliards de francs, en chiffre rond. L'afflux de fonds

à moyen terme sous forme de dépôts d'épargne ou contre remise d'obligations de caisse est demeuré médiocre (augmentation de 362 millions de francs, contre 649 millions au deuxième trimestre de 1969).

L'accroissement des crédits bancaires utilisés en Suisse, dont le montant depuis le 1er août 1969 est limité, a nettement fléchi au deuxième trimestre. Cependant il a encore atteint 1,8 milliard de francs, contre 2,5 milliards au deuxième trimestre de 1969.

Les données des 142 banques dont le bilan dépasse 100 millions de francs montre qu'au 31 juillet ces établissements ont pu, dans l'ensemble, observer le taux d'accroissement maximal convenu, compte tenu de la réduction décidée à partir du 1er février. Le taux d'accroissement effectif des crédits de toutes ces banques est un peu inférieur au taux maximal prévu. Toutefois, le maintien du crédit dans les limites fixées varie fortement d'une catégorie de banques à l'autre et surtout entre les différents établissements d'une même catégorie.

Après la pause d'été, la situation sur le marché des capitaux s'est nettement détendue. Pendant les huit premiers mois de l'année, la mise à contribution nette du marché par des émissions publiques (2203 millions de francs) est restée inférieure de 267 millions à ce qu'elle était un an auparavant. La baisse provient d'une diminution des émissions suisses d'actions (- 160 millions de francs) et des émissions d'emprunts étrangers (-286 millions de francs). Les emprunteurs suisses ont en revanche prélevé sur le marché 179 millions de francs de plus qu'il y a un an. Tandis qu'en juin et en juillet, certaines émissions n'ont pas été entièrement souscrites, après la pause d'été, qui s'étendait du 25 juillet au 10 août, toutes les nouvelles émissions ont pu être placées avec succès. En juin déjà, deux grandes banques avaient porté à 6¼ % le taux d'intérêt de leurs obligations nouvelles; par la suite, banques cantonales et cantons ont également adopté ce taux. En août, alors que les émissions allaient bon train, les cours avant cotation en bourse dépassaient légèrement le cours d'émission.

Les taux d'intérêt à court terme n'ont pas beaucoup varié ces derniers mois. Les taux à moyen et à long terme qui, pour les raisons que l'on sait, ne suivent qu'avec retard la tendance générale, sont en revanche de nouveau légèrement montés. A la fin de juillet, le taux moyen pour des dépôts d'épargne de 12 banques cantonales atteignait 3,94 %, soit un quart de pour cent de plus qu'un an auparavant. Les taux des obligations de caisse (5,38 %) et le taux moyen des hypothèques de premier rang (5,0% pour les anciennes, 5,27 % pour les nouvelles hypothèques dans la construction de logements courants, et 5,22 % dans l'agriculture) ont évolué dans le même sens. D'entente avec la Banque nationale, de nombreuses banques ont décidé à la

11 septembre 1970

20

fin d'août de relever le taux de leurs obligations de caisse de  $1/4$  % dès le 14 septembre. (Grandes banques et banques cantonales  $5\frac{1}{2}$  %, banques locales, caisses d'épargne et autres banques  $5\frac{3}{4}$  % pour une durée de 3 à 4 ans, grandes banques et banques cantonales  $5\frac{3}{4}$  %, autres banques 6 % pour une durée de 5 ans et plus). Le rendement des obligations de la Confédération, qui était monté par moments à plus de 6 % en juillet, a quelque peu baissé ces derniers temps, en raison de la détente du marché. Actuellement, ce rendement est un peu inférieur à 5,9 %.

E x p o s é  
présenté à la séance du Conseil de banque de la  
Banque nationale suisse  
du 11 septembre 1970

---

(Complément au rapport écrit)

Parmi les nombreux problèmes qui nous occupent actuellement, deux seulement retiendront notre attention.

Le Conseil fédéral a proposé que la compétence de fixer la parité du franc lui soit transférée. J'aborderai cette question complexe avant d'examiner l'évolution des taux d'intérêt.

