

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 décembre 1970

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

L'évolution de l'économie mondiale.

Au cours des mois passés, la croissance économique s'est encore ralentie dans les pays occidentaux industrialisés. L'accroissement réel du produit national brut dans l'ensemble des pays membres de l'OCDE paraît atteindre à peine 3 % cette année, contre 5 % en 1969.

Ces chiffres ne sont toutefois pas concluants, car l'évolution a beaucoup varié d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis, la relance de l'activité économique attendue pour le deuxième semestre ne s'est guère manifestée, en partie à cause d'une grève dans l'industrie automobile qui a entravé la production pendant plusieurs semaines. Le produit national brut en termes réels a très peu augmenté au troisième trimestre; compte tenu du fléchissement survenu au premier semestre, l'accroissement annuel doit être pratiquement nul. Le nombre de chômeurs reste élevé. L'utilisation de l'appareil productif a régressé jusqu'au niveau le plus bas depuis 1961. Le Canada et la Grande-Bretagne connaissent une situation semblable quant au chômage et au degré d'occupation. En Grande-Bretagne, le chômage est le plus élevé de l'après-guerre. Les taux de croissance modestes d'environ 2 1/2 % au Canada et 1 1/2 % en Grande-Bretagne sont cependant un peu plus hauts qu'aux Etats-Unis.

Sur le continent européen, les symptômes d'une surchauffe conjoncturelle sont restés prédominants. Si la croissance économique s'y est également ralentie au cours des derniers mois, il faut l'attribuer principalement - surtout en République fédérale d'Allemagne et dans quelques petits pays industrialisés - au manque de main-d'oeuvre et à l'épuisement de la capacité disponible. Il en va de même au Japon. En Italie, les troubles sociaux et les grèves fréquentes ont eu de fâcheuses répercussions sur la production. Toutefois, sur le continent européen comme au Japon, l'expansion de la demande a commencé de faiblir ces derniers temps.

Si la poussée internationale des prix a perdu de sa puissance au cours des mois écoulés, elle reste en général exceptionnellement forte. Aux Etats-Unis, la hausse du coût de la vie s'est ralentie, passant de plus de 6 % par moments à près de 4 %, pour reprendre légèrement ces derniers temps. On ne saurait déjà dire si le taux du renchérissement va beaucoup baisser avant que l'administration soit parvenue à relancer l'activité économique. Dans certains grands pays, tels que le Canada, le Japon et la France, la hausse des prix paraît également perdre peu à peu de son ampleur. Il est en revanche évident que certains petits pays d'Europe commencent seulement de ressentir tout le poids de la poussée internationale des prix. C'est surtout le cas des pays scandinaves, Finlande exceptée. Les gouvernements danois et suédois ont dû décréter un blocage des prix. Dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, la hausse des prix, mesurée à l'indice qui sert à évaluer le produit national brut, paraît atteindre pour 1970 un taux d'environ 5,5 %.

Il est inquiétant que, même dans les pays où l'expansion de la demande paraît en déclin, les majorations de salaires entretiennent la hausse des coûts. Ces majorations continuent au même rythme dans presque tous les pays d'une certaine importance sans que la situation conjoncturelle et le degré d'occupation les influencent notablement. Même dans les pays où sévit un chômage considérable, les majorations accordées ces derniers mois dans certains secteurs ont atteint de nouveaux records. Les taux, généralement bien supérieurs à 10 %, dépassent largement la croissance nationale moyenne de la productivité et incitent les secteurs restés en arrière à suivre le mouvement. Ainsi, l'inflation n'a pas seulement pris des dimensions nouvelles, mais elle a changé de caractère. Le fait que dans un pays comme la Grande-Bretagne, qui connaît son chômage le plus élevé de l'après-guerre, des majorations de salaires de 15 à 20 % soient accordées, montre nettement que la réalité économique et la conception traditionnelle de l'influence du degré d'occupation sur les salaires divergent considérablement. Par conséquent, les moyens classiques de la politique conjoncturelle, qui influent essentiellement sur la demande globale, ne permettent plus de contenir les poussées d'inflation aussi efficacement qu'on le voudrait.

Dans une analyse remarquable qu'il a publiée récemment, le secrétariat de l'OCDE attire l'attention sur ces faits, soulignant en particulier que l'on a sous-estimé la portée du processus d'inflation mondiale en cours, la tendance de ce processus à se renforcer de lui-même et les conséquences qui s'ensuivent pour l'équilibre économique, social et politique. Le secrétariat en conclut que, dans la situation actuelle, il faut accorder une priorité absolue aux mesures propres à refréner l'inflation. Cela n'est cependant possible que si les différents pays coordonnent leurs efforts et si les autorités usent de tous

les moyens que leur offre la politique économique. Cette invitation pressante à contenir d'abord l'inflation a été d'autant plus remarquée que, jusqu'alors, l'OCDE avait toujours considéré comme objectif prioritaire une croissance économique maximale.

L'économie mondiale passe actuellement par une phase de transition où se mêlent, comme nous l'avons vu, les tendances à l'expansion et à la récession. D'une part, la persistance de l'inflation par les coûts salariaux entraîne de nouvelles hausses de prix dans la mesure où les entreprises peuvent reporter les majorations de salaires sur les prix de vente. Comme la demande varie cependant suivant les biens et les catégories de biens, les possibilités de reporter les coûts sont très inégales. Dans les entreprises les moins favorisées, les marges de bénéfice s'amenuisent et la capacité d'autofinancement disparaît. De telles tendances sont déjà très prononcées aux Etats-Unis et, pour une part, en République fédérale d'Allemagne. Ainsi, beaucoup d'entreprises ont des problèmes de liquidité et doivent s'endetter pour réaliser leurs projets d'investissements. Comme elles sont moins tentées et, souvent, moins en mesure de s'endetter lorsque leurs marges de bénéfice baissent, il se pourrait qu'elles ajournent ou abandonnent leurs projets, ce qui ferait diminuer les investissements. D'autre part, tant qu'elles ne sont pas compensées par une baisse du degré d'occupation, les majorations de salaires font monter les revenus et les dépenses de consommation, favorisant ainsi en principe l'expansion. Si cette possibilité se réalise, la diminution des investissements de l'économie privée s'accompagnera à brève échéance dans quelques importants pays industrialisés d'une augmentation des dépenses de consommation, en particulier dans la construction de logements. A ces investissements de consommation pourraient s'ajouter des dépenses croissantes des pouvoirs publics pour l'adaptation et l'extension de l'infrastructure. Comme ces mouvements de la demande agissent différemment d'un secteur et d'une entreprise à l'autre, il faut s'attendre à une évolution très diversifiée. Cela pourrait généralement inciter à plus de prudence, si bien que l'expansion de la demande va probablement faiblir. L'expérience montre cependant que, lorsque la demande globale tarde à se restreindre, la hausse des coûts et donc, dans bien des secteurs, celle des prix subsistent encore longtemps.

L'avenir dépendra surtout de la politique que les autorités des principaux Etats industrialisés adopteront et de l'accueil que les parlements ainsi que l'opinion publique lui réserveront. On risque bien de voir surgir de nouvelles impulsions avant que l'inflation par les coûts soit vraiment résorbée. Il faut donc vivement espérer que l'appel du secrétariat de l'OCDE ne restera pas lettre morte et que l'on s'attaquera résolument au problème de l'inflation.

Voici, pour compléter cet exposé, quelle est la situation économique dans les différents pays:

Aux Etats-Unis, le fléchissement de l'activité économique paraît, pour l'instant, avoir atteint le point le plus bas vers le milieu de l'année. Au troisième trimestre, le produit national brut en termes réels n'a augmenté que de 1,5 %. Sans doute la grève déclenchée en septembre dans la principale entreprise de l'industrie automobile, qui s'est répercutée chez ses nombreux fournisseurs, a-t-elle refréné les tendances encore peu prononcées à l'expansion. Pour d'autres raisons également, ces tendances paraissent avoir été jusqu'ici plus faibles que ne s'y attendaient les milieux officiels. En septembre comme en octobre, la production industrielle a nettement régressé. Le degré d'utilisation de l'appareil productif est tombé au point le plus bas depuis 1961. En octobre, le nombre des chômeurs s'est élevé à 4,3 millions, soit 5,6 % des travailleurs. La construction de logements est le seul secteur où l'on constate déjà un net rétablissement. Si les dépenses de consommation se sont accrues, l'épargne a progressé davantage. Les investissements de l'économie privée ont nettement diminué. En général, les bénéfices des entreprises sont peu intéressants. L'utilisation incomplète de l'appareil productif incite beaucoup d'entre elles à ajourner leurs investissements. Les dépenses publiques liées à des prestations sociales ou à l'assainissement de l'environnement ont fortement augmenté. Il semble que les dépenses d'armement, elles aussi, vont de nouveau s'accroître prochainement. Les finances de l'Etat fédéral présentent un important déficit, dû cependant en grande partie à la diminution des recettes fiscales en raison de la baisse du taux d'occupation. Même si la conjoncture se redresse et si les recettes fiscales augmentent, il faut s'attendre pour l'an prochain à un déficit élevé des finances publiques. Il est probable que la construction de logements et la consommation privée seront, avec les dépenses publiques liées aux prestations sociales et à l'assainissement de l'environnement, les principaux moteurs d'un éventuel redressement de la conjoncture. En revanche, il s'écoulera encore un certain temps jusqu'à ce que les investissements de l'économie privée reprennent de façon appréciable.

