

BANQUE NATIONALE SUISSE

Exposé sur la situation économique et monétaire
présenté à la séance du Conseil de banque du 13 juin 1969
par
Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

Remarques préliminaires

L'économie mondiale connaît une expansion vigoureuse, qui se manifeste actuellement dans presque tous les principaux pays industrialisés. Comme l'échauffement de la conjoncture venant de la demande élevée et soutenue de l'étranger a atteint la Suisse également, cet exposé est consacré essentiellement à la situation économique de notre pays, telle qu'elle se profile sur l'arrière-plan des perspectives économiques dans le monde. Il s'ensuit que, pour une fois, quelques brèves remarques seulement sont vouées à l'évolution monétaire internationale.

La situation monétaire internationale.

Les troubles monétaires suscités à la fin d'avril et au début de mai par la spéculation sur une réévaluation du mark ont été au premier plan des événements monétaires internationaux. Au début du printemps, comme les commandes étrangères continuaient d'affluer en Allemagne alors que l'industrie allemande d'exportation travaillait à la limite de sa capacité, une vaste discussion s'était engagée en Allemagne sur la nécessité de juguler l'inflation importée. Après ce débat très animé, des déclarations officielles faites à la fin d'avril ont donné l'impression qu'un ajustement monétaire était imminent. Du 30 avril au 9 mai, date à laquelle le gouvernement fédéral s'est prononcé contre une réévaluation du mark, la Bundesbank dûit re-

prendre 4,1 milliards de dollars du marché. Pour commencer, les fonds qui affluaient en Allemagne provenaient principalement des marchés des devises, en particulier du marché des euro-devises, mais dans les derniers jours de la crise, de nombreuses banques centrales ont été amenées à vendre des devises prélevées sur leurs réserves. On estime à quelque 1,7 milliard de dollars le montant des réserves que huit à dix pays ont cédé à la République fédérale d'Allemagne à cette occasion. Contrairement à ce qui s'était passé lors de la crise monétaire de novembre dernier, ces pertes de réserves étaient largement réparties. Les afflux vers la République fédérale d'Allemagne paraissent dus pour une part importante à des déplacements dans les termes de paiement (leads and lags), en particulier au paiement anticipé d'exportations allemandes. C'est probablement pourquoi au début de juin, les reflux de fonds vers l'étranger ne représentaient encore que la moitié (2,2 milliards de dollars) des fonds qui avaient afflué en Allemagne pendant la crise. En effet, les distorsions qui se produisent dans les termes de paiement mettent longtemps à se corriger.

Au cours des premiers mois de l'année, les balances des paiements n'ont pas évolué comme on l'avait prévu ou comme on l'aurait voulu. Les balances courantes des deux pays à monnaie-clé en particulier ne présentent pas l'amélioration recherchée depuis longtemps.

Comme l'an dernier, des capitaux importants ont afflué vers les Etats-Unis au cours du premier trimestre de 1969. Les investisseurs étrangers ont continué d'acheter beaucoup de titres américains. D'autre part, le resserrement persistant du marché de l'argent a amené les banques américaines à prélever encore de grandes quantités de dollars sur le marché des euro-devises, soit 3 milliards environ au cours des trois premiers mois de 1969. Cependant, des fonds importants provenant d'investissements directs à l'étranger, qui avaient été rapatriés

aux Etats-Unis à la fin de l'année pour permettre au gouvernement d'atteindre les objectifs qu'il s'était fixé en matière de balance des paiements ont reflué vers l'étranger. Ainsi, la balance des paiements, calculée d'après le degré de liquidité des engagements envers l'étranger, s'est soldée au premier trimestre de 1969 par un déficit de 1,8 milliard de dollars, car cette méthode de calcul ne tient pas compte des apports compensatoires d'euro-dollars. La balance des devises (solde "on official settlements basis"), qui tient compte de ces apports s'est soldée par contre par un excédent de 1,1 milliard de dollars. La divergence extrêmement forte entre ces deux résultats montre que la balance américaine des paiements n'a pas encore trouvé son équilibre naturel. On s'attend manifestement, aux Etats-Unis, à ce que les mesures refrénant la conjoncture aient des effets progressifs et que, par conséquent, la balance commerciale et celle des revenus s'améliorent peu à peu.

Dans l'évolution de la balance commerciale de la Grande-Bretagne, un fait retient l'attention: l'amélioration qui était apparue vers la fin de l'an dernier semble à nouveau s'estomper, l'essor des exportations fléchissant alors que les importations continuent de s'accroître. Le déficit de la balance commerciale au cours des quatre premiers mois a atteint un montant très élevé (187 millions de livres). Jusqu'ici, la balance des services s'est développée en revanche de façon plus favorable que l'an dernier. Comme le solde des mouvements de capitaux s'est également amélioré sous l'effet des crédits accordés par l'étranger pour financer les dépôts obligatoires des importateurs et sous l'effet aussi de l'accroissement des avoirs en livres des pays de la zone sterling, les autorités britanniques ont pu procéder, au cours du premier trimestre, à des amortissements d'un montant d'environ 1 milliard de dollars sur les crédits de soutien en cours, sans devoir pour autant réduire leurs réserves monétaires. En vue d'autres échéances importantes, le gouvernement britan-

nique a sollicité, il y a quelques semaines, du Fonds monétaire international (FMI) un nouveau crédit stand-by d'un milliard de dollars. Il utilisera probablement la moitié de ce crédit vers la fin de juin. Le FMI envisage, comme d'autres années, de faire intervenir à nouveau les Arrangements généraux de crédit pour financer une partie de ce crédit.

Au cours de ces derniers mois, la France, elle aussi, a enregistré un déficit croissant dans sa balance commerciale et dans sa balance des revenus. Si une correction de la position française, excédentaire depuis des années, était souhaitable dans l'intérêt d'un meilleur équilibre international des balances des paiements, il faut espérer qu'elle restera dans des limites raisonnables. Les soldes actifs exceptionnellement élevés que la République fédérale d'Allemagne et l'Italie ont enregistrés ces dernières années dans leurs balances des revenus ont également diminué ces derniers temps. Comme, simultanément, ces deux pays ont exporté - ou perdu - beaucoup de capitaux, leur balance des paiements est devenue déficitaire. Alors qu'en République fédérale d'Allemagne, cette évolution répondait aux intentions des autorités, l'exode de capitaux est devenu pour l'Italie un facteur de troubles que le gouvernement cherche à pallier par diverses mesures.

Si donc, ces derniers temps, l'excédent persistant des principaux pays industrialisés d'Europe occidentale a diminué comme on le désirait, cette tendance vers un meilleur équilibre des balances des paiements n'est manifestement pas encore accompagnée d'une amélioration correspondante des balances courantes des principaux pays déficitaires. Au contraire, des positions fortement excédentaires se sont formées dans quelques autres pays, en particulier au Japon. Une compensation du déséquilibre existant depuis de longues années dans les

paiements entre les Etats-Unis et l'Europe continentale s'est produite de façon inattendue l'an dernier grâce à des mouvements de capitaux, mais elle semble en bonne partie temporaire. Elle a d'ailleurs posé de nouveaux problèmes dans divers pays européens qui ont dû faire face ces derniers temps à une pénurie croissante de fonds et à une hausse exceptionnelle des taux d'intérêt.