A. Revision de la loi sur la monnaie

I. Pourquoi proposer une modification du régime de la compétence?

Ce n'est pas sans raison qu'en 1952 a été adopté l'actuel régime de la compétence, qui va jusqu'à subordonner tout changement de la parité au référendum facultatif. Le volume monétaire était encore lié à l'or dont la rareté faisait obstacle à une inflation excessive. Le maintien de la parité-or témoignait d'une lutte efficace contre l'inflation. Toute entrave aux changements de la parité équivalait donc à un mandat donné aux autorités monétaires de lutter contre l'inflation.

Au cours de ce siècle, la production de biens a augmenté beaucoup plus rapidement que la quantité d'or. Pour éviter des conséquences déflationnistes, on a conçu des méthodes propres à "dilater" l'or. Sur le plan national, les billets de banque ont remplacé les monnaies d'or. Ces billets ne devaient pas être entièrement couverts par l'or, qui en représentait toutefois une proportion déterminée.

Sur le plan international, les devises-or se sont progressivement ajoutées à l'or. Le rôle de devise-or est toujours revenu à la monnaie, convertible en or, du pays économiquement le plus puissant.

Un tel système ne peut fonctionner que si le pays économiquement le plus puissant est toujours en mesure de satisfaire les demandes de conversion en or que lui adressent les autorités monétaires des autres pays. Il ne doit donc pas uniquement disposer d'une importante réserve d'or, il doit en outre être à même, le cas échéant, d'arrêter une hémorragie excessive d'or par une politique économique et monétaire déflationniste. Ainsi, l'or a continué d'exercer une influence modératrice sur l'inflation, bien que, dans sa fonction internationale aussi, il ait subi une "dilatation".

Aussi longtemps que la rareté de l'or écartait le danger d'une inflation excessive, une réévaluation semblait pratiquement exclue. Une modification de la parité ne pouvait se traduire que par une dévaluation.

En 1952, seule la monnaie suisse n'avait été dévaluée qu'une fois depuis qu'elle était en circulation; elle en retirait un prestige particulier, ce dont les auteurs de la loi sur la monnaie avaient conscience. La lourde procédure à laquelle étaient soumis les changements de la parité devait contribuer au maintien de cette politique.

Du point de vue purement juridique, le système monétaire international ne s'est pas fondamentalement modifié depuis le début des années cinquante. Les parités monétaires sont toujours liées à l'or. Mais celui-ci n'assume plus la même fonction dans le système monétaire international; l'influence modératrice qu'il exerçait sur l'inflation s'est en majeure partie dissipée.

L'équilibre des balances des paiements, les réserves monétaires et, par conséquent, la création de monnaie reposent



de plus en plus sur le dollar qui s'est progressivement écarté de la discipline de l'or.

Au cours de la dernière décennie, les déficits de la balance américaine des paiements et les disponibilités en dollars qui se sont ainsi écoulées dans le monde ont atteint un volume qui a favorisé les tendances inflationnistes dans les pays industrialisés. Ce volume ne pouvait être résorbé sans dérégler l'approvisionnement en monnaie. Il est vrai que, jusqu'au milieu des années soixante, toute une série de banques d'émission ont essayé de contenir cette évolution en convertissant en or de grandes quantités de dollars. Selon les règles du régime monétaire d'alors, les Etats-Unis auraient dû contrecarrer le dépérissement de leurs réserves d'or en appliquant des mesures déflationnistes visant à réduire fortement le déficit de leur balance des paiements. Toutefois, des raisons économiques internes les ont empêchés de s'engager suffisamment dans cette voie.

Les importantes dépenses que les Etats-Unis consacrent à la défense du monde libre, les investissements directs considérables que les Américains font à l'étranger et, ces toutes dernières années, une surchauffe conjoncturelle fortement inflationniste ont grandement contribué à cet échec.

Les banques d'émission ont dû admettre que des ponctions massives d'or ne pouvaient amener les Etats-Unis à mieux équilibrer leur balance des paiements. Il ne fallait pas non plus méconnaître le fait que les autorités américaines seraient peut-être dans l'obligation de suspendre toute cession d'or. Comme les banques d'émission ne souhaitaient pas en arriver là, elles ont renoncé à effectuer d'autres conversions importantes. Elles espéraient que les Etats-Unis seraient enfin en mesure de ramener dans un proche avenir, le déficit de leur balance des paiements à un niveau acceptable; elles cherchaient aussi à préserver la convertibilité de l'or.