La poussée des prix s'est généralement ralentie au cours des mois passés. Cependant, l'indice des prix à la consommation est monté davantage en octobre (taux annuel 4,9 %) qu'en septembre. Dans divers secteurs, l'augmentation des salaires s'est plutôt renforcée. Il faut s'attendre encore à d'importantes majorations, par exemple dans l'industrie de l'acier. Face au développement des salaires, la forte augmentation de la productivité industrielle représente un facteur positif. Tout récemment, le gouvernement a imprimé à sa politique économique un cours plus expansif. Son but est de rétablir jusqu'au milieu de 1972 un degré d'occupation satisfaisant. Le premier moyen utilisé à cette fin

est la politique de la monnaie et du crédit, qui tend à accroître de façon continue le volume de l'argent et du crédit. La situation s'est déjà nettement détendue sur le marché monétaire, où les taux d'intérêt ont très fortement baissé. L'économie consolide en masse ses crédits à court terme en empruntant des capitaux. La demande de prêts à long terme est donc élevée et les taux d'intérêt ont par conséquent beaucoup moins diminué que sur le marché monétaire.

En Grande-Bretagne, la production du troisième trimestre a peu augmenté par rapport à l'an dernier. Contre certaines attentes, les investissements de l'économie privée, en particulier, n'ont guère progressé. Favorisées par les fortes majorations de salaires, les dépenses privées de consommation ont certes augmenté sensiblement, mais le renchérissement croissant, dont le taux dépasse légèrement 7 %, a absorbé une bonne partie de ce surcroît. Le nombre des journées de travail perdues en raison des grèves a atteint cette année un nouveau record. A la suite de ces grèves, les syndicats ont constamment réussi à imposer une bonne partie de leurs revendications salariales. Les majorations de salaires ont atteint en moyenne 15 % en chiffre rond et donc davantage dans certains cas. Comme la productivité s'accroît en moyenne de 3 %, ces majorations entraînent généralement une hausse des prix. Au début de novembre, on comptait 600 000 chômeurs, soit 2,6 % des travailleurs; c'est le niveau le plus élevé de l'après-guerre. En octobre, le gouvernement a annoncé qu'il réduirait les dépenses publiques et les recettes fiscales à peu près dans la même mesure, pour restreindre, conformément à son programme, la part de l'Etat dans le processus économique. Il a ensuite réaffirmé son intention de ne pas intervenir directement dans les négociations de salaires, mais d'appuyer la résistance des employeurs à des revendications excessives et de donner lui-même l'exemple en pratiquant une politique adaptée à la conjoncture. D'autre part, une politique de la monnaie et du crédit restrictive tend à empêcher le financement de majorations de salaires excessives. Il est vrai qu'elle n'a pas encore donné de résultats tangibles. La hausse des salaires constitue sans doute à l'heure actuelle le point faible de l'évolution économique en Grande-Bretagne.

En République fédérale d'Allemagne, la demande paraît depuis quelque temps progresser avec moins de vigueur. Pour l'instant, l'affaiblissement des poussées conjoncturelles se limite essentiellement à l'industrie, tandis que dans la construction et et dans le secteur des services la tendance à l'expansion reste forte. L'industrie a reçu ces derniers temps beaucoup moins de commandes mais, dans l'ensemble de l'économie privée, les commandes en portefeuille n'ont pas diminué. L'économie dispose toujours d'importantes réserves de travail. En raison de la croissance réduite de la productivité, la hausse extraordinairement forte des coûts salariaux a sensiblement comprimé les bé-

néfices des entreprises, si bien que les projets d'investissement ont diminué très fortement. En revanche, la demande privée de consommation et celle de logements continuent d'augmenter au même rythme. De même, les dépenses des pouvoirs publics tendent à s'accroître. Il n'y a toujours aucune main-d'oeuvre excédentaire, mais la demande de l'industrie paraît diminuer. A la fin de septembre, la hausse annuelle des prix des biens d'équipement s'est chiffrée à 10 %, celle des prix à la production des biens de consommation industrielle, à 5 % et celle du coût de la vie, à 4 %. Au troisième trimestre, les gains effectifs ont dépassé de 15 % ceux de la même période de l'an dernier; quant aux coûts salariaux par unité de production, ils ont augmenté de 11,5 %. D'après les données dont on dispose, ces 11,5 % constituent la hausse la plus forte des principaux pays industrialisés. Comptant sur l'efficacité de certaines mesures de politique budgétaire et surtout sur la politique de la monnaie et du crédit menée par la banque centrale, le gouvernement avait d'abord renoncé à influencer sur les salaires par une politique des revenus; il a cependant publié en octobre des lignes directrices concernant les majorations de salaires. Celles-ci ne devraient dorénavant pas dépasser 7 à 8 %. Les majorations convenues en octobre et en novembre dans la métallurgie sont bien supérieures à ces taux. De nouvelles adaptations sont en vue, en particulier dans les services publics.

En France, les poussées conjoncturelles ont nettement faibli au cours des mois passés. La demande de consommation ne s'est plus accrue que modérément. Les investissements ont diminué et les exportations, après une expansion exceptionnellement forte au premier semestre, ont moins progressé. Il en va de même de la production industrielle. Dans certaines branches, le degré d'utilisation de l'appareil productif n'a pas été satisfaisant. Simultanément, le nombre des chômeurs s'est accru dans une mesure qui donne quelque souci aux autorités.

La hausse des salaires et des prix n'a guère faibli. A la fin d'octobre, la hausse de l'indice des prix à la consommation se chiffrait à 5,6 %. Vu le relâchement des poussées conjoncturelles, le gouvernement a cependant notablement allégé le régime des restrictions. Les limitations quantitatives du crédit à la clientèle ont été levées, mais le montant maximal du réescompte que chaque banque peut obtenir a été réduit. En octobre, la Banque de France a abaissé son taux d'escompte de 1/2 % et l'a ramené à 7 %. Ces mesures s'accompagnent d'un nouveau régime des réserves minimales qui peuvent maintenant être également fixées en proportion de l'actif du bilan bancaire. Le gouvernement a enfin prévu certains allègements fiscaux dans le budget pour 1971.

En Italie, l'économie paraît, dans l'ensemble, avoir supporté jusqu'ici sans difficultés sérieuses les troubles sociaux persistants et les grèves en chaîne, généralement suivies de fortes majorations de salaires. La progression accélérée des revenus a sans doute provoqué une très forte augmentation de la consommation, alors que les investissements privés ont nettement diminué. Au cours de ces tout derniers mois, l'économie a cependant pu compenser en partie les pertes de production qu'elle avait subies, si bien que l'on compte, pour toute l'année, avec une hausse de 5 à 6 % de la production industrielle et de 6½ % du produit national brut en termes réels. Si la poussée des prix s'est renforcée, elle ne dépasse toutefois pas celle des autres pays, malgré la forte hausse de la demande et des salaires. (En septembre, les prix de détail ont augmenté de 5 % par rapport à l'année précédente).

Le gouvernement s'efforce d'endiguer les poussées conjoncturelles. Un premier programme, qui prévoyait l'augmentation de nombreux impôts de consommation en vue de restreindre celle-ci, ainsi que des mesures propres à encourager l'épargne et l'investissement, n'a pas été accepté par le parlement dans le délai envisagé. Le gouvernement a par conséquent été obligé de le présenter à nouveau sous une forme un peu modifiée. Il s'est heurté derechef à de grosses difficultés, mais il a pu obtenir l'approbation du parlement. La Banque centrale tente bien de contenir l'expansion par des mesures monétaires, mais l'important afflux de fonds de l'étranger a provoqué ces derniers temps l'abondance d'argent et de crédit.

Aux Pays-Bas, de même qu'au Danemark et en Suède, la situation économique est particulièrement tendue. Aux Pays-Bas, la consommation privée comme les investissements ont progressé avec une vigueur exceptionnelle. Une nouvelle vague d'augmentation de salaires a déferlé après la pause d'été. La balance des revenus est devenue fortement déficitaire. Les prix à la consommation ont sans doute augmenté de 4,5 % et s'élèveront probablement encore davantage l'an prochain. Le gouvernement a l'intention de reprendre la situation en mains dès le début de 1971 par des mesures énergiques, telles qu'augmentations d'impôts, ajournement des investissements publics et menace de blocage des prix. L'afflux massif de fonds étrangers entrave sérieusement la politique monétaire.