La situation économique dans le monde

En dépit d'une politique fiscale déflationniste et de mesures monétaires résolument restrictives, l'économie des Etats-Unis se trouve encore, pour l'essentiel, dans une phase d'inflation. Il est vrai que ces derniers temps, quelques indices reflètent un affaiblissement progressif de la poussée conjoncturelle. Ainsi, l'indice de la production industrielle stagne, en raison notamment de la baisse de l'activité de l'industrie automobile et de celle des textiles; les revenus individuels se sont stabilisés. La construction de logements a diminué. Par contre, d'autres indices importants, tels que celui des entrées de commandes dans l'industrie accusent encore une forte augmentation. La hausse des prix se poursuit sans relâche; elle a même encore progressé. En avril, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,4 % le niveau de l'année dernière. Les entreprises prévoient manifestement qu'au second trimestre en tout cas, le degré d'activité restera élevé. Dans les milieux économiques d'ailleurs, la conviction qui paraît prévaloir est qu'aucun gouvernement des Etats-Unis ne pourrait supporter une récession. De son côté, le gouvernement assure qu'il est résolu à poursuivre la politique de restrictions jusqu'à ce que l'inflation soit vaincue. Il a proposé au Congrès de nouvelles compressions de dépenses et la suppression du rabais d'investissement de 7 %, mais il a prévu en revanche une réduction de la surtaxe fiscale de 10 % à 5 % à partir de la fin de cette

année et son abolition complète à partir de l'été 1970. Les autorités monétaires ont restreint de façon massive l'offre d'argent et de crédit. Les Banques de Réserve fédérales ont suspendu depuis novembre dernier leurs achats de titres sur le marché, qui se montaient jusqu'ici à 3 à 5 milliards de dollars par année, augmenté les réserves minimales et majoré le taux de l'escompte, provoquant ainsi un resserrement du crédit qui a porté les taux d'intérêt à des niveaux records. Pour les bons du Trésor à trois mois, par exemple, le taux appliqué actuellement est de 6,59 % en moyenne et de 7,75 % pour les prêts bancaires à court terme. Les mesures fiscales et le resserrement des crédits, pas plus que les taux d'intérêt extraordinairement élevés qui en résultent n'ont cependant réussi jusqu'ici à rompre véritablement le boom. On s'aperçoit une fois de plus que, dans une phase d'essor inflationniste, le niveau des taux d'intérêt ne joue pas un rôle décisif dans la mise à contribution du crédit par l'économie. Même lorsque les intérêts montent fortement, on continue à demander autant d'argent qu'on en peut obtenir. Il reste à voir si cette politique de restrictions ne va pas finalement mettre un frein à l'inflation, comme le croient l'administration et bien des économistes. Une stabilisation rapide de la conjoncture serait également souhaitable pour la balance commerciale et pour la balance des revenus qui ont continué de se détériorer durant le premier trimestre de 1969.

En Grande-Bretagne, la relance économique constatée notamment au second semestre de l'année passée paraît s'être ralentie ces derniers temps. Pendant le premier trimestre de 1969, la production industrielle n'a pas augmenté. Cela semble dû en partie à la forte mise à contribution des forces productives, comme le montre le nombre des chômeurs qui est tombé en avril à un niveau particulièrement bas. Les grèves nombreuses qui se sont produites en Angleterre ont également contribué

à faire stagner la production. On ne saurait dire encore si ce ralentissement reflète aussi un fléchissement de croissance de la demande intérieure et, partant, les effets des mesures restrictives anglaises. On sait qu'en mars 1968 et après la crise monétaire de novembre dernier, le gouvernement britannique avait pris de nouvelles mesures fiscales et monétaires. Grâce aux compressions budgétaires, les finances publiques qui présentaient des déficits élevés ont accusé pour la première fois un excédent de recettes. Simultanément, l'approvisionnement de l'économie en monnaie et en crédit a été limité. Tout comme aux Etats-Unis, on ne peut cependant pas encore dire avec certitude si l'expansion de la demande intérieure, qui persiste depuis des années en dépit de nombreuses mesures restrictives, a vraiment été enrayerée. L'évolution des chiffres du commerce extérieur permet d'en douter. Au cours des mois derniers, ce sont surtout les exportations qui ont diminué, tandis que la demande d'importation se maintenait à son niveau élevé. Par conséquent, après une amélioration prometteuse dans la seconde moitié de 1968, la balance commerciale s'est de nouveau fortement détériorée durant les quatre premiers mois de l'année en cours. Cette évolution n'est pas faite pour rendre la livre moins vulnérable aux troubles monétaires internationaux. Il est certain que la solution donnée au problème des grèves avec lequel le gouvernement est aux prises actuellement, jouera un rôle décisif dans l'évolution future de l'économie britannique.

L'essor économique de la République fédérale d'Allemagne, qui se poursuit sans relâche depuis l'année dernière, se transforme maintenant en surchauffe. Malgré l'impôt compensatoire de 4 % introduit en novembre dernier pour renchérir les exportations, c'est la demande étrangère qui continue de donner la plus forte impulsion. Jusqu'au mois d'avril en tout cas, les commandes étrangères ont augmenté davantage que dans la période

correspondante de l'année dernière. Quant aux exportations effectives, leur taux d'accroissement est tombé, il est vrai, à 13,5 % dans les quatre premiers mois, alors qu'il avait atteint 19,7 % dans les quatre derniers mois de 1968, mais ce fléchissement paraît dû moins à un recul de la demande étrangère qu'au fait que l'industrie allemande d'exportation ne parvient plus à développer ses livraisons au même rythme qu'en 1968.

La poussée croissante de la demande intérieure s'ajoute à l'essor soutenu des exportations. Les investissements privés, surtout, augmentent fortement, et l'expansion de la consommation privée s'accélère également. Cette croissance de la demande a entraîné une forte expansion de la production industrielle qui, pendant le premier trimestre de 1969, s'est accrue de 16 % par rapport à la période correspondante de 1968. En même temps, les achats de marchandises à l'étranger sont montés rapidement. Dans les quatre premiers mois, l'accroissement des importations a atteint 22 %, dépassant ainsi celui des exportations. Malgré la production accrue et la forte augmentation des achats de marchandises à l'étranger, le portefeuille de commandes de l'industrie s'est accru de façon remarquable. Les commandes en portefeuille atteignent déjà un montant légèrement plus élevé qu'en mai et lors du boom de 1965. Parallèlement, les délais de livraison s'allongent. Cela reflète une surcharge croissante de l'appareil de production. Sur le marché de l'emploi également, la situation est très tendue. En avril, le taux de chômage, qui s'inscrivait à 0,7 % était à son niveau le plus bas depuis le boom de 1965, et le nombre des places vacantes à son niveau le plus élevé. L'effectif des ouvriers étrangers a atteint le chiffre record de 1,3 million. Jusqu'ici la progression des salaires et des prix est demeurée modérée. Toutefois, la hausse des prix s'est accélérée.

En avril, l'indice du coût de la vie reflétait un renchérissement annuel de 2,6 %, qui peut encore être qualifié de modeste.

Afin de modérer cette expansion accélérée, le gouvernement a décidé à la mi-mars de réduire les dépenses publiques. Les recettes fiscales accrues que le gouvernement fédéral, les Etats et les communes peuvent escompter en raison de l'essor conjoncturel ne doivent plus être dépensées, mais servir à réduire la dette publique. La Bundesbank qui, auparavant, cherchait essentiellement à équilibrer la balance des paiements en stimulant les exportations d'argent et de capitaux, a déployé, à partir du mois de février, des efforts accrus en vue d'endiguer les forces d'expansion intérieures. Lors de la crise monétaire du début de mai, le gouvernement a décidé de nouvelles compressions des dépenses publiques en vue de freiner la demande intérieure. Afin de modérer l'afflux des fonds étrangers, la Bundesbank a réintroduit les réserves minimales de 100 % sur les engagements des banques envers des étrangers, qui avaient été déjà appliquées temporairement en novembre dernier. Malgré ces mesures, on ne doit guère s'attendre, ces prochains temps, à un affaiblissement durable des forces d'expansion.