L'attitude des banques d'émission a permis de maintenir formellement le régime de la devise-or; mais matériellement, c'est-à-dire du point de vue de ses effets économiques, ce régime est devenu semblable à celui d'un étalon-dollar, affranchi de la discipline de l'or. Depuis que cet étalon-dollar existe de facto, le déficit de la balance américaine des paiements s'est encore accru, et les disponibilités en dollars qui se sont ainsi écoulées dans le monde ont facilité le déploiement international de l'inflation.

Il est vrai que les autorités américaines se sont efforcées de lutter contre l'inflation dans la mesure où les conditions économiques, sociales et politiques internes le permettaient. Durant les cinq derniers semestres, elles ont mis l'accent sur une politique monétaire restrictive. Celle-ci a contraint les banques et les grandes entreprises américaines à prélever sur le reste du monde, à des taux d'intérêt élevés, d'importantes quantités de disponibilités en dollars. Jusqu'ici, ces dollars ont circulé principalement en dehors des banques d'émission. Malgré tout, celles-ci ont également contribué à élargir le champ de l'inflation.

Pour les banques créancières, situées en dehors des Etats-Unis, ces placements en dollars se prêtent en fait aussi bien que leurs propres disponibilités de caisse à l'expansion de leurs crédits. Si de nouveaux crédits entraînent des prélèvements d'espèces et nécessitent par conséquent une encaisse accrue ces banques peuvent dénoncer des placements à court terme et changer ces dollars auprès de la banque centrale.

## II. Les possibilités d'une réévaluation efficace sont limitées

Les considérations qui précèdent montrent comment le système monétaire s'est appuyé toujours davantage sur la masse importante de dollars au détriment des réserves d'or restreintes, donc propres à entraver l'inflation. Il en ressort également que le maintien de la même parité-or ne représente plus une protection particulière contre l'inflation. Une réglementation légale qui rend pratiquement impossible un changement de la parité ne renforce donc plus comme auparavant la lutte contre l'inflation. Dans certaines circonstances, elle peut même produire des effets contraires.

Il semble donc opportun d'abroger une telle réglementation et de la remplacer par une procédure plus souple, à l'instar de la plupart des autres pays.

Ce sont des réflexions de principe qui ont conduit le Conseil fédéral à proposer au parlement d'adapter notre régime de la compétence aux conditions qui prévalent à l'étranger. Il serait erroné d'y déceler des plans concrets de réévaluation.

Les liens étroits qui unissent notre économie à l'étranger nous obligeront à pratiquer constamment une politique monétaire très prudente. La mentalité conservatrice de notre population garantit aussi, dans le doute, le maintien du statu quo.

On compte que la Suisse, comme par le passé, fera l'impossible pour lutter contre les poussées inflationnistes excessives qui se manifestent chez elle. Par conséquent, un changement de la parité ne pourrait se traduire que par une réévaluation. De là à penser qu'une telle opération pourrait être imminente, il n'y a qu'un petit pas à franchir dans un monde fortement influencé par l'inflation.

La Suisse ayant refusé de réévaluer l'automne dernier, il ne faut pas s'attendre à un changement de la parité dans un proche avenir.

Notre pays connaît aussi une hausse des coûts. Il est fort improbable qu'elle soit nettement plus faible que la hausse enregistrée par les autres pays à monnaie forte et qu'il puisse en résulter un déséquilibre fondamental en notre faveur. Le fait que l'augmentation effective des coûts ne se répercute qu'avec retard sur l'indice du coût de la vie ne doit pas non plus nous abuser; l'accroissement de cet indice ne se poursuit que plus longtemps après le revirement conjoncturel.

J'ai employé l'expression "déséquilibre fondamental", parce que le Conseil fédéral et la Banque nationale sont d'avis que seul un déséquilibre fondamental justifie des modifications de la parité.