En Belgique, l'expansion paraît s'être nettement ralentie. La production industrielle croît plus lentement. Dans ce pays également, la hausse des salaires dépasse 10 %. L'indice des prix à la consommation est monté d'environ 4 %. Contrairement à celle des Pays-Bas, la balance des revenus est devenue excédentaire, les importations ayant moins augmenté. La banque centrale a atténué les restrictions quantitatives de crédits et abaissé le taux d'escompte pour l'adapter aux conditions du marché.

Au Danemark et en Suède, la surchauffe conjoncturelle, la hausse extraordinaire des salaires et des prix, ainsi que la dégradation de la balance des paiements et de la situation monétaire ont conduit les autorités à prendre des mesures radicales qui, à côté d'importantes majorations d'impôts, comportent un blocage temporaire des prix.

Au Canada, la croissance de l'économie a faibli. Malgré une conjoncture très favorable aux exportations, l'appareil de production n'a pas été suffisamment utilisé. Le nombre des chômeurs s'est accru de près de 50 % en l'espace d'une année. Contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, la diminution de la demande a fortement atténué la poussée des prix. Cette évolution a conduit ces derniers temps les autorités à alléger graduellement les mesures restrictives qu'elles avaient prises.

Au Japon, comme les années précédentes, l'économie a réagi assez rapidement à la politique conjoncturelle restrictive que le gouvernement et la banque centrale ont suivie depuis environ un an. Certaines industries, telles que celles de l'acier, de l'automobile et de l'électricité, paraissent ne plus pouvoir actuellement utiliser leur pleine capacité. Depuis le milieu de l'année, la production industrielle s'accroît un peu plus lentement. Les investissements ont nettement diminué, tandis que la compression des dépenses privées de consommation s'est moins manifestée en raison de la forte hausse des salaires. Les importations ont augmenté davantage que les exportations. Comme au Canada, les autorités ont tempéré leur politique conjoncturelle en majorant les taux d'accroissement maximal des crédits et en abaissant le taux de l'escompte.

La situation monétaire internationale

Durant ces derniers mois également, la situation monétaire est restée calme. La livre anglaise a subi une pression momentanée au début de septembre, mais elle n'a pas tardé à se rétablir.

Le remboursement continu d'euro-dollars par les banques américaines qui les avaient reçus en dépôt à terme au cours de ces deux dernières années pour échapper au resserrement du crédit aux Etats-Unis constitue le fait marquant des mois passés. Ces dépôts ont en effet diminué de plus de 3,4 milliards de dollars du début de l'année à la fin d'octobre. Les taux d'intérêt à court terme ont donc baissé graduellement sur l'euro-marché, comme aux Etats-Unis. Si, au milieu de l'an dernier, on payait encore largement 12 % sur les euro-dollars à trois mois, le taux de ces crédits atteint à peine 7 % à la fin de novembre 1970. Ainsi, les taux ont diminué de près de la moitié durant cette période. Comme dans la phase précédente de resserrement des fonds et de hausse des taux d'intérêt, l'évolution du marché aux Etats-Unis a, une fois de plus, modifié par l'intermédiaire de l'euro-marché la situation des autres marchés monétaires nationaux et

leurs taux d'intérêt. Preuve en soient les abaissements en série des taux d'escompte qui, après les Etats-Unis, se sont produits au Canada et dans quelques pays européens, notamment en République fédérale d'Allemagne.

La plus grande partie des fonds ainsi libérés ont été absorbés par la République fédérale d'Allemagne, suivie par les Pays-Bas, la France, l'Italie et la Suisse. Tout comme, l'an passé, les mouvements de capitaux vers l'Amérique étaient accompagnés d'une diminution des réserves en devises de diverses banques centrales européennes, on constate cette année en Europe, parallèlement au reflux des euro-dollars, un accroissement des réserves officielles en dollars. Ainsi, les réserves monétaires de la Bundesbank ont augmenté de plus de 17 milliards de marks pendant les dix premiers mois de 1970.

Les remboursements de prêts en euro-dollars ne sont naturellement pas propices à la balance des paiements des Etats-Unis. Ils modifient surtout la structure de l'endettement américain à l'égard de l'étranger, chargeant ainsi cette balance. Mesuré au mouvement des réserves officielles, le déficit de la balance des paiements s'est chiffré pendant les neuf premiers mois de cette année à 6,5 milliards de dollars, alors que l'on avait constaté un excédent de 2,7 milliards pour l'ensemble de 1969. Durant les neuf premiers mois, la balance du commerce s'est toutefois soldée par un excédent de 2,5 milliards de dollars, bien supérieur à celui de l'an dernier (751 millions de dollars). La demande commençant à faiblir en Europe, au Japon et au Canada, les chances de voir s'améliorer substantiellement la balance américaine du commerce et celle des revenus restent limitées. D'autre part, le déficit de la balance des mouvements de capitaux devrait se réduire peu à peu quand cesseront les remboursements d'euro-dollars et si, à la faveur d'un redressement de la bourse américaine, l'étranger achète davantage de titres de ce pays. Il semble toutefois que, dans l'ensemble, la balance américaine des paiements ne va pas retrouver prochainement son équilibre.

En Grande-Bretagne, la balance du commerce s'est un peu améliorée après la grève des dockers. En septembre et en octobre, elle s'est soldée par de faibles excédents, mais en moyenne, elle a été légèrement déficitaire pendant les quatre derniers mois. Comme l'excédent de la balance des services dépasse ce déficit et que la balance des mouvements de capitaux est également positive, la balance des paiements devrait se solder cette année par un excédent de 1,5 à 2 milliards de dollars. Le développement explosif des salaires et la poussée qu'il exerce sur les prix et sur les importations, pourrait cependant, déjà dans un avenir assez rapproché, détériorer la balance des paiements.

Bien que la balance commerciale de l'Italie se soit sensiblement dégradée en raison de la forte hausse des importations et que l'excédent de la balance des revenus ait baissé de plus de la moitié par rapport à 1969, la balance des paiements s'est améliorée. Pendant les neuf premiers mois de l'année, elle s'est soldée par un déficit de 160 millions de dollars, contre 990 millions en 1969. L'exode de fonds, qui avait pris en 1969 et au début de cette année une ampleur extraordinaire, a fortement diminué. De plus, l'Italie (les entreprises d'Etat les premières) a emprunté cette année d'importants fonds à long terme à l'étranger afin d'équilibrer la balance des paiements. Ces emprunts doivent avoir atteint jusqu'ici près de 1,5 milliard de dollars.

La balance des paiements de la France est redevenue active cette année. Au cours des derniers mois, la balance du commerce et celle des revenus ont encore présenté de légers excédents. La balance des mouvements de capitaux se solde aussi par un excédent. Les autorités françaises s'efforcent d'éviter autant que possible que des afflux à court terme de l'euro-marché n'accroissent la monnaie et le crédit.

En République fédérale d'Allemagne, la réévaluation n'a guère fait diminuer, dans la balance des revenus, que l'excédent de la balance des services. Alors que la balance commerciale s'est soldée pendant les dix premiers mois de l'année par un excédent pratiquement égal à celui que l'on avait enregistré un an plus tôt, le solde actif de la balance des revenus n'a atteint qu'un cinquième (800 millions de marks, en chiffre rond) du résultat de 1969. Un changement considérable s'est produit dans les mouvements de capitaux. Pour toute l'année 1969, les exportations nettes de fonds avaient atteint 19 milliards de marks, en chiffre rond. Pendant les neuf premiers mois de cette année, en revanche, les importations nettes de fonds ont absorbé 4,4 milliards de marks. Si l'Allemagne a été en 1969 le pays qui a exporté net le plus de fonds à long terme (24 milliards de marks, en chiffre rond), ces exportations n'ont pas tardé à diminuer fortement cette année. Au troisième trimestre déjà, les importations ont prédominé. Le renversement de la balance des mouvements de capitaux est cependant dû principalement aux transactions à court terme. La forte expansion de la demande de fonds au moment où la banque centrale resserrait sa politique de la monnaie et du crédit a conduit l'économie allemande à emprunter d'importants fonds à court terme à l'étranger. Les remboursements que les banques américaines ont effectués sur le marché des euro-devises ont facilité ces crédits. Pendant les trois premiers trimestres, les entreprises allemandes ont emprunté à l'étranger des fonds à court terme équivalant à 14,5 milliards de marks en chiffre rond et les banques allemandes la contre-valeur d'environ 4 milliards de marks. Au total, la balance des

paiements s'est soldée une fois de plus par un fort excédent (14,3 milliards de marks) et les réserves monétaires allemandes ont augmenté d'autant. Cet accroissement n'est cependant pas dû cette fois-ci à des mouvements spéculatifs, mais il découle de la politique monétaire ainsi que de l'écart entre les taux d'intérêt allemands et étrangers qui en est résulté.