L'économie française a rattrapé dans une large mesure les pertes de production consécutives aux troubles politiques et sociaux de mai-juin de l'an dernier. La politique appliquée par le gouvernement après la crise en vue d'adapter la production au niveau des revenus, qui avait dû être relevé de 15 % en moyenne, n'est pas restée sans succès. Grâce aux réserves de capacité productives inexploitées et à la main-d'oeuvre encore disponible, la production et l'offre de biens ont pu être considérablement accrues. Le niveau des prix est certes monté de 5 % en chiffre rond, mais cette hausse est restée bien inférieure à l'augmentation des salaires. Depuis le début de cette année cependant, l'expansion paraît, d'une façon générale, avoir at-

teint les limites de la capacité de l'industrie. Le marché de l'emploi, lui aussi, semble à peu près épuisé. C'est pourquoi le taux de croissance de la production industrielle a nettement diminué au cours des mois derniers. En même temps, les exportations se sont fortement accrues (de 38 % en avril par rapport à avril 1968). Il en est résulté une nette détérioration de la balance commerciale, bien que les exportations aient pris un développement très réjouissant (accroissement de 24 % en avril). Au cours des quatre premiers mois, le déficit de la balance commerciale a atteint 4,3 milliards de francs français, alors que la France avait enregistré un excédent commercial de 6,7 milliards de francs en 1968. Le développement des exportations permet d'ailleurs de penser que, en dépit de la forte hausse des salaires, la position concurrentielle de l'économie française sur les marchés internationaux ne s'est pas affaiblie. Le taux d'accroissement des exportations françaises demeure l'un des plus élevés parmi les pays industrialisés. Par conséquent, les difficultés rencontrées par la France étaient dues moins à un déséquilibre économique interne ou externe qu'à l'ébranlement de la confiance de la population française à l'égard de l'Etat, et en particulier de la monnaie. Après la vigoureuse expansion du deuxième semestre, les possibilités de croissance de l'économie françaises sont devenues beaucoup plus restreintes. Le danger d'inflation s'est fortement accru. Il ne pourra être écarté que dans la mesure où les autorités françaises parviendront à contenir les poussées d'expansion.

En Italie aussi, l'économie se trouve dans une phase d'expansion accélérée. Après que la balance des paiements courants eut accusé pendant des années de forts excédents de recettes, le gouvernement a pris au début de 1969 des mesures en vue de stimuler la demande intérieure. L'économie a réagi très rapidement puisque les importations ont augmenté de pas moins de 25 % au cours du premier trimestre de 1969. En dépit de l'agitation

sociale accrue et de la multiplication des grèves, la production industrielle a progressé d'environ 7 % durant la même période. Pour la première fois depuis quelques mois, l'industrie du bâtiment travaille à plein rendement. Le niveau des prix est resté jusqu'ici remarquablement stable (augmentation de 1,7 % de mars 1968 à mars 1969). Après la forte augmentation des pensions d'Etat au début de cette année et les améliorations de salaires massives qui ont résulté des négociations de ces dernières semaines, il faut s'attendre à ce que le pouvoir d'achat augmente considérablement dans les prochains mois.

On observe également une vigoureuse expansion conjoncturelle dans les autres pays industrialisés.

C'est le cas notamment en Belgique et aux Pays-Bas, où la demande intérieure et la demande d'exportation contribuent l'une et l'autre à l'essor conjoncturel. Aux Pays-Bas, l'expansion qui avait été très rapide l'an dernier, paraît s'être un peu ralentie au cours de ces derniers mois. En Belgique, par contre, où la reprise a eu lieu plus tard, les investissements et la consommation continuent de s'accroître fortement. Dans ces deux pays, la production industrielle doit, pendant le premier trimestre de 1969, avoir dépassé d'environ 9 % le niveau de la période correspondante de l'année dernière. Les prix sont montés en flèche au cours de ces derniers mois, spécialement aux Pays-Bas, ce qui est dû pour une part à l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée. En mars, l'indice des prix à la consommation reflétait un renchérissement annuel de 8 %. Le même mois, le gouvernement a bloqué les prix des biens et des services. En Belgique, le renchérissement est tout d'abord demeuré modéré; en mars, toutefois, les prix à la consommation étaient de 3,6 % plus élevés qu'un an auparavant. Les autorités néerlandaises et belges ont pris diverses mesures pour endiguer la poussée inflationniste. Ainsi, le gouvernement

des Pays-Bas a supprimé les allègements fiscaux accordés pour les investissements et il envisage d'augmenter divers impôts de consommation. Les deux pays ont pris en outre différentes mesures d'ordre monétaire, la Belgique visant surtout à refréner les afflux de fonds venant de l'étranger.

En Suède et au Danemark également, où la situation économique était plutôt calme l'an dernier, l'expansion de la demande s'est nettement accélérée au cours de ces derniers mois. Au premier trimestre de 1969, la production industrielle suédoise a augmenté de 9 % en chiffre rond; ce sont surtout l'industrie des machines et celle du papier qui ont contribué à cette augmentation. On relève en Suède un fort accroissement de la construction d'immeubles destinés à l'industrie et au commerce, tandis que la construction de logements a plutôt diminué. Tant la Suède que le Danemark ont vu leurs réserves monétaires diminuer fortement. Les banques centrales de ces deux pays ont été amenées à prendre des mesures pour limiter leurs pertes de réserves.

Depuis l'année dernière, on constate en Autriche une forte reprise de la conjoncture. Notons enfin, pour compléter cet aperçu de l'évolution économique dans le monde, que les trois principaux pays industrialisés d'outre-mer, à savoir le Japon, le Canada et l'Australie sont entrés dans une phase de rapide essor économique.

Ainsi, tous les pays industrialisés du monde occidental traversent actuellement une phase d'expansion économique. Aux Etats-Unis toutefois, les signes avant-coureurs d'un fléchissement de la conjoncture commencent à se multiplier. Il est à craindre, vu l'épuisement progressif des réserves de capacité et de main-d'oeuvre, que le danger d'une surchauffe inflationniste s'accroisse au cours des prochains mois dans différents pays et que, par conséquent, la demande d'importation

augmente de façon particulièrement marquée. Les taux d'accroissement des importations, qui étaient de 25 % en Italie, 22 % en France, 21 % en République fédérale d'Allemagne, 13 % en Belgique et au Danemark au cours du premier trimestre de 1969, paraissent annoncer une telle évolution. Certes, de nombreux pays ont déjà pris des mesures en vue de contenir les poussées d'expansion. Celles-ci paraissent cependant avoir acquis dans la plupart des pays industrialisés du continent européen, une telle vigueur que ni ces mesures ni un éventuel fléchissement de la conjoncture aux Etats-Unis ne permettent, semble-t-il, d'espérer une détente durable du climat économique au cours de ces prochains mois. En ce qui concerne les perspectives conjoncturelles suisses, cela nous conduit à une première conclusion importante: la demande étrangère se maintiendra ces prochains temps à un niveau élevé, de sorte que ce n'est pas de l'évolution des exportations que l'on peut attendre un affaiblissement notable de l'essor conjoncturel.

La situation économique en Suisse

Vu les rapports étroits de notre économie avec l'étranger, la forte reprise économique constatée l'an dernier chez nos principaux partenaires s'est traduite par une vigoureuse progression de nos exportations. En 1968, celles-ci ont augmenté, en valeur, de pas moins de 14,4 %. C'est l'augmentation la plus forte qui ait été enregistrée depuis le boom provoqué par la guerre de Corée en 1951. Même pendant la surchauffe de 1961/1962, les taux d'accroissement des exportations ont été moins élevés. Toutefois, cette progression n'a rien d'exceptionnel. Ainsi, en 1968, le taux d'accroissement des exportations a atteint 24 % au Japon, 17 % en Italie, 16 % en Belgique, 14 % en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suisse. Même si elle a été exceptionnellement forte comparée à celle des années précédentes, la progression de nos exportations demeure tout à fait dans les limites de celles qu'enregistrent les autres

pays. Durant les premiers mois de cette année, la poussée des exportations, loin d'avoir faibli, s'est plutôt renforcée. De janvier à avril 1969, la valeur des exportations a augmenté de 15,7 % par rapport à la période correspondante de l'année dernière. Cette progression s'est étendue à toutes les branches de notre industrie d'exportation, à l'exception de l'industrie alimentaire. L'industrie chimique, l'industrie des machines, et spécialement des machines électriques, comme l'industrie des textiles et de l'habillement sont celles dont les exportations ont le plus augmenté.

Si nous cherchons à déterminer quels sont les pays qui ont contribué le plus au développement de nos exportations, nous trouvons tout d'abord la République fédérale d'Allemagne (taux d'accroissement de 22 % en 1968 et de 34 % dans les quatre premiers mois de 1969) et le Japon (24 % resp. 19 %), puis l'Italie (16 % resp. 16 %), l'Autriche (8 % resp. 13 %), la Grande-Bretagne (14 % resp. 7 %) et la France (8 % resp. 7 %). L'évolution de nos exportations aux Etats-Unis accuse un net recul dans l'année en cours (de 15 à -2 %), alors que pour le Canada, on enregistre au contraire une forte progression (de 5 à 40 %).