Si toute une série de pays, importants fournisseurs, clients et concurrents du nôtre, ayant une capacité concurrentielle correspondant à la nôtre, réévaluaient simultanément, alors la Suisse serait vraisemblablement confrontée à une telle situation. Cette opération équivaldrait en effet pratiquement à une dévaluation indirecte partielle du franc; nous pourrions dès lors nous trouver devant deux solutions: ou subir les effets inflationnistes de ces réévaluations, ou les éviter en réévaluant à notre tour.

Toutefois, une analyse approfondie de la situation ne permet guère d'envisager un tel cas dans un proche avenir. Il est à peu près certain que la haute conjoncture se trouve déjà dans sa phase finale. Or celle-ci est peu propice à une réévaluation, car le risque de récession serait sensiblement accru. Il semble dès lors exclu d'entraîner tout un groupe de pays dans la voie de la réévaluation.

Il est plutôt rare que les conditions soient rassemblées, qui permettent d'atteindre avec succès la stabilité recherchée par la réévaluation. Cela devrait être le cas si tous les pays, ou presque, jouissant d'une capacité concurrentielle supérieure à la moyenne décidaient une action commune et simultanée. Les

dangers inhérents à une réévaluation isolée, et que je décris par la suite, seraient alors en majeure partie éliminés. Mais il est difficile de parvenir à un tel consensus.

On ne se rend souvent pas compte que la réévaluation d'un seul pays favorise encore la tendance inflationniste internationale qui, vraisemblablement, était déjà assez forte au moment où la parité a été changée; il en résulte un accroissement de l'excédent de la demande internationale. Les biens du pays qui a réévalué font également l'objet d'une demande renforcée; ce pays dès lors, malgré la réévaluation, est entraîné de nouveau par l'expansion internationale qui met en danger sa stabilité.

Il vaudrait la peine d'approfondir ces interactions, car elles peuvent expliquer, en partie du moins, l'échec qu'a connu jusqu'à maintenant la réévaluation allemande, du point de vue de la politique de stabilité.

Normalement, le pays qui réévalue doit jouir d'une capacité concurrentielle nettement supérieure à la moyenne. En outre, la conjoncture internationale doit être dans une phase ascendante. En réévaluant, le pays veut affaiblir sa propre capacité concurrentielle, c'est-à-dire freiner ses exportations et stimuler ses importations. Il cherche à orienter davantage la demande étrangère vers des sources d'approvisionnement étrangères et à faire appel davantage à ces sources d'approvisionnement pour satisfaire la demande indigène. En d'autres termes, il cherche à reporter sur l'étranger l'excédent de la demande étrangère et de sa propre demande.

Au moment de la réévaluation, il existe déjà un certain excédent de la demande internationale; de ce fait, il est douteux que le résultat escompté soit atteint. Il est à craindre en effet que, au cours de l'expansion conjoncturelle, les autres sources d'approvisionnement ne puissent satisfaire entièrement la demande internationale, de telle sorte que les hausses de prix dues à la

réévaluation seraient progressivement acceptées et que ces nouveaux prix deviendraient même une norme internationale dans bien des secteurs.

Il ne faut pas oublier que si la position concurrentielle du pays qui a réévalué s'affaiblit, celle des pays, fournisseurs et concurrents, qui n'ont pas réévalué s'améliore.

On le constate très nettement dans les pays qui, auparavant déjà, jouissaient d'une capacité concurrentielle supérieure à la moyenne. Dans les secteurs particulièrement favorisés, la demande renforcée permet d'augmenter les prix et de réaliser aussi temporairement des gains plus élevés. La hausse des coûts ne se fait pas attendre, car la main-d'oeuvre qui se raréfie toujours plus par suite de l'expansion des entreprises peut exiger des salaires supérieurs. Le revenu global croissant accélère alors nettement l'extension de la demande. Plus le nombre des pays pris dans cet engrenage est grand, plus la spirale des prix et des salaires s'internationalise.

La position des pays qui avaient une capacité concurrentielle inférieure à la moyenne s'améliore aussi progressivement. L'excédent accru de la demande internationale atténue les efforts déployés dans ces pays pour refréner la hausse des coûts et de la demande.

Par suite de l'excédent accru de la demande internationale et de la hausse des prix qui lui est liée, le pays qui avait réévalué est de nouveau à la merci des poussées exercées par la demande et les prix et que la réévaluation a précisément renforcées. La stabilité recherchée ne peut donc être atteinte.