Au Canada, la balance du commerce et celle des revenus ont évolué de façon extrêmement favorable. Alors que, de janvier à septembre, les exportations ont augmenté de près de 15 % par rapport à l'année dernière, les importations se sont accrues de moins de 2 %. L'excédent de la balance commerciale est plus élevé que jamais et se chiffre à 2 milliards de francs. La balance des revenus se soldera probablement cette année par un excédent d'environ 1 milliard de dollars. Comme les mouvements nets de capitaux continuent d'être positifs, parfois même très largement, l'excédent de la balance des paiements a beaucoup augmenté. Mais le boom des exportations est dû à une série de circonstances extraordinaires et le degré d'occupation est insatisfaisant, de sorte qu'il sera difficile au gouvernement canadien de se résoudre à rétablir prochainement des changes fixes.

Au Japon, où l'expansion des exportations diminue un peu graduellement, la balance des revenus présentera sans doute à peu près le même excédent que l'an dernier. D'autre part, le pays a, dans l'ensemble, exporté davantage de capitaux qu'il n'en a importés. Il s'est agi en partie de crédits à l'exportation, mais il semble aussi que, vu l'évolution de la bourse, les étrangers ont vendu des titres japonais. Par conséquent, l'excédent de la balance des paiements pourrait être inférieur à celui de l'an dernier (presque 1 milliard de dollars).

La balance des paiements d'une série de pays industrialisés paraît mieux équilibrée cette année. Toutefois, les résultats des Etats-Unis sont encore loin d'être satisfaisants. La légère amélioration de la balance des revenus ne suffit pas à compenser les autres postes passifs autant que l'exige le bon fonctionnement du système monétaire international. La situation est aggravée par le renversement des mouvements de capitaux à court terme qui, les deux années passées, l'avaient momentanément allégée. Ces mouvements gênent du même coup les efforts de divers pays européens en vue de refréner la surchauffe économique. Ils ont en outre tendance à accroître de nouveau davantage les réserves officielles en dollars de certains pays. Joint à l'or vendu par l'Afrique du Sud au Fonds monétaire international et à diverses autorités monétaires nationales, cet accroissement des dollars détenus par les banques centrales constitue un surplus de réserves nettement supérieur à celui dont on avait tenu compte en attribuant les droits de tirage spéciaux (DTS). Comme une

nouvelle attribution de DTS se montant à 3 milliards de dollars aura lieu au début de l'an prochain et que l'on ne peut guère s'attendre à ce que la balance américaine des paiements s'améliore de façon décisive, il faudra vouer davantage d'attention au problème des liquidités internationales. Cela serait d'autant plus souhaitable que, lors de l'assemblée annuelle du Fonds monétaire et de la Banque mondiale, on a cédé aux instances des pays en voie de développement qui demandaient que soit examinée la possibilité de lier la création des droits de tirage spéciaux et le financement de l'aide à ces pays.

L'assemblée du Fonds monétaire et de la Banque mondiale a montré par ailleurs qu'il n'était pas possible d'améliorer l'équilibre des balances des paiements en accroissant simplement la flexibilité des cours de change. Le rapport ad hoc des directeurs exécutifs du Fonds monétaire a certainement déçu certains en ne préconisant ni les cours du change totalement libres, ni un élargissement substantiel des marges de fluctuation des cours (dépassant $\pm 3\%$), ni un système automatique de parités glissantes (crawling peg). Selon ce rapport, les seules possibilités dont les experts estiment qu'il vaut encore la peine d'étudier la réalisation consistent dans une faible extension (de 2 à 3 % au maximum dans les deux sens, des marges actuelles des cours du change), dans une adaptation plus rapide et plus fréquente des parités en cas de déséquilibre des balances des paiements et, enfin, dans la libération des cours du change pour une brève période, jusqu'à l'établissement d'une nouvelle parité. La discussion internationale de ce problème a déjà perdu de son acuité.

L'intérêt s'est reporté principalement sur les plans des six pays du Marché commun visant à instituer une union économique et monétaire dans les dix prochaines années, et à en jeter déjà l'an prochain les premiers jalons. Il est évident que la création d'un vaste espace européen où la monnaie serait unique et la politique monétaire unifiée ne manquerait pas de transformer radicalement la situation monétaire internationale. Les effets de cette intégration monétaire seraient encore plus grands si d'autres pays accédaient au Marché commun, comme ils en font présentement la demande. Un tel événement pourrait aussi influencer la position du dollar américain dans le système monétaire international. On ne peut douter que l'évolution de la balance américaine des paiements, ainsi que ses effets sur le système monétaire international et sur les politiques nationales de la monnaie et du crédit, jouent un rôle dans les réflexions qu'inspire l'intégration monétaire européenne. Il serait cependant extrêmement regrettable que ces considérations renforcent les tendances, constatées tout récemment dans le domaine de la politique commerciale par exemple, qui conduisent à un désintéressement croissant à l'égard de la politique économique.

L'évolution économique en Suisse

Il semble, selon quelques indicateurs statistiques, que les poussées conjoncturelles suscitées par la demande ont un peu faibli ces derniers temps. Les taux de croissance du produit national brut en termes réels et de la production industrielle ont baissé, les exportations ont nettement moins progressé dans les derniers mois, le rythme des commandes industrielles s'est un peu ralenti, le nombre des permis de construire et celui des projets présentés à l'Inspectorat fédéral des fabriques ont diminué. En revanche, le marché de l'emploi est plus tendu que jamais. Le nombre des places vacantes faute de personnel a atteint un niveau inhabituel et accentué la tendance à débaucher de la main-d'oeuvre.

Cela montre clairement que, par rapport aux réserves de main-d'oeuvre de notre économie, la demande reste, dans l'ensemble, fortement excédentaire. Si la production et les livraisons à l'étranger ont moins augmenté, il faut l'imputer bien davantage au manque de main-d'oeuvre et à la surcharge de l'appareil productif qu'à une régression de la demande. Celle-ci peut paraître en perte de vitesse, mais l'activité économique ne s'en est guère ressentie. Au cas où le fléchissement persisterait, il réduirait le volume des carnets de commandes et les délais de livraison, puis normaliserait la relation entre l'offre et la demande, ce qui serait hautement souhaitable pour l'équilibre de notre économie.

Malheureusement, l'expansion de la demande peut faiblir sans que la pression exercée par l'inflation se relâche très vite. Sans doute, les prix peuvent-ils réagir assez rapidement dans certains secteurs, mais l'expérience montre qu'il faut une année et même davantage pour que cette situation influence l'indice des prix à la consommation, baromètre utilisé pour les adaptations de salaires. Ce n'est qu'au deuxième semestre de cette année, alors que la surchauffe existait déjà depuis longtemps, que l'indice est monté plus rapidement. Inversement, l'expansion de la demande pourrait faiblir durablement avant que le coût de la vie en semble modifié. De plus, le resserrement inhabituel du marché de l'emploi et le renchérissement paraissent accélérer la montée des coûts salariaux; par conséquent, même si la pression de la demande diminue peu à peu, les coûts pourraient soutenir encore quelque temps la poussée des prix.

Dans le commerce extérieur, le taux de croissance des exportations a baissé graduellement au cours des derniers mois. Il s'est chiffré à 8,6 % au troisième trimestre, contre 15,4 % au second et 10,8 % au premier. En octobre, il a augmenté de 2,8 % et, de janvier à octobre, de 11,2 % par rapport à la période correspondante de l'an dernier (durant les mêmes mois de

1969 et 1968 : 15,2 %). On a déjà signalé que ce ralentissement était dû principalement à la peine qu'éprouve l'industrie d'exportation à accroître encore ses livraisons avec le personnel et l'appareil productif dont elle dispose.

La répartition de nos exportations par régions reflète la situation économique internationale, puisqu'au cours des mois passés également, c'est dans les pays européens où la haute conjoncture persiste qu'elles ont le plus augmenté. La Grande-Bretagne fait toutefois exception; malgré un chômage élevé et une faible croissance, ses achats en Suisse ont continué de progresser fortement. En raison de cette évolution, la part de l'Europe à nos exportations s'est encore accrue légèrement; cette augmentation est à peu près la même pour les pays de la CEE et pour ceux de l'AELE. Les biens d'équipement sont toujours au premier rang. Pendant les dix premiers mois, les exportations de l'industrie des machines et des appareils se sont accrues de 13,2 %, celles de l'industrie chimique de 11,2 %, celles de l'industrie des textiles et de l'habillement de 7,9 % et celles de l'industrie horlogère de 7,5 %.