Une augmentation aussi massive de nos exportations entraîne nécessairement une intensification de l'activité économique, qui ne se limite pas aux entreprises exportatrices mais, qui s'étend peu à peu aux autres secteurs de l'économie. Le développement de nos ventes à l'étranger provoque, d'autre part, un accroissement de la demande de matières premières, de fournitures et de produits semi-fabriqués qui entrent dans la fabrication des produits d'exportation. Dans notre pays pauvre en matières premières, cela se répercute bientôt sur les importations. Ainsi, nos importations ont augmenté de 9 % en 1968 (4,6 % en 1967) et de 11,7 % dans les quatre premiers mois de

1969. Les importations de matières premières et de matières auxiliaires ont augmenté de 6 % en 1968 et de 13,8 % dans les quatre premiers mois de cette année. Selon les informations dont nous disposons, la quasi-totalité de ces achats ont été absorbés par la production courante et n'ont donc pas servi à réapprovisionner les stocks qui avaient été mis à forte contribution l'an dernier; à l'heure actuelle, les chefs d'entreprises les estiment plutôt insuffisants. Il faut donc s'attendre à ce que les importations de matières premières et de produits semi-fabriqués devront être encore accrues dans les prochains mois, afin de réapprovisionner les stocks. Les achats fortement accrus de biens d'investissement, en particulier de machines, à l'étranger, reflètent une augmentation des investissements d'équipement. Au cours des quatre premiers mois, ces importations ont augmenté de 6,5 %, contre 2 % dans la période correspondante de l'année dernière. Enfin, l'importation de biens de consommation a nettement repris (14,2 % dans les quatre derniers mois). Comme on nous dit que ces achats n'ont pas servi principalement à reconstituer les stocks, il est manifeste que la demande de consommation s'accroît aussi plus rapidement.

En comparant le développement des importations et celui des exportations, on constate que les exportations se sont d'abord accrues plus rapidement que les importations, comme c'est généralement le cas dans la première phase d'une poussée conjoncturelle. De ce fait, le déficit de notre balance commerciale a continué de s'amenuiser. Il a été de 710 millions pour les quatre premiers mois de 1969. C'est le déficit le plus faible enregistré pour cette période ces dernières années. Comme les revenus de capitaux ont certainement continué de s'accroître sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et de l'augmentation des placements à l'étranger, le solde actif de notre balance des revenus, qui est évalué à un peu plus de

2 milliards de francs pour 1968, doit avoir encore augmenté dans la première moitié de 1969. Les importations vont probablement augmenter plus rapidement dans les prochains mois, de sorte que le déficit de la balance commerciale aura plutôt tendance à s'accroître durant le second semestre.

On a déjà constaté dans la seconde moitié de l'année dernière une certaine reprise de la demande intérieure. Dans les premiers mois de cette année, on a observé une nette accélération. C'est en particulier le cas dans le secteur des investissements. Il a déjà été question des achats croissants de biens d'investissements à l'étranger. En même temps, les commandes indigènes à l'industrie des machines et des appareils ont fortement augmenté. Les investissements d'équipement paraissent porter principalement sur des installations de rationalisation.

Le résultat de l'enquête annuelle du délégué aux questions conjoncturelles montre en outre qu'il faut s'attendre cette année à un très fort accroissement des investissements dans la construction. Les projets annoncés pour 1969 dépassent de 12,5 % le volume de l'année dernière. C'est, de loin, la plus forte progression enregistrée depuis 1964. Après avoir fléchi en 1965 et en 1966, le volume des projets de construction n'avait augmenté que de 1 à 2 % en 1967 et en 1968. La progression la plus forte s'est manifestée dans les projets de construction de logements (+ 19 %) et dans ceux de constructions industrielles et artisanales (+ 15 %), tandis que le taux d'accroissement des projets du secteur public a été de 8 %, ce qui ne représente que la moitié de celui du secteur privé dans son ensemble. Cette constatation a son importance car les projets privés mettent surtout à contribution l'industrie du bâtiment, dont les réserves de capacité sont beaucoup plus faibles que celles des entreprises de génie civil. Le fort accroissement du nombre des permis de construction de logements dans la se-

conde moitié de l'année dernière et le développement, important lui aussi, des crédits de construction, dont il sera question plus loin, confirment les résultats de cette enquête. Ce qui frappe surtout dans les projets de constructions industrielles et artisanales, c'est la concentration des investissements sur de grands projets, auxquels participent notamment diverses branches des services et des entreprises du commerce de détail. Vu le manque de personnel, il n'est pas surprenant que l'on fasse preuve de prudence en ce qui concerne les agrandissements.

Ainsi, il ne peut y avoir de doute: l'essor durable des exportations s'est répercuté sur le secteur de la construction, qui joue un rôle déterminant dans l'évolution de la conjoncture intérieure. Il serait prématuré de parler d'un boom de la construction, mais il n'est pas exclu que la reprise qui se dessine dans ce secteur, si elle se développe sans entraves, conduise à ce résultat. On ne doit pas perdre de vue - et cela vaut non seulement pour la construction, mais pour l'ensemble de l'économie - que les possibilités d'expansion de la production sont très restreintes, beaucoup plus qu'elles ne l'étaient au début des années soixante. Le point à partir duquel les entreprises peuvent, malgré tous leurs efforts, s'adapter à l'augmentation de la demande est beaucoup plus vite atteint que par le passé; dès lors, l'excédent de la demande provoque un allongement des délais de livraison et les prix tendent à monter. L'industrie annonce effectivement que les stocks diminuent, que les commandes s'accroissent et que les délais de livraisons s'allongent. Par ailleurs, l'indice de la production industrielle s'élève rapidement. Il est monté de 6,3 % au troisième trimestre et de 8,2 % au quatrième trimestre de 1968.

La consommation privée, deuxième composante importante de la demande intérieure, qui avait encore été remarquablement stable l'année dernière, présente également aujourd'hui les signes indéniables d'une reprise. Ainsi, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont augmenté de 6,2 % au cours des quatre premiers mois de cette année, contre 3,2 % dans la période correspondante de l'année dernière. L'accroissement des importations de biens de consommation, que nous avons déjà signalé, confirme cette reprise.

Il est moins aisé de prévoir comment va évoluer la demande des pouvoirs publics. Les indications dont on dispose - par exemple les budgets des collectivités publiques et les projets de construction du secteur public - permettent de présumer que l'économie sera mise à plus forte contribution que l'an dernier par les pouvoirs publics. En 1968, l'augmentation des dépenses publiques (2,5 % compte tenu de la hausse des prix) a été extrêmement faible. Les déficits comptables élevés des années précédentes et la hausse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux ont sans doute imposé des économies et mis un frein à l'endettement. L'augmentation des recettes fiscales due à la reprise de l'économie et l'amélioration générale des comptes qui en est résultée, seront, si l'on en croit l'expérience, suivies d'une croissance accélérée des dépenses. En outre, il ne faut pas perdre de vue qu'il existe un certain lien entre la demande du secteur privé - en particulier dans le domaine de la construction - et la demande du secteur public puisque, par exemple, les constructions privées nécessitent des travaux d'équipement et des compléments d'infrastructure.

Face à cette expansion maintenant bien apparente de la demande, on trouve un appareil de production et en particulier un marché de l'emploi qui ne permettent plus qu'une expansion

très limitée. A la différence de la République fédérale d'Allemagne et de la France qui, en 1967 et , en partie encore au début de 1968, ont subi une véritable récession, accompagnée d'un fort chômage, la Suisse n'a connu ni récession ni sous-emploi, mais seulement un ralentissement du rythme de croissance. L'économie de notre pays a pris part à l'essor conjoncturel international avec un appareil de production déjà bien chargé et des réserves de main-d'oeuvre restreintes. Elle disposait par conséquent d'une faculté d'adaptation beaucoup plus faible.