On prétend souvent que l'échec d'une réévaluation isolée aurait pu se transformer en succès si cette mesure avait été prise plus tôt. On peut admettre que, au début de l'expansion conjoncturelle, les autres pays à forte capacité concurrentielle disposent encore de réserves de production. Il n'est donc pas exclu que les entreprises de ces pays, favorisées par la rééva-

luation, n'augmentent pas sensiblement leurs prix aussi longtemps que leur capacité de production n'est pas pleinement utilisée. De ce fait, les poussées inflationnistes résultant de la réévaluation seraient au moins différées. Si, pendant ce temps, le pays qui a réévalué connaît une accalmie conjoncturelle susceptible de modérer définitivement la conjoncture internationale, la réévaluation peut aboutir à la stabilité recherchée. Mais si aucune accalmie n'intervient, il faut s'attendre à ce que l'inflation renforcée, telle que je l'ai décrite dans les alinéas précédents, et ses répercussions sur le pays qui a réévalué se produisent tout de même.

On ne peut donc affirmer d'emblée qu'une réévaluation isolée a plus de chance de succès dans une première phase de l'expansion conjoncturelle. Il est aussi douteux qu'une telle mesure soit politiquement réalisable.

Nous avons admis jusqu'ici que le pays qui réévalue joue un rôle dominant dans le commerce mondial. La réévaluation d'un pays dont l'importance économique est sensiblement plus modeste stimulerait beaucoup moins l'inflation internationale. Mais les petits pays n'oseront que rarement s'engager à réévaluer seuls, car les incertitudes liées à cette opération leur paraissent trop lourdes.

Par ces considérations, j'ai voulu montrer que, malgré la précarité actuelle des relations monétaires, les réévaluations ne contribuent à stabiliser les prix que si des conditions particulières sont réalisées. On ne devrait donc en user qu'avec circonspection. Il faut insister surtout, une fois encore, sur le fait que la réévaluation du franc n'est pas pour demain.



## B. Evolution des taux d'intérêt

On pouvait observer en Suisse, depuis un certain temps déjà, une hausse presque ininterrompue des taux d'intérêt. Cette hausse, due à l'attraction du marché des euro-devises, a dépassé le niveau que justifiait le développement conjoncturel du pays.

Mais, entre les taux suisses et ceux du marché des euro-devises, un écart sensible s'est maintenu, dont dépend largement l'efficacité de notre politique de crédit antiinflationniste. Le nivelage des taux pourrait en effet se traduire par un rapatriement de fonds suisses qui se sont accumulés depuis assez longtemps sur le marché des euro-devises. C'est précisément pour retarder le plus possible un tel ajustement des taux que l'on a renoncé à constituer des avoirs minimaux et que l'on a mis l'accent sur la limitation de l'expansion du crédit, qui tend à modérer la hausse des taux. Mais cette limitation ne peut être efficace que si l'écart entre les taux empêche des rapatriements massifs.

Cet écart est influencé par l'écart de sécurité entre le franc suisse et le dollar, que définit le coût de la garantie de change, et par les "facteurs de structure et d'inertie", qui se manifestent sur différents plans et contrecarrent un rapide alignement des taux d'intérêt suisses et étrangers.

Un écart de sécurité en faveur du franc contribue à maintenir en Suisse un niveau de l'intérêt inférieur à celui du marché des euro-devises, mais il ne nous met guère à l'abri des rapatriements. Lorsque l'écart de sécurité est identique à l'écart des taux d'intérêt, la différence de rendement entre les placements à l'étranger garantis contre les risques du change et les placements en Suisse disparaît. Tant que, sous l'effet des "facteurs de structure et d'inertie", l'écart des taux est supérieur à l'écart de sécurité, des rapatriements peuvent être évités.

Depuis quelque temps, par suite du relâchement de la politique monétaire américaine, les taux d'intérêt ont nettement tendance à baisser sur le marché des euro-devises. Ils oscillent actuellement entre 8 % et 8½ %. En Suisse, au contraire, les principaux taux se sont progressivement élevés jusqu'à ces derniers temps. Toutefois, l'écart entre ces taux et ceux du marché des euro-devises est encore sensible.