L'excédent de la demande a provoqué une augmentation des importations qui reste élevée, mais là également, on constate une nette régression des taux d'accroissement. La valeur des marchandises importées a augmenté de 18,7 % au troisième trimestre, contre 28,1 % au deuxième et 29,0 % au premier trimestre. C'est surtout depuis le mois d'août que les taux d'accroissement annuel ont baissé. En octobre, l'augmentation annuelle a été de 13,1 %, contre 18,9 % en octobre 1969. Pendant les dix premiers mois de 1970, les importations ont progressé de 23,9 % par rapport à la période correspondante de l'an dernier. En raison du développement extraordinaire des investissements, ce sont encore les achats de biens d'équipement qui ont augmenté le plus, soit de 38,5 % pendant les neuf premiers mois, alors que la valeur des matières premières et des produits semi-ouvrés s'accroissait de 27,4 %. La progression de ces dernières catégories d'importations découle non seulement de la hausse des prix, mais sans doute aussi d'un stockage accru. Les importations de biens de consommation ont augmenté de 18,3 %. Ce sont surtout les biens de consommation durables, tels que les automobiles, et les articles de consommation courante (cosmétiques, verrerie, etc.) qui ont accusé la hausse la plus forte.

En raison de l'évolution divergente des importations et des exportations, le déficit de la balance commerciale s'est monté à 4,9 milliards de francs pendant les dix premiers mois de l'année. Il a ainsi plus que doublé par rapport à celui de l'an dernier (2,3 milliards). Grâce à l'excédent croissant de la balance des services, la balance des revenus en 1970 devrait s'équilibrer ou se solder par un déficit relativement faible.

Durant les neuf premiers mois, le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé de 7,2 % en valeur nominale et de 4 % en termes réels, c'est-à-dire à peu près autant que l'an dernier à pareille époque, bien que les salaires tarifaires et les gains effectifs aient beaucoup plus augmenté cette année. D'après les sondages effectués par l'Institut de recherches économiques, il faut cependant s'attendre à ce que l'expansion de la demande se répercute prochainement sur la consommation, surtout dans le secteur des biens de consommation durables. Les dépenses pour les services, qui ne sont pas comprises dans le chiffre d'affaires du commerce de détail, augmentent déjà davantage.

Les investissements restent particulièrement importants. Les taux d'accroissement, établis à partir d'un niveau toujours plus élevé, paraissent même avoir battu leur propre record. Les investissements bruts dans le pays ont progressé de 24 % au premier trimestre, de 21 % au second et de 20 % au troisième, alors que les taux correspondants étaient chiffrés à 2, 9 et 12 % l'an passé. La construction de logements s'est moins développée que précédemment. Dans les 65 villes comprises dans la statistique, on a construit pendant les neuf premiers mois environ 3 % de logements de plus qu'il y a un an. Il faut cependant tenir compte du fait que cette statistique ne concerne qu'une partie de la production de logements et que, excepté dans certaines régions rurales, il n'a guère été possible, faute de main-d'oeuvre et de moyens techniques, d'accroître davantage cette production. Les indicateurs dont on dispose pour évaluer la construction future de logements, soit le nombre des permis délivrés et le volume des crédits de construction accordés par les banques, font présumer que, dans ce domaine, l'excédent de la demande, toujours important, va s'amenuiser l'an prochain. Tandis que, pendant les neuf premiers mois, le nombre des permis de construire avait augmenté de 7,3 %, il a diminué de 9,6 % au troisième trimestre par rapport à la période correspondante de l'an dernier. Toutefois, le nombre des permis délivrés de juillet à septembre 1969 était hors de proportion avec la capacité de l'appareil productif.

Il semble que les investissements industriels perdront également de leur vitesse. Le nombre des projets de construction présentés à l'Inspectorat fédéral des fabriques avait augmenté de 20 % au second trimestre, tandis qu'au troisième il est resté pratiquement stable (- 0,2 %), le cubage ayant même légèrement diminué (- 6 %). La pénurie sans cesse croissante de main-d'oeuvre et l'impossibilité de pourvoir les places vacantes ou nouvellement créées rabattent manifestement l'élan des chefs d'entreprises. En raison de la tension qui règne sur le marché de l'emploi, une diminution du rythme d'expansion s'impose; elle constitue en définitive un des buts essentiels des mesures prises contre la surchauffe.

D'après les estimations provisoires du Bureau fédéral de statistique, le taux d'accroissement réel du produit national brut comparé à celui de l'an dernier à pareille époque s'est chiffré à 3,4 % au premier trimestre, 3,7 % au second et 3 % au troisième. Ainsi, malgré l'excédent de la demande, la croissance économique s'est ralentie. Les taux correspondants avaient atteint 4,2, 5,2 et 6 % en 1969. La production industrielle a la même tendance: de 8 % au premier trimestre, l'accroissement a régressé à 7 % au second et à 6 % au troisième, ce qui représente un peu plus de la moitié du résultat réalisé au troisième trimestre de 1969 (11 %). On peut en conclure que l'épuisement des réserves de main-d'oeuvre et de l'appareil productif refrène de plus en plus l'expansion.

De fait, le manque de personnel a atteint un degré inhabituel. Les chefs d'entreprises estiment qu'environ dix pour cent des emplois sont inoccupés. Les plaintes relatives aux débauchages et aux changements de place s'accumulent. Ainsi, de plus en plus, l'appareil tourne à vide et les frictions se multiplient. La productivité du travail est entravée et, en même temps, la hausse des coûts salariaux s'accroît. Si, grâce à l'attitude réfléchie des partenaires sociaux, la Suisse n'a pas connu l'explosion des salaires qui s'est produite dans de nombreux autres pays industrialisés, la pression de la demande, ses effets susmentionnés sur le marché de l'emploi et la hausse accrue du coût de la vie n'en ont pas moins provoqué une augmentation accélérée des salaires et des coûts salariaux. Les salaires de l'industrie et du bâtiment sont montés en moyenne de 1,5 % au troisième trimestre (contre 0,6 % dans la période correspondante de l'an dernier), de sorte qu'ils ont augmenté de 6 % pendant les neuf premiers mois de l'année. C'est la plus forte hausse enregistrée dans ce laps de temps depuis la fin de la guerre. Encore s'agit-il de taux salariaux et non des salaires effectivement payés qui, pour les raisons que l'on sait, se sont accrûs beaucoup plus.

La hausse traduite par l'indice des prix de gros faiblit progressivement tandis que l'indice des prix à la consommation révèle une augmentation accélérée. Le taux d'accroissement annuel de l'indice des prix de gros a atteint en mars son maximum, soit 5,9 %. Il a graduellement baissé depuis lors, pour s'inscrire à 2,9 % en octobre. Cette évolution est due presque uniquement à l'augmentation fortement dégressive des prix à l'importation. Quant aux produits du pays, leur hausse s'est presque constamment amplifiée. Le taux d'accroissement annuel de l'indice des prix à la consommation qui, en février, avait atteint son niveau le plus bas (+ 2,1 %) depuis 1968, est monté toujours plus les mois suivants. En octobre, il a dépassé 4,9 %. Comme les prix d'importants produits agricoles (lait, produits laitiers, pain) ont été majorés depuis lors et que l'indice des loyers a été recalculé en novembre, l'indice global

va encore augmenter ces mois prochains. Ainsi qu'il fallait s'y attendre, la surchauffe commence à se manifester très nettement dans le coût de la vie.

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

L'écart qui existait jusqu'ici entre les taux d'intérêt en Suisse et sur les marchés monétaires internationaux, en particulier sur celui de l'euro-dollar, a presque disparu au cours des derniers mois. Alors que le niveau international a baissé graduellement, surtout pour les placements à court terme, en Suisse, les taux appliqués aux fonds à moyen terme (dépôts d'épargne, obligations de caisse et prêts hypothécaires), qui tardent toujours beaucoup à suivre le mouvement général, ont encore augmenté. En raison du coût des garanties de change qui, par moments, était très élevé, l'écart s'est même renversé temporairement pour les fonds à long terme qui, tout récemment, avaient été placés à court terme sur l'euro-marché. Cette évolution a entraîné en particulier des rapatriements de fonds à moyen et à long terme. Elle a certainement contribué à la détente, tant sur le marché de l'argent que sur celui des capitaux. Pour l'instant, son influence sur les taux d'intérêt se borne à des secteurs limités, où elle est d'ailleurs modérée. Lors des émissions, le marché des capitaux a pu absorber davantage de fonds.

En vue de l'échéance de septembre, les banques ont accru leurs avoirs en comptes de virements à la Banque nationale en lui cédant définitivement la contre-valeur en dollars de 773 millions de francs. Elles ont en outre augmenté temporairement leur encaisse en concluant des swaps qui se chiffraient à 1 825 millions de francs et en recourant au crédit de la Banque nationale pour un montant de 330 millions de francs. La cession définitive de dollars en septembre a suffi à couvrir leurs besoins pour octobre, mais elles ont dû, à la fin de novembre, se procurer provisoirement 316 millions de francs à l'institut d'émission.