C'est sans doute dans le resserrement progressif du marché de l'emploi que se reflète le mieux l'accroissement des exigences posées à notre économie. C'est le leitmotiv des commentaires de presque toutes les branches de l'économie: "Il est pratiquement impossible de trouver le personnel supplémentaire qu'il faudrait pour respecter les délais de livraison". "Il devient de plus en plus difficile de recruter le personnel nécessaire pour maintenir le volume de production". "Avec le temps une pénurie de la main-d'oeuvre menace l'existence de bien des entreprises de notre branche et surtout des moins importantes." On pourrait multiplier ces exemples à loisir. Les résultats d'une enquête effectuée par l'Institut de recherches économiques de l'EPF montrent de façon encore plus saisissante combien la situation est tendue sur le marché suisse de l'emploi. Compte tenu des commandes qu'elles avaient en portefeuille, les entreprises questionnées estimaient en décembre 1968 que la main-d'oeuvre dont elles disposaient était en moyenne de 7 % insuffisante. Comme la demande a continué de s'accroître, cette insuffisance doit s'être encore accentuée. L'augmentation rapide du nombre des heures supplémentaires le confirme aussi. Cette pénurie comporte le risque de débours accrus, liés à de nouvelles hausses de salaires. Ces hausses viendraient encore compléter et renforcer l'effet in-

flationniste exercé directement sur les prix par l'excédent de la demande. Selon les informations que nous recevons de l'économie, il semble que les débauchages se multiplient effectivement. On recule encore, il est vrai, devant les augmentations massives de salaires, car dans bien des cas, une hausse des charges salariales ne serait pas supportable en raison de la concurrence qui règne dans le domaine des prix, en particulier à l'étranger. Toutefois, cet obstacle ne tarderait pas à tomber si les prix se mettaient à monter en Suisse et à l'étranger et si, par la suite, les chefs d'entreprises comptaient généralement sur de nouvelles hausses de prix en prenant leurs décisions. La formation, dans la population, d'un climat d'inflation, ne manquerait pas d'accélérer la hausse des salaires.

Il est donc capital d'empêcher que le climat conjoncturel ne prenne cette tournure si l'on veut éviter une telle explosion.

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse de l'indice des prix à la consommation demeure modérée. Par rapport au mois correspondant de l'année dernière, elle a été de 2,4 % en avril et de 2,6 % en mai. On sait cependant que l'indice des prix à la consommation ne reflète pas la situation actuelle de l'offre et de la demande sur le marché, mais qu'il suit toujours avec un retard sensible l'évolution de la conjoncture. Comme nous avons pu le constater ces dernières années, l'indice des prix à la consommation "retarde" aussi bien en période de reprise qu'en période de détente de la conjoncture. Après être restés assez longtemps stables, les prix de gros, qui réagissent beaucoup plus vite, sont montés assez fortement en avril où ils étaient de 2 % plus élevés qu'une année auparavant. Cette augmentation a eu pour cause principale les hausses de prix sur les marchandises importées dues probablement, pour une part, à la taxe supplémentaire sur les ex-

portations introduites au mois de novembre 1968 en République fédérale d'Allemagne. Mais sur le marché intérieur également, les prix ont commencé à monter nettement. Il ressort en outre des sondages effectués dans l'industrie que les prix des produits industriels, notamment sont en hausse depuis le quatrième trimestre de 1968. Relevons enfin que les prix des terrains ont recommencé à monter fortement, en particulier dans les zones urbaines. Ainsi, à Zurich, le prix moyen des terrains non bâtis a beaucoup augmenté en 1968, alors qu'il avait baissé les deux années précédentes.

On constate donc dans le domaine des prix une poussée qui, même si elle demeure très limitée, annonce un changement de la conjoncture.

La situation du marché de l'argent et des capitaux

Depuis la fin de mars, une légère détente s'est produite sur le marché de l'argent. Les banques ont généralement conservé les francs suisses qu'elles s'étaient procurés à la fin du premier trimestre en vendant des dollars à la banque centrale pour environ 1 milliard de francs. De ce fait, leurs avoirs en comptes de virements sont restés par la suite légèrement au-dessus du niveau de l'année précédente. Toutefois, à l'occasion de la spéculation sur la réévaluation du mark, la Banque nationale a dû céder une petite quantité de dollars aux banques. Les disponibilités du marché ont alors diminué de 72 millions de francs.

En dépit de la hausse des taux sur les marchés étrangers, les banques ont manifestement cherché ces derniers temps à conserver des liquidités élevées. Indépendamment des besoins temporaires considérables liés à l'échéance semestrielle, le maintien de liquidités élevées s'explique par le développe-

ment du crédit en Suisse. En effet, l'expansion des crédits s'est accélérée, ce qui corrobore les autres indices de réchauffement de la conjoncture.

Un regard sur les bilans des banques qui remettent des données mensuelles montre que, dans les quatre premiers mois, la croissance du total des bilans, a été de 5,7 %, c'est-à-dire à peu près aussi forte que dans la période correspondante de l'année dernière (+ 6,5 %). Au passif, une fois de plus, l'afflux de fonds étrangers a contribué de façon décisive à cette vigoureuse expansion. Selon l'enquête statistique spéciale sur les avoirs et les engagements des principaux établissements de crédit à l'étranger, leurs engagements ont augmenté de 2,2 milliards de francs (+ 7,7%) au premier trimestre contre 1,9 milliard (+ 8,3 %) les trois premiers mois de l'année dernière. Mais c'est surtout le mouvement constaté à l'actif des bilans bancaires qui retient notre attention. On est frappé de voir que les débiteurs, aussi bien les comptes courants débiteurs que les avances et les prêts à terme fixe, ont augmenté beaucoup plus fortement que l'année dernière. Pendant les quatre premiers mois de 1969, les débiteurs se sont accrus de 1 629 millions de francs ou d'environ 5 %, alors que dans la même période de l'année dernière, ils n'avaient augmenté que de 743 millions (2,5 %). L'expansion accélérée des débiteurs et des effets de change montre que les crédits accordés par les banques à la clientèle suisse ont commencé de s'accroître plus rapidement. Cette constatation est confirmée par la nouvelle statistique sur l'évolution des crédits bancaires à l'intérieur du pays, statistique qui n'existait pas encore au début des années soixante. Selon cette statistique l'octroi de crédits à la clientèle suisse s'accroît de mois en mois depuis la fin de l'année dernière. Alors qu'en 1968, le taux d'accroissement par rapport au mois correspondant de l'année précédente était de 7 à 8 %, il a atteint jusqu'à 10 % dans les

quatre premiers mois de l'année en cours. L'expansion des crédits à la clientèle suisse apparaît surtout dans les débiteurs et les effets de change. En raison de la nature de leur activité, c'est dans les grandes banques que cette croissance a été la plus forte; en ce qui les concerne, les taux d'accroissement, qui ont oscillé entre 8 et 10 % l'année dernière, sont montés à 11, 12 puis à 15 % dans les premiers mois de 1969.

Certes, l'expansion des crédits des grandes banques est loin d'être aussi spectaculaire qu'elle l'a été lors de la dernière poussée conjoncturelle, où se produisirent dans certains cas des augmentations allant jusqu'à 25 et 30 %. Il faut cependant relever que, d'une part, les possibilités de croissance effective de notre économie sont beaucoup plus restreintes qu'alors et qu'à cette époque, l'extension des crédits était tout à fait excessive et, partant, fortement inflationniste. C'est une évolution dont il faut coûte que coûte éviter le retour.