Ces dernières semaines, le coût de la garantie de change a également augmenté. Cet accroissement équivaut presque à l'effet, jusqu'ici retardateur, des "facteurs de structure et d'inertie". En d'autres termes, le rendement des placements avec garantie de change sur le marché des euro-devises est pratiquement tombé au niveau du rendement des placements en obligations suisses. Du fait que d'assez grandes quantités de fonds suisses à long terme sont placés sur le marché des euro-devises, une certaine propension à rapatrier ces fonds commence à se dessiner.

Ainsi pourraient s'expliquer la légère tendance à la baisse que le rendement des obligations de la Confédération a enregistré depuis la fin du mois de juin et le remarquable succès que remportent les nouvelles émissions malgré un rendement un peu plus faible.

Il est difficile de prévoir l'importance et la durée de cette évolution. Celle-ci dépend, en premier lieu, des taux d'intérêt qui seront offerts sur le marché des euro-devises et de l'écart de sécurité.

Il n'est pas impossible que les taux des euro-devises continuent de fléchir lentement et modérément, ce qui rend l'évolution de l'écart de sécurité d'autant plus importante. Il n'est pas tout à fait exclu que ce dernier augmente encore légèrement sous l'effet des discussions que provoque la révision de la loi sur la monnaie et en raison de la situation monétaire générale qui s'est de nouveau quelque peu détériorée.

Il devrait en résulter une tendance accrue aux rapatriements, du fait que l'écart des taux d'intérêt a diminué. Pour l'instant toutefois, l'attrait des placements à court et à long termes en marks allemands et en florins hollandais atténue cette tendance; le rendement de ces placements est en effet supérieur à celui des placements suisses, et ils sont libellés en une monnaie qui jouit d'un grand prestige.

Il n'est pas exclu que, par suite de rapatriements, l'offre de capitaux augmente au cours des prochains mois en Suisse, à laquelle répondrait toutefois un besoin non satisfait de capitaux à long terme. Tant que le reflux de fonds en Suisse reste relativement modeste, le rendement des obligations ne devrait fléchir que très modérément. Une augmentation massive des rapatriements exercerait certes une pression momentanée sur les taux d'intérêt, mais elle faciliterait du même coup les investissements et renforcerait, par conséquent, les tendances inflationnistes. L'efficacité des mesures antiinflationnistes, essentiellement monétaires, en pâtirait. Il s'ensuivrait bien vite une nouvelle hausse des taux d'intérêt. Il faut donc espérer que les rapatriements restent limités. Si l'évolution se poursuit normalement, cet espoir n'est pas vain.

Vous vous demanderez certainement pourquoi, dans ces conditions, la Banque nationale a autorisé les banques à augmenter de  $\frac{1}{4}$  % le taux de leurs obligations de caisse.

La raison principale réside dans le fait que l'apport de fonds à moyen et à long termes a fortement diminué au cours de cette année dans les établissements bancaires. Durant le premier semestre de 1970, les 72 banques qui nous communiquent des données mensuelles n'ont recueilli que les deux tiers, respectivement la moitié des fonds qu'elles avaient reçus durant la même période des années 1969 et 1968.

Le placement des obligations de caisse s'est même réduit à moins d'un sixième de ce qu'il était au premier semestre des deux années précédentes. La différence entre les taux des obligations de caisse et le rendement des obligations d'emprunts était devenue trop grande pour que l'on puisse s'opposer encore à une hausse des taux demandée avec toujours plus d'insistance. Malgré une augmentation de  $\frac{1}{4}$  %, les obligations de caisse, dont le taux maximal est de  $5\frac{3}{4}$  % pour les grandes banques et les banques cantonales, n'atteignent pas le rendement des obligations; ainsi, même si le rendement des obligations continue de baisser légèrement, les nouveaux taux des obligations de caisse paraissent encore appropriés.

La baisse des taux d'intérêt repose sur des fondements très fragiles, car elle dépend en majeure partie de l'importance de l'écart de sécurité. Il est donc difficile d'en prévoir le cours.

-----