Les bilans des banques ont continué de s'accroître au rythme quelque peu ralenti constaté à partir du deuxième trimestre. L'accroissement au troisième trimestre, qui s'établit à 3,4 milliards de francs ou 2,4 %, est presque aussi fort qu'au deuxième (3,1 milliards), mais il ne dépasse que de peu la moitié de l'accroissement enregistré l'an dernier à pareille époque, alors que l'expansion des crédits battait son plein. Pendant les neuf premiers mois de 1970, les bilans de 72 banques qui remettent des données mensuelles ont augmenté de 12 milliards de francs, contre 18 milliards un an auparavant.

Si, au deuxième trimestre, l'expansion des bilans s'est surtout ralentie parce que les crédits en Suisse s'amplifiaient moins, au troisième trimestre l'afflux inférieur de fonds de l'étranger pourrait également avoir joué un rôle. En effet, alors que d'avril à juin les engagements supplémentaires envers l'étranger atteignaient 2,7 milliards de francs, ils se sont inscrits à 0,6 milliard dans les trois mois suivants. On ne peut cependant comparer sans autre ces chiffres, car la manière de comptabiliser les affaires que les banques effectuent à titre fiduciaire sur l'euro-marché a subi des changements qui amoindissent très fortement l'accroissement des engagements au troisième trimestre par rapport à celui des périodes précédentes.

Par contre, l'afflux de fonds à moyen terme provenant de créanciers domiciliés en Suisse, qui se réalise sous forme de dépôts d'épargne, de livrets de dépôt et contre remise d'obligations de caisse, a un peu repris ces derniers temps. Il a atteint 600 millions de francs en chiffre rond au troisième trimestre, contre 362 millions au deuxième trimestre et 445 millions au troisième trimestre de 1969. Le recours accru des banques au marché financier a entraîné une augmentation du compte "emprunts par obligations" qui, durant les neuf premiers mois de 1970, a légèrement dépassé le triple de l'accroissement enregistré durant la même période de l'an passé. Dans les autres rubriques, l'accroissement beaucoup plus faible que l'an dernier des créanciers à terme retient spécialement l'attention. Abstraction faite de changements dans la façon de comptabiliser, on peut y déceler la diminution des placements faits sur l'euro-marché par l'intermédiaire des banques.

L'accroissement des crédits bancaires utilisés dans le pays, qui est limité par convention, s'est encore normalisé ces derniers mois. Dans 72 banques qui remettent des données mensuelles, il s'est chiffré à environ 0,9 milliard de francs au troisième trimestre, contre 1,8 milliards au second. En août et en septembre, l'augmentation par rapport aux mois correspondants de l'année dernière a été de 8 % en chiffre rond.

Le marché financier a été plus réceptif ces derniers mois. Cependant, les symptômes d'une saturation momentanée ont succédé au début d'octobre à la détente manifeste qui s'était produite après la pause d'été. Les souscriptions de nouveaux emprunts ont dépassé plus rarement le montant proposé et les résultats n'ont pas été dans tous les cas pleinement satisfaisants. Devant l'abondance des titres offerts, les investisseurs sont devenus plus sélectifs. Si les rapatriements de fonds ont eu tendance à faire baisser le rendement, le nombre élevé des émissions, qui se succédaient par moments à une cadence très rapide, a agi dans le sens contraire, de même que la perspective d'un programme très étendu, atteignant 880 millions de francs pour le quatrième trimestre. (Trois émetteurs ont cependant renoncé après coup à leur projet, ce qui a réduit ce programme de 100 millions de francs).

Durant les dix premiers mois de l'année, le recours net au marché des capitaux s'est à peine inscrit à 3 milliards de francs. Le montant correspondant de 1969 dépassait celui-ci d'un bon quart de milliard. Les emprunts suisses par obligations ont cependant nécessité 400 millions de plus en 1970; le prélèvement d'argent frais s'est élevé à 474 millions de francs pour le seul mois d'octobre. En revanche, le recours net au marché par des emprunteurs étrangers, qui s'est chiffré à 237 millions de francs, n'a pas atteint la moitié du montant enregistré durant les dix premiers mois de 1969. Les émissions d'actions suisses n'ont que légèrement dépassé la moitié du montant de l'an passé; le prélèvement net qu'elles ont entraîné s'inscrit à 379 millions de francs.

Il convient encore de retenir qu'au troisième trimestre la vente de parts a de nouveau fortement accru la fortune des fonds suisses de placement et qu'elle a compensé dans une large mesure la régression survenue au premier semestre.

Alors que les taux d'intérêt du marché monétaire suisse ont plus ou moins suivi la tendance internationale à la baisse, les taux des carnets d'épargne, des obligations de caisse et des hypothèques ont continué à monter, comme nous l'avons vu. A la fin de novembre, le taux moyen pour dépôts d'épargne dans douze des banques cantonales était de 4 %. De nouvelles majorations ont été annoncées depuis lors. L'intérêt moyen des obligations de caisse s'élevait à 5,63 %, tandis que celui des nouvelles hypothèques de premier rang constituées pour la construction de logements courants atteignait 5,43 %. Divers établissements ont annoncé des augmentations de taux hypothécaires pour le début de l'an prochain. Tels sont les secteurs où subsistent les différences les plus grandes par rapport aux taux de l'étranger. Le rendement moyen des obligations de la Confédération a légèrement baissé au cours des derniers mois, passant de 5,75 % à la fin d'août à moins de 5,7 % actuellement. Le rendement des obligations cantonales suit la même tendance.

E x p o s é

présenté à la séance du Conseil de banque de la
Banque nationale suisse du 11 décembre 1970

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

I

1. On admet généralement que les effets inflationnistes de la demande se sont affaiblis dans la plupart des pays. Il ne faut pas en déduire toutefois que les poussées inflationnistes actuelles touchent à leur fin. Les expériences de ces dernières années ont montré qu'une inflation des coûts suit celle de la demande; et plus la lutte contre l'inflation de la demande a tardé, plus l'inflation des coûts est tenace.

Le coût de la vie s'élève surtout dans la phase de l'inflation des coûts; en outre, l'opposition aux mesures anti-inflationnistes ne cesse de grandir.

2. Voilà pourquoi l'OCDE a choisi ce moment pour lancer un appel d'une rare intensité au maintien et au renforcement de la lutte contre l'inflation.

Bien que cette organisation s'emploie habituellement à stimuler la croissance, elle n'hésite pas à recommander de sacrifier temporairement les capacités de production dans une mesure propre à assurer le succès de la lutte contre l'inflation.

La recherche de la croissance optimale n'en est pas abandonnée pour autant. Mais ce conseil tient compte du fait qu'une inflation persistante ne permet plus aux mécanismes du marché d'atteindre à une telle croissance.

Actuellement, il est difficile d'imposer les moyens qui, jusqu'ici, agissaient directement sur la hausse des coûts. C'est pourquoi, tant que cette hausse n'est pas enrayerée, on ne peut que maintenir les mesures visant à refréner la demande, même si l'excédent de la demande a diminué. En d'autres termes, si la situation est critique, il est nécessaire de provoquer un certain sous-emploi pour déraciner progressivement la hausse des coûts et la mentalité inflationniste.

Comme cette voie ne peut être empruntée qu'avec prudence, elle se révèle souvent longue et laborieuse. Il est donc compréhensible que la politique antiinflationniste se heurte alors à une opposition croissante qui peut conduire à l'abandon prématuré de la lutte.

Si, d'une part, l'inflation de la demande était combattue plus tôt et plus énergiquement et si, d'autre part, des mesures propres à modérer directement la hausse des coûts étaient applicables, il serait possible d'abréger la phase de l'inflation des coûts.

II

1. A chaque nouvelle période de surchauffe, nous observons - ce qui est fort regrettable - un renforcement de la tendance inflationniste sur le plan international. Si nous en recherchons les causes, nous constatons, entre autres, les faits suivants:

Les objectifs qui, depuis de nombreuses années et dans de larges secteurs, conditionnent le comportement de l'économie et celui de l'Etat favorisent le déploiement des forces inflationnistes.

Jusqu'à maintenant, les forces antiinflationnistes n'ont pas connu une évolution similaire. Bien au contraire, les entraves à l'inflation que renfermaient auparavant les mécanismes du marché se sont affaiblies.

2. Après les années trente, la politique économique s'est orientée principalement vers le plein emploi. Depuis plus d'une décennie, cet idéal a cédé le pas à la croissance économique la plus élevée possible. Il en est résulté des périodes de surchauffe conjoncturelle toujours plus rapprochées.
3. Le souci de croissance a gagné surtout les entreprises desquelles émanent les forces motrices de l'économie.