Les enquêtes faites au sujet des promesses de crédits de construction font ressortir encore plus clairement la tendance à l'expansion du crédit, tout en confirmant la forte augmentation des projets de construction. Ce n'est que beaucoup plus tard, c'est-à-dire lorsque les crédits sont utilisés, qu'ils apparaissent dans les bilans bancaires. Les promesses de crédits de construction accordés par les grandes banques, qui étaient montées en flèche de 1959 à 1962, puis qui étaient demeurées stables jusqu'en 1967 (environ 2,4 milliards de francs), se sont accrues subitement de 10 % l'an dernier. Comme l'utilisation effective des crédits en 1968 s'est tenue au niveau des années précédentes (environ 1,2 milliard de francs), le volume des crédits promis, mais non encore utilisés est monté très fortement, c'est-à-dire de 28 %. La même évolution s'est produite dans les banques cantonales, où les promesses de crédits

de construction ont augmenté de 18 %. Un regard sur les dates d'octroi des promesses de crédits montre que cette forte progression a commencé dans la seconde moitié de l'année dernière pour se poursuivre durant le premier trimestre de l'année en cours. Dans les grandes banques, par exemple, les ouvertures de crédit ont augmenté de 29 % pendant le troisième trimestre de 1968, de 53 % au quatrième et de 58 % au premier trimestre de 1969. La répartition des crédits selon leur affectation montre que l'extension intéresse principalement la construction de logements, ce que confirment d'ailleurs les résultats de la statistique des projets de construction.

Ainsi, parallèlement à l'accélération générale de l'activité économique dans notre pays, la demande intérieure de crédits a, elle aussi, fortement augmenté. L'évolution des crédits de construction, en particulier, mérite de retenir l'attention.

Les taux d'intérêt élevés des emprunts émis à l'étranger, en particulier sur le marché des euro-devises et en République fédérale d'Allemagne, ont suscité momentanément sur le marché des capitaux quelque réserve à l'égard des emprunts étrangers en francs suisses. Les banques ont cherché à tenir compte de cette évolution en espaçant quelque peu les émissions d'emprunts étrangers. Les titres suisses ne se sont pas ressentis de cette évolution. Qu'il se soit agi d'obligations ou d'actions, les nouvelles émissions, qui ont atteint un volume considérable, ont toujours trouvé bon accueil. Dans les derniers temps, en particulier, la demande de titres suisses a été très soutenue. En conséquence, le rendement des emprunts de la Confédération et des obligations cantonales a légèrement baissé. Dans le secteur hypothécaire, on constate une concurrence accrue entre les bailleurs de fonds, en raison du volume élevé de l'épargne.

Conclusions

Telles qu'elles viennent d'être esquissées, les tendances de l'actuelle évolution économique en Suisse et à l'étranger parlent un langage très clair. A l'étranger, l'essor conjoncturel se maintient. Il en est notamment ainsi chez nos voisins et chez nos principaux partenaires économiques. Même si, aux Etats-Unis également, les premiers signes d'un affaiblissement progressif de l'expansion apparaissent, on ne peut cependant pas s'attendre à ce que les poussées expansionnistes d'origine étrangère se relâchent prochainement dans notre pays. Les indices disponibles, tels qu'entrées et état des commandes, laissent présumer que la mise à contribution de notre économie par la demande d'exportation ne devrait guère diminuer au cours des prochains mois. Il est évident qu'après une certaine période d'"incubation", l'essor des exportations, qui se maintient sans fléchir depuis plus d'une année et qui est plus fort qu'au début des années soixante, stimule également l'économie intérieure. On assiste en particulier à une forte augmentation des investissements dans le domaine de la construction de logements et d'immeubles destinés à l'industrie et à l'artisanat. Aussi bien les projets annoncés que la manière dont évolue l'utilisation des crédits laissent craindre que se développe un nouveau boom de la construction, qui ne manquerait pas de se heurter bientôt aux limites des capacités disponibles. De même, l'accroissement de la production dans l'industrie et l'artisanat ne pourra peut-être bientôt plus tenir le rythme de la croissance toujours élevé de la demande d'exportation, ni celui de la demande intérieure qui est entrain de s'accélérer. La pénurie générale de main-d'oeuvre reflète nettement la disparité croissante qu'il y a entre la productivité de notre économie et les exigences auxquelles elle doit faire face. La

hausse des prix et des salaires, qui s'était ralentie ces derniers temps, risque de s'accélérer de nouveau. Il est hors de doute que nous sommes arrivés à un point de notre évolution économique où il conviendrait d'agir pour parer à un nouveau débordement des forces d'expansion.

Exposé présenté à la séance du Conseil de banque
du 13 juin 1969

par Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

1. Généralités

Les pays industrialisés sont actuellement en pleine expansion. La plupart des indicateurs économiques montrent qu'en Europe en tout cas, la demande s'accroît plus rapidement que la capacité de production et que par conséquent la concurrence tendra à devenir moins intense dans de nombreux secteurs.

L'excédent de la demande, que l'on constate déjà dans de nombreux domaines, permet de comprendre pourquoi les exportateurs allemands ont pu, dans la plupart des nouveaux contrats, mettre à la charge des acheteurs la taxe de 4 % sur les exportations, et cela sans que la demande étrangère de produits allemands diminue, comme l'aurait voulu le gouvernement. Le renchérissement artificiel des exportations allemandes a permis à leurs concurrents étrangers de majorer leurs prix. Ainsi, lorsque la demande internationale dépasse l'offre, une réévaluation opérée par un pays qui joue un rôle de premier plan sur les marchés mondiaux risque de renforcer la tendance à la hausse des prix dans de nombreux secteurs. Les concurrents étrangers, dont les perspectives de gain s'améliorent brusquement, cherchent à se procurer davantage de main-d'oeuvre et accroissent leurs investissements. Cela stimule la conjoncture, renforce l'excédent de la demande et accélère la hausse des prix dans les pays intéressés, si bien que le pays qui a réévalué voit tout de même ses exportations augmenter. Le fait que l'industrie allemande d'exportation ait enregistré un accroissement

des commandes étrangères durant ces derniers mois corrobore cette hypothèse.

D'autre part, la hausse rapide des produits industriels étrangers peut rendre, en partie tout au moins, illusoire l'abaissement du prix des importations qui devrait normalement résulter d'une réévaluation.

En cas d'excédent de la demande sur les marchés mondiaux, une réévaluation relativement modérée, effectuée en vue de défendre la stabilité des prix, risque d'aller à fins contraires. Ainsi, quoiqu'on dise, il est loin d'être sûr qu'une réévaluation exerce un effet stabilisateur, à moins qu'elle soit suffisamment forte pour provoquer un fléchissement international de la conjoncture. Il est à craindre par contre qu'elle accélère la hausse des prix et qu'elle rende plus difficile la lutte contre l'inflation dans les pays concurrents.

Les partisans d'une réévaluation isolée du mark semblent sous-estimer les répercussions qu'une telle mesure aurait à l'étranger dans les circonstances actuelles. Ces répercussions ne pourraient être atténuées que si tout un groupe de pays réévaluaient simultanément leur monnaie, ce qui aurait pour effet de freiner fortement l'essor international de la conjoncture.

Celui qui approfondit cette question arrive inévitablement à la conclusion qu'une réévaluation isolée est une arme à double tranchant et qu'il faut manier avec prudence le slogan de l'"inflation importée". Il s'aperçoit aussi qu'il convient de se préoccuper davantage des répercussions que nous avons mentionnées.

En Suisse, une nouvelle réévaluation du mark aurait aussi stimulé la reprise de la conjoncture et rendu aléatoire une politique de lutte contre l'inflation. C'est pourquoi nous

avons appris avec soulagement la décision du gouvernement allemand de ne réévaluer le mark ni de façon directe, ni de façon indirecte. Nous espérons que l'on cessera dans la presse suisse de mettre en doute la volonté du gouvernement allemand de maintenir cette décision.

Il ressort de ces considérations que pour parvenir à une stabilisation relative des prix et à une croissance économique moins inflationniste, tous les pays aux prises avec un boom conjoncturel doivent contribuer à la lutte contre la surchauffe. Plus on tarde à prendre les mesures adéquates et plus on laisse les réflexes inflationnistes s'enraciner dans l'économie, plus cela devient difficile.

Il est indéniable que les spéculations sur une réévaluation, qui ont été préparées de longue main, peuvent prendre une grande ampleur et causer de graves problèmes. Comme le marché des euro-devises contribue dans une large mesure au financement de la spéculation sur une réévaluation, elle peut prendre des proportions bien plus considérables qu'une spéculation sur une dévaluation.