Une audace intrépide, plus que la lente prudence d'autrefois, guide leur marche. Il importe de réaliser et d'exploiter sans discontinuer de nouveaux progrès scientifiques et techniques. De nombreuses branches doivent ainsi faire face à des dépenses que seul un développement rapide de l'entreprise et des affaires permet de supporter. Celui qui veut survivre se sent obligé de suivre le mouvement.

Une demande qui augmente "normalement" ne peut combler un tel appétit de croissance. Les entreprises doivent donc s'attacher à façonner le marché en fonction de leurs propres objectifs. Pour ce faire, elles ne se contentent pas d'offrir toujours plus fréquemment des produits nouveaux et améliorés, ou dont l'apparence a simplement été modifiée; elles suscitent encore un besoin supplémentaire en consacrant des sommes importantes à la publicité.

Les frais publicitaires croissants supposent à leur tour une extension des affaires et des entreprises.

4. Les entreprises se fixent des objectifs commerciaux toujours plus ambitieux, ce qui les oblige à concevoir des plans de développement à moyen ou à plus long terme. Lorsque la conjoncture se trouve dans une phase ascendante, elles en acti-

vent l'exécution, ce qui renforce la tendance à la surchauffe économique.

En principe, la capacité d'autofinancement s'accroît en même temps que l'importance et les investissements des entreprises. De ce fait, les mesures monétaires antiinflationnistes se répercutent beaucoup plus tard qu'auparavant sur les projets d'investissements de nombreux secteurs économiques.

En cas de récession marquée, on s'attend à ce que des raisons de politique sociale contraignent les gouvernements à stimuler la demande; cette perspective affermit l'optimisme de l'économie.

5. L'éveil continu des nouveaux besoins fait naître chez les consommateurs le sentiment d'être frustrés de quelque chose d'important, d'autant plus que la faculté de satisfaire ces besoins symbolise, en partie, le rang social. De ce fait, les consommateurs aspirent davantage encore à des salaires toujours plus élevés.

Cela contribue aussi à reléguer dans l'oubli la notion du rapport étroit qui existe entre l'accroissement de la productivité et celui du salaire réel.

6. Les salariés eux-mêmes se sentent à l'abri des risques qu'engendrent les revendications excessives de salaires, car ils s'attendent à ce que l'Etat intervienne pour soutenir l'emploi en cas de récession marquée. Le développement de l'assurance-chômage et des assurances sociales devrait susciter des réactions semblables.
7. La volonté des entreprises de s'opposer aux revendications de salaires qui excèdent nettement l'augmentation de la productivité s'est affaiblie. Une telle opposition peut en effet provoquer des grèves qui immobilisent le capital réel fortement accru. Il s'ensuit d'importants manques à gagner, et la

croissance des ventes en pâtit. D'autre part, si les revenus nets augmentent, il est possible de gonfler encore le volume des affaires, tant que l'inflation de la demande permet de reporter la hausse des coûts sur les prix.

8. Le fait que de fortes augmentations de salaires consenties dans des pays importants suscitent beaucoup plus rapidement qu'autrefois des mouvements semblables dans d'autres pays joue, dans ce contexte, un grand rôle. Il atténue le danger d'une diminution durable de la capacité concurrentielle et de l'emploi que peuvent provoquer des charges salariales anticipées.
9. Du fait aussi de la croissance explosive de l'économie en général et des investissements de production et de consommation en particulier, les tâches dévolues aux pouvoirs publics, de même que le besoin d'investissements publics, s'accroissent plus rapidement qu'auparavant. Le gonflement de la demande publique tend à coïncider avec celui de la demande privée, ce qui favorise les tendances à la surchauffe.
10. Sous l'effet de ces facteurs, les poussées qu'engendre une demande excessive se suivent à intervalles plus rapprochés, leur intensité s'accroît, et la tendance à l'inflation s'accentue.
11. Cette évolution s'est accompagnée d'une amélioration du niveau de vie qui ne s'était encore jamais vue. On oublie fréquemment que des tendances inflationnistes croissantes peuvent perturber le bon fonctionnement des mécanismes du marché, nécessaire à la prospérité. Il serait donc erroné de considérer le renforcement de l'inflation comme le juste prix dû à la prospérité, puisque cette inflation peut la ruiner. Lénine semble l'avoir compris; il affirma que la dépréciation monétaire était le moyen le plus rapide de détruire le système capitaliste.

III

1. Comme je l'ai signalé plus haut, au renforcement de la tendance inflationniste ne répond, pour le moment, aucun affermissement des forces antiinflationnistes qui se sont, au contraire, affaiblies.

Autrefois, le système monétaire international renfermait des mécanismes de ralentissement que les facteurs suivants ont atténués ou même éliminés:

2. Aussi longtemps que l'or constituait la base monétaire essentielle, sa rareté imposait une discipline monétaire; en d'autres termes, la monnaie ne pouvait être créée qu'avec beaucoup de retenue. Ces derniers temps, le dollar a largement supplanté l'or. Du fait de son abondance, le dollar n'est plus à même de freiner suffisamment la création de monnaie.
3. Auparavant, les pays dont la balance des paiements était déficitaire se devaient de prendre assez rapidement d'énergiques mesures déflationnistes. Cette obligation s'est fortement émoussée.
4. Depuis la suppression du pool de l'or, elle semble même avoir perdu toute consistance dans le pays économiquement le plus puissant, les Etats-Unis. L'important déficit de leur balance des paiements persiste et provoque un écoulement massif de dollars dans le reste du monde.
5. C'est pourquoi, bien d'autres pays influents ne sont plus soumis à la même discipline qu'autrefois, d'autant moins que le marché des euro-devises facilite encore la couverture temporaire des déficits de la balance des paiements.
6. Les fonds qui abondent sur ce marché s'écoulent vers les pays dont le niveau de l'intérêt est attractif, sauf si la confian-

ce en leur monnaie est ébranlée. Parmi ces pays se rangent le plus souvent ceux dont la balance des revenus est déficitaire.

Des prélèvements sur l'euro-marché ou, si de telles opérations se révèlent impossibles, le recours au crédit international sous les formes les plus diverses permettent de couvrir assez longtemps ces déficits. Il est dès lors plus aisé d'exporter l'inflation vers d'autres pays et d'y provoquer une inflation compensatoire qui allège les problèmes soulevés par la balance des paiements.

7. L'existence même du marché des euro-devises nuit aussi à l'efficacité des restrictions monétaires qu'appliquent les pays désireux de combattre les tendances inflationnistes excessives.

Dès que le resserrement des marchés intérieurs fait monter le niveau national de l'intérêt au-dessus de celui du marché des euro-devises, des fonds affluent de ce dernier et contrecarrent la pénurie de liquidités.

Même dans les pays où des taux d'accroissement limitent l'expansion du crédit, des rapatriements ou des prélèvements de fonds sur l'euro-marché augmentent les possibilités d'éviter l'écueil des restrictions, surtout lorsque les taux d'intérêt fléchissent sur le marché des euro-devises.

8. Les succès d'une politique antiinflationniste fondée uniquement sur des restrictions monétaires ne peuvent donc plus être aussi rapides qu'ils l'étaient autrefois.
9. Au cours des dernières décennies, l'orientation conjoncturelle de la politique fiscale est devenue un instrument important de la lutte contre l'inflation. Du fait surtout de son plus grand rayonnement, qui atteint aussi le secteur de la consommation, de nombreux pays l'ont préféré aux mesures monétaires.

Toutefois, il ne semble plus être aussi efficace qu'on le pensait.

La mise à contribution des pouvoirs publics s'est accrue et a restreint du même coup les possibilités d'enrayer les tendances inflationnistes par une réduction appropriée et opportune des dépenses.

Pourtant, il semble que certains secteurs n'aient pas épuisé tous les moyens dont ils disposent. En Suisse, ces secteurs relèvent surtout des cantons et des communes.

Le fisc ne peut éponger ni stériliser des revenus sans se heurter à de grandes difficultés politiques. D'ailleurs, si la création de monnaie est élastique, si la mentalité inflationniste se développe, ou encore si l'épargne volontaire se ralentit, l'efficacité de cette mesure peut en pâtir.

En finançant davantage les investissements publics par les recettes fiscales courantes, au lieu de s'endetter, les cantons et les communes suisses disposent encore d'un moyen d'action auquel ils n'ont pas fait suffisamment appel.

10. Il faut recourir aux mesures antiinflationnistes traditionnelles d'autant plus longtemps que leur action a faibli et qu'elles ne sont pas toujours pleinement utilisées. Il est regrettable surtout qu'à défaut de pouvoir imposer des moyens susceptibles d'agir directement sur les coûts, il soit nécessaire de maintenir ces mesures pendant l'inflation des coûts, alors qu'elles visent principalement à comprimer la demande excédentaire. Le plus souvent, un certain degré de sous-emploi peut seul modérer la hausse des coûts. A l'avenir, il faudra engager plus tôt la lutte contre l'inflation de la demande; il faudra aussi, dans la phase suivante, recourir plus largement à des moyens spécifiques.