Les amples mouvements de capitaux suscités par la spéculation posent des problèmes non seulement dans les pays de destination, mais aussi dans les pays d'origine de ces fonds. Il n'est donc pas étonnant que les spéculations sur des réévaluations soient régulièrement accompagnées ces derniers temps par des spéculations sur des dévaluations. L'important marché des euro-devises ne peut avoir une influence positive et stabilisatrice que dans la mesure où l'on a confiance dans la stabilité des monnaies. Si cette confiance est ébranlée, ce marché peut devenir un important facteur de troubles, dont le commerce international risque de se ressentir en dépit de toutes les mesures prises en commun par les banques centrales.

Du point de vue monétaire et conjoncturel, il serait très souhaitable que les restrictions fiscales et monétaires adoptées aux Etats-Unis déploient le plus rapidement possible tous leurs effets, ce qui contribuerait à détendre la situation. Selon certains indices, l'excédent de la demande devrait diminuer durant le deuxième semestre. Il est douteux toutefois qu'une accalmie conjoncturelle aux Etats-Unis puisse se faire sentir immédiatement en Europe. Les importations américaines en provenance de notre continent diminueraient certes, mais la hausse des coûts américains pourrait se poursuivre pendant un certain temps et empêcher l'industrie américaine de ranimer la concurrence sur les marchés européens.

Il est certain d'autre part que la demande américaine de fonds diminuerait rapidement sur le marché des euro-devises et que le niveau des taux baisserait sur ce marché. Cela pourrait entraîner pendant un certain temps un accroissement du volume des investissements en Europe, d'autant plus qu'une baisse du coût des euro-devises permettrait d'éviter plus facilement les restrictions monétaires appliquées en Europe. C'est pourquoi il est nécessaire que les pays européens s'efforcent de leur côté de contrecarrer la tendance à un accroissement excessif de la demande.

2. La situation en Suisse

L'économie suisse se rapproche très rapidement d'une phase de surchauffe due à des facteurs d'origine étrangère. Notre capacité de concurrence est actuellement tout à fait satisfaisante, mais il serait erroné de penser que les qualités individuelles de nos compatriotes et leur sens inné de la mesure suffiront à eux seuls à la préserver. Les conditions défavorables dans lesquelles notre économie poursuit actuellement son expansion peuvent être lourdes de conséquences. Il faut se rappeler que notre économie n'est pas encore débarrassée des

séquelles de la précédente période d'expansion et que ces sé-
quelles sont de nature à provoquer une hausse des coûts plus
forte qu'à l'étranger au cours d'une nouvelle phase de sur-
chauffe.

La principale de ces séquelles est la pénurie
de main-d'oeuvre qui a subsisté même pendant la période de stag-
nation, empêchant une utilisation optimale de l'appareil de
production. Nous allons entrer dans une nouvelle période de
surchauffe avec cette opposition éminemment inflationniste en-
tre un "déficit" structurel de main-d'oeuvre et une offre
abondante de monnaie et de crédits. Plus la nouvelle phase de
surchauffe sera stimulée par la hausse internationale des prix,
plus la concurrence entre employeurs sera vive sur le
marché de l'emploi et plus la hausse des salaires sera forte.

La hausse des salaires tend certes à favoriser les in-
vestissements de rationalisation. Mais la réalisation de ces
investissements eux-mêmes commence par provoquer un accroisse-
ment des besoins de main-d'oeuvre. Dans la mesure où les chan-
gements de place dûs à la concurrence entre employeurs s'accom-
pagnent d'un changement de domicile des salariés, les besoins
de logements et d'infrastructure s'accroissent très rapidement.

Sous l'effet de la hausse des salaires, la masse des
revenus augmenterait. A l'expansion vigoureuse de la demande
d'exportation viendrait s'ajouter une expansion plus vigoureuse
encore de la demande intérieure. Comme toute augmentation des
revenus se traduit par un accroissement plus que proportionnel
de la demande de logements, d'infrastructure et de services, il
en résulterait un accroissement supplémentaire de la demande
de main-d'oeuvre.

Si les coûts venaient à s'élever plus rapidement qu'à
l'étranger, la concurrence étrangère freinerait progressivement
l'expansion des exportations. Les poussées d'inflation d'ori-

gine extérieure s'atténueraient. Toutefois, cela ne mettrait pas fin immédiatement à la surchauffe et à la hausse des coûts à l'intérieur du pays, parce que l'accroissement de la demande dû à l'augmentation des revenus pourrait encore se faire sentir pendant un certain temps. Une grande partie des entreprises qui travaillent pour le marché suisse ne sont pas soumises directement à la concurrence étrangère. Elles pourraient ainsi exercer une poussée plus forte et plus durable que l'industrie d'exportation sur le niveau des coûts. Cela risquerait d'affaiblir sensiblement notre capacité de concurrence sur les marchés mondiaux et de rendre notre économie plus vulnérable à la récession. Une telle évolution ne manquerait certainement pas de nuire aussi à ce prestige financier international, dont notre pays tire d'appréciables profits.

Le nouveau boom ne prendrait assurément pas autant d'ampleur que celui du début des années soixante. A cet époque, l'afflux massif de main-d'oeuvre étrangère et les investissements liés à cet afflux avaient donné une vigueur exceptionnelle à l'essor de la conjoncture. Cette fois-ci par contre, la hausse des salaires et des coûts sera tout de suite très forte.

Cette analyse schématique montre que les dangers auxquels notre économie est exposée sont particulièrement grands lorsque l'essor économique intérieur devient excessif, parce que l'économie intérieure ressent beaucoup plus tard que les branches exportatrices l'influence modératrice de la concurrence étrangère qui s'intensifie à mesure que le niveau des coûts suisses dépasse la moyenne internationale. Il faut donc veiller tout particulièrement à éviter la formation d'un excédent durable de la demande.

Les moyens dont on dispose actuellement pour modérer l'expansion conjoncturelle sont limités. Le principal de ces moyens consiste à restreindre l'approvisionnement de l'économie

en monnaie et en capitaux. Ce moyen doit toutefois être complété par d'autres mesures, en particulier par une compression de la demande du secteur public.

3. Quand faut-il limiter l'expansion de la demande ?

En simplifiant beaucoup les choses, on peut dire qu'il n'y a pas de surchauffe conjoncturelle tant que l'épargne courante parvient à couvrir la demande de capitaux.

Dans le domaine monétaire, il est difficile de déterminer avec précision le moment auquel le point critique est atteint, car un mélange se produit entre l'épargne et la création de monnaie, l'épargne ancienne et l'épargne courante, l'épargne investie à l'étranger, puis rapatriée, l'offre de capitaux d'origine suisse et d'origine étrangère, etc. Pour établir un diagnostic en temps utile, il faut faire appel également à d'autres critères. On se trouve en présence d'un signe indubitable de surchauffe si, en période de plein emploi, la demande augmente plus rapidement que la capacité de production dans un nombre croissant de secteurs ou si, en cas de pénurie de main-d'oeuvre, l'accroissement de la demande étrangère s'accompagne du développement rapide des investissements et de la demande de consommation à l'intérieur du pays. La capacité de croissance réelle de notre production intérieure est évaluée à 3 - 4 % par année. Actuellement, l'accroissement nominal de la demande étrangère, de la demande de consommation et des investissements dépasse cette limite.

Comme notre économie est devenue plus vulnérable à l'inflation, nous devons intervenir plus rapidement que par le passé pour enrayer une expansion excessive de la demande. Cette nécessité résulte aussi du fait que l'efficacité des mesures qui peuvent être adoptées est inversement proportionnelle à l'élan pris par la conjoncture et qu'une expansion sans contrainte provoque avec le temps, dans le développement des régions, des distorsions qui compliquent encore politiquement et

et économiquement une lutte tardive contre la surchauffe.

Nous avons préparé un projet de mesures monétaires destinées à combattre une expansion excessive de la demande. La date à laquelle nous commencerons à en discuter avec les banques est déjà fixée. Nous savons par expérience que ces pourparlers dureront un certain temps. Pendant ce temps, l'évolution de la conjoncture continuera de se préciser.

Etant donné les perspectives d'évolution de la conjoncture, les moyens dont nous disposons ne permettront guère de sauvegarder la stabilité relative des prix qui existe actuellement. En revanche, il semble davantage possible de défendre notre capacité de concurrence.

Une expansion excessive de la demande ne peut se faire sentir pleinement sur le marché que si la masse de monnaie et de crédit s'accroît de façon exceptionnelle. Dans la première partie de notre exposé consacrée à l'évolution de la conjoncture, nous avons déjà signalé la nette expansion du volume des crédits des grandes banques.

Le développement des exportations contribue à cette évolution, car il faut des fonds supplémentaires pour payer les salaires, les matières premières, les fournitures et pour accorder des crédits à la clientèle. Ainsi, à partir d'un certain point, l'expansion de l'industrie d'exportation dépend de l'obtention de nouveaux crédits, bien qu'il y ait dans ce domaine de grandes différences d'une branche à l'autre.

Il est donc erroné de prétendre, comme on le fait souvent, que l'industrie d'exportation échappe complètement aux restrictions de crédits. A vrai dire, en Suisse, la limitation des crédits n'est jamais appliquée avant que l'expansion du volume des prêts soit excessive, ce qui se produit seulement lors-

que les investissements ont pris une grande ampleur. C'est pourquoi les poussées d'expansion provenant du développement des exportations ne peuvent normalement être refrénées par des mesures monétaires qu'après qu'elles ont déclenché la reprise des investissements. C'est alors que s'amorce le processus cumulatif d'expansion de l'évolution intérieure qui, temporairement, et contrairement aux exportations, est plutôt stimulée que freinée par la hausse des coûts.

C'est précisément cette évolution que l'on peut freiner en restreignant l'approvisionnement de l'économie en monnaie et en crédits. On parvient également, à ce stade, à refréner la propension aux investissements dans l'industrie d'exportation.

Les restrictions de caractère monétaire doivent ainsi exercer sur l'économie intérieure la même influence modératrice que la hausse excessive des coûts sur l'industrie d'exportation.

4. Nature des mesures applicables

Dans l'exposé des mesures monétaires applicables pour refréner l'expansion de la conjoncture, nous partons de l'idée qu'il sera possible de conclure, comme prévu, au cours des mois prochains, un accord-cadre entre l'Association suisse des banquiers et la Banque nationale au sujet des moyens d'action de la banque d'émission.

Cet accord permettrait de mettre en vigueur, en perdant un peu moins de temps, les avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements bancaires et, le cas échéant, la limitation des crédits.

Lorsqu'il est question d'appliquer des mesures monétaires restrictives, on pense généralement à neutraliser tout d'abord une partie de la monnaie qui est créée par la banque

d'émission et que les banques conservent comme disponibilités. Cette neutralisation de fonds restreint la base de l'expansion des crédits et de la création de monnaie scripturale.

A notre avis cependant, une telle mesure ne saurait avoir un caractère prioritaire aussi longtemps que le marché des euro-devises attire, grâce à ses taux records, des fonds d'un montant probablement supérieur à celui que nous pourrions neutraliser en prenant des mesures adéquates.

Toutefois, l'attraction exercée par le marché des euro-devises ne ferait pas obstacle à une expansion excessive du crédit en Suisse. Elle empêche simplement les banques d'encourager leur clientèle suisse à leur demander des crédits. Mais dans la mesure où la clientèle suisse présente spontanément des demandes de crédit bancaire, la concurrence entre les banques et le souci des établissements bancaires d'améliorer la répartition de leurs risques font que ces demandes sont régulièrement satisfaites. Dans les conditions actuelles - caractérisées en particulier par l'ampleur des ressources dont le système bancaire dispose à l'étranger pour compléter ses liquidités - il faudrait beaucoup de temps pour que des mesures de neutralisation produisent l'effet désiré, à supposer qu'elles y parviennent.

La situation serait toute différente si les milieux financiers étrangers procédaient à des conversions massives de devises en francs suisses en vue de faire des placements dans notre pays, c'est-à-dire si le marché des euro-devises perdait sa force d'attraction. Dans ce cas, il faudrait s'efforcer de neutraliser des fonds en appliquant tous les moyens dont nous disposons (octroi de garanties de change destinées à faciliter les exportations de fonds, autorisation d'un nombre accru d'emprunts étrangers par obligation, libéralisation des conditions de placement d'autres titres étrangers en francs suisses, émission de

bons de stérilisation, constitution d'avoirs minimaux sur accroissement des engagements etc.)

Depuis assez longtemps déjà, nous sommes en pourparlers avec l'Association suisse des banquiers au sujet d'une convention qui permettrait, en cas d'afflux massif de fonds étrangers, de neutraliser complètement leur contrevaieur en francs suisses. Nous espérons que cette convention pourra être conclue prochainement.

On voit qu'actuellement, le problème principal ne réside pas dans une surabondance des disponibilités bancaires en francs suisses. Les banques ont cependant en tout temps la possibilité de s'en procurer en rapatriant des fonds. Par conséquent, en Suisse comme dans de nombreux autres pays, c'est la limitation de l'accroissement des crédits qui entre avant tout en ligne de compte. Nous envisageons une limitation globale de l'accroissement des crédits sur la base du chiffre moyen de ces deux dernières années ; à ce chiffre moyen, on ajouterait une certaine marge pour tenir compte des promesses de crédit que les banques ont déjà accordés et de l'accélération de l'expansion des crédits durant la seconde année de référence. La répartition du volume global entre les banques pose des problèmes complexes en raison des différences que les banques présentent aussi bien en ce qui concerne la nature de leurs activités que leur dynamisme.

Comme les pourparlers à ce sujet avec l'Association suisse des banquiers vont s'engager ces prochains jours et que nos propositions ont été formulées de façon assez large pour permettre une discussion, il serait prématuré de donner aujourd'hui de plus amples détails sur ce sujet.

Il faut toutefois se rendre compte que dans les conditions actuelles, il existe des possibilités non négligeables d'éluder la limitation des crédits. Certaines de ces possibilités sont ouvertes plus largement aux grandes qu'aux petites entreprises, mais comme le recours à ces moyens parallèles de financement soulage d'autant le marché du crédit, les petites entreprises en bénéficient indirectement.

Certaines possibilités d'éluder les restrictions de crédit résultent notamment du fait qu'en période de surchauffe, l'économie peut réduire son degré de liquidité parce que les marchandises se vendent plus facilement et qu'elles peuvent assurer en partie la fonction de disponibilités monétaires. D'autre part, il est possible de recourir à certains succédanés monétaires comme la lettre de change. C'est plus particulièrement le cas lorsque le marché des capitaux reçoit des apports de fonds de l'étranger (rapatriement de fonds). Les grandes entreprises ont en outre la faculté de se financer sur le marché des euro-devises. Cependant, aussi longtemps que les différences de taux d'intérêt resteront aussi importantes qu'aujourd'hui, elles n'useront guère de cette faculté.

Les restrictions de crédit doivent être modérées, puisqu'il est facile de les éluder. Pour qu'elles soient tout de même efficaces, elles doivent être adoptées assez tôt et complétées dans la mesure du possible par d'autres mesures destinées à refréner la demande. Les finances publiques ont à jouer un rôle de premier plan dans ce domaine. La Confédération a déjà déclaré qu'elle s'efforcera de parvenir à un boni substantiel en 1970, afin de contribuer à réduire la demande globale. Avec notre appui, elle s'efforcera également d'amener les cantons et les communes à mieux adapter leur politique budgétaire à l'évolution de la conjoncture. Il faudrait pour

le moins que l'accroissement des recettes dues à l'amnistie fiscale et aux nouvelles taxes ne servent pas à financer des dépenses supplémentaires pendant la période de surchauffe, mais qu'elles soient au contraire affectées à l'amortissement des dettes publiques ou, autant que possible, stérilisées.

Plus la contribution des pouvoirs publiques à la lutte contre la surchauffe sera importante, plus l'efficacité des restrictions monétaires s'en trouvera renforcée.