On admet généralement que la politique des revenus est à même de combattre l'inflation des coûts et d'en abrégier

sensiblement la durée. Elle consiste essentiellement à amener ceux qui participent au processus de production à renoncer, durant la phase de l'inflation des coûts, aux augmentations de salaires et de prix qui ne sont plus imputables à la demande.

On aimerait les voir cesser de lutter pour une part plus importante du produit national, d'autant plus que ces efforts ne tardent pas à se révéler stériles.

Si cette lutte se prolonge, elle provoque sans peine une réduction du "gâteau" commun et une dépréciation du capital épargné; il est donc indiqué d'y renoncer, ce qui abrégerait la phase inflationniste la plus pénible et la plus difficile à endiguer par les mesures antiinflationnistes classiques.

Jusqu'à maintenant, la politique des revenus n'a guère connu de succès. Lorsque l'inflation se prolonge, des groupes de salariés ou des producteurs ont le sentiment, à tort ou à raison, de n'avoir pas suivi l'ajustement des salaires et des prix; et chaque ajustement opéré par un groupe entraîne des réactions semblables dans les autres groupes. C'est une difficulté non négligeable à laquelle se heurte la politique des revenus. Il est probable que seule une information longue et harassante est à même de jeter les bases d'une telle politique.

IV

La situation conjoncturelle en Suisse

1. Certains signes donnent à penser que la demande fléchit dans quelques secteurs. Toutefois, l'inflation de la demande semble dominer encore largement la réalité économique suisse. Les plaintes relatives au manque de main-d'oeuvre et à son débauchage sont symptomatiques.
2. La situation serait vraisemblablement plus tendue si, pour satisfaire la demande de ses produits, notre industrie n'avait pas fait plus largement appel à la main-d'oeuvre travaillant à l'étranger. Elle a, en particulier, hâté l'extension de son appareil de production à l'étranger, augmenté ses importations de produits de base, plus ouvrés que par le passé, et de biens de production nécessitant moins de main-d'oeuvre.

Une diminution des tensions conjoncturelles à l'étranger permettrait de recourir davantage encore à ces expédients. De cette façon, divers secteurs de notre économie pourraient ressentir les effets d'une éventuelle accalmie extérieure un peu plus rapidement que ce ne serait le cas normalement.

3. Le marché du travail et celui de la construction constituent manifestement les deux foyers principaux de la hausse des prix et des coûts.
4. Les charges salariales augmentent fortement; nous ne disposons toutefois pas encore des données quantitatives et qualitatives de cette hausse.
5. S'il faut escompter un ralentissement de la demande extérieure, la hausse des revenus va certainement encourager encore la demande de services et d'investissements intérieurs.
6. Dans les conditions actuelles, il est donc juste de lutter essentiellement contre un gonflement excessif de la demande intérieure.

7. En revanche, l'éventail des mesures prises jusqu'ici paraît trop étroit. Dans le cadre de la politique fiscale, et malgré les efforts méritoires du Conseil fédéral, ni la Confédération, ni les cantons et les communes n'ont apporté une réelle contribution. La politique budgétaire stimule au contraire la conjoncture.

D'autres mesures susceptibles d'influencer le climat économique ont été écartées. On a renoncé aussi à intervenir directement dans des secteurs particulièrement inflationnistes du marché.

8. Le secteur monétaire doit par conséquent supporter tout le poids de la lutte contre l'inflation, ce qui paraît d'autant moins satisfaisant que sa portée s'est réduite.

9. Comme vous le savez, la politique monétaire antiinflationniste repose surtout sur les facteurs suivants:

a) La politique du crédit: la limitation de l'expansion du crédit a été introduite le 1er septembre 1969, avec effet au 1er août 1969.

b) La politique de l'intérêt: la Banque nationale s'efforce de maintenir un écart entre les taux suisses et ceux du marché des euro-devises. Ainsi, durant la période de surchauffe, le risque d'un rapatriement massif des fonds suisses à long terme, qui se sont accumulés au cours des ans sur le marché des euro-devises, devrait-il être atténué.

c) La politique du marché des capitaux: en collaboration avec les syndicats d'émission, la Banque nationale s'efforce de restreindre les possibilités de tourner la limitation de l'expansion du crédit en recourant de façon excessive au marché des capitaux. Jusqu'à maintenant, la réduction du volume des émissions a été assez modérée.

10. La poursuite de la politique monétaire actuelle est confrontée à des problèmes complexes. Selon la convention-cadre, l'expansion du crédit ne peut être limitée plus de 24 mois consécutifs. Les circonstances n'ont pas permis d'adresser des recommandations urgentes, sous la forme de directives concernant le crédit, avant que la convention n'entre en vigueur. De ce fait, il est probable qu'une limitation conventionnelle de 24 mois s'avère insuffisante.

Quinze mois se sont déjà écoulés sans que la limitation de l'expansion du crédit ait sensiblement modifié la réalité de notre économie. Jusqu'à maintenant, elle a conditionné surtout des mesures qui ne devraient pas influencer le marché proprement dit avant le second semestre de 1971. Si nous ne parvenons pas, d'entente avec les quelques 330 banques parties à la convention, à reporter l'échéance des restrictions, il est à craindre que de nombreuses banques ne ressentent déjà au cours des prochains mois une entière liberté d'accorder des crédits dès le 1er août 1971.

Les établissements bancaires pourraient encore fonder leur future politique du crédit sur des liquidités plus élevées que celles dont elles disposent actuellement dans le cadre de la limitation du crédit. Si tel devait être le cas, il en résulterait des risques très sérieux. Aujourd'hui, la tendance aux rapatriements rend plausible un tel calcul.

C'est pourquoi il convient de souligner que les organes de l'Association suisse des banquiers ont accepté d'apporter leur concours pour créer les conditions susceptibles de permettre la prorogation éventuelle de la limitation de l'expansion du crédit. Cette prorogation ne pourrait dépasser une année.

Les rapatriements courants de fonds à moyen et à long terme placés sur l'euro-marché, ainsi que d'autres afflux de fonds, risquent toutefois de nuire à une limitation effi-

cace de l'expansion du crédit. Si les liquidités sont abondantes, il est à la fois plus facile de tourner les restrictions et plus difficile d'orienter le volume des émissions sur le marché des capitaux en fonction des exigences de la lutte contre l'inflation.

Il est aussi désavantageux de s'en tenir uniquement aux mesures monétaires, du fait qu'elles agissent en premier lieu, et de façon très sensible, sur les investissements, parmi lesquels certains ont une incidence politique.

Si l'on avait pu limiter à temps l'expansion du crédit, on aurait vraisemblablement assisté à une croissance équilibrée des investissements.

Durant la période d'attente, les crédits promis ou ouverts ont atteint un volume excessif, ce qui a contraint les banques à limiter en conséquence leurs nouveaux crédits. Les quotes-parts attribuées aux instituts de crédit n'en sont pas la seule cause; dans bien des cas, en effet, cette retenue a été imposée par un apport insuffisant de fonds de tiers. Au cours de cette année, les nouvelles promesses de crédit, en particulier pour les crédits de construction, ont donc nettement diminué. Mais le volume des crédits promis et ouverts est tel que la construction de logements devrait se maintenir à un niveau élevé jusqu'au second semestre de 1971. L'enquête que nous avons menée en septembre dernier a montré que l'activité ralentie de nombreux établissements bancaires était due davantage à un manque de fonds qu'à la limitation de l'expansion du crédit. Comme l'apport de fonds a repris depuis peu, cet obstacle devrait progressivement s'estomper. Mais, au fur et à mesure que l'utilisation initiale excessive des quotes-parts est compensée, la nécessité de procéder à cette compensation devrait diminuer d'intensité et donc susciter aussi une détente au cours de l'année prochaine.

Il faut pourtant reconnaître qu'une certaine retenue compensatoire dans l'octroi de nouvelles promesses de crédits de construction est nécessaire pendant un certain temps, afin qu'un meilleur équilibre, susceptible de modérer la hausse des prix sur ce marché, s'établisse entre la demande et la capacité de construction.

Il est extrêmement difficile de maîtriser le problème du logement dans une période de hausse inflationniste des revenus. Lorsque les salaires nets augmentent, la demande de surfaces habitables croît plus rapidement que la capacité de construction. Et plus les fonds disponibles excèdent cette capacité, plus la demande financièrement aisée fait monter les prix de la construction, sans qu'en définitive l'on puisse construire davantage.

Les problèmes liés à la construction de logements doivent donc faire l'objet d'un examen particulièrement approfondi qui s'insère dans le contexte économique global.
