

## E x p o s é

sur la situation économique et monétaire  
présenté à la séance du Conseil de banque du 12 juin 1970

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

---

### L'évolution de l'économie mondiale

Aux Etats-Unis, l'activité économique a fléchi à vue d'oeil au cours des mois passés. Dernièrement, les signes d'un revirement des esprits à propos de la conjoncture se sont accumulés. Dans les autres pays industrialisés, la haute conjoncture se maintient sans fléchissement notable. Les mesures prises jusqu'ici pour l'endiguer n'y changent pas grand'chose. Contrairement à des prévisions antérieures, on estime aujourd'hui possible que le taux d'accroissement réel du produit national brut en Europe ne soit guère inférieur pour l'année en cours à ce qu'il était l'année dernière (5 % contre 5,5 %). Ce fléchissement est dû davantage à la capacité d'adaptation limitée de l'offre qu'à la régression de la demande.

Partout les tendances inflationnistes se sont considérablement renforcées au cours des premiers mois de cette année. Même aux Etats-Unis, les prix à la consommation continuent de monter. Ce qui frappe le plus dans l'évolution récente, c'est sans doute la vague de majorations progressives des salaires qui, dans des pays tels que la Grande-Bretagne, l'Italie, la République fédérale d'Allemagne et le Japon, ont augmenté d'environ 15 à 20 %. La hausse des salaires, largement répandue, qui ne déploiera tous ses effets qu'au cours des prochains mois, va encore renforcer l'excédent de la demande puisque, dans la plupart des pays, la capacité de production touche à sa limite alors que sévit la pénurie de main-d'oeuvre. Cela permettra aux chefs d'entreprises de reporter plus aisément sur les prix les charges salariales accrues. La volonté de faire obstacle à la diminution du pouvoir d'achat paraît faiblir en bien des endroits. Les augmentations de prix et de salaires dans les pays partenaires servent d'excuse au laisser-aller chez soi, car les majorations de prix et de coûts ne semblent pas menacer la force concurrentielle du pays tant qu'elles ne dépassent pas celles de l'étranger.

Nous sommes aujourd'hui en face d'une accélération mondiale de la spirale inflationniste, dont les conséquences fâcheuses causent de l'inquiétude. Non seulement elles faussent le jeu des forces à l'oeuvre sur le marché, mais elles perturbent tout le domaine des relations sociales. Il est dès lors regrettable qu'actuellement, trop de gouvernements renoncent, pour des raisons électorales, à prendre des mesures plus énergiques pour combattre l'inflation. On s'en remet plus que jamais à la seule politique monétaire et de crédit des banques centrales. Or les expériences faites ont montré à satiété que, réduites à elles-mêmes, les mesures monétaires n'ont qu'une efficacité limitée.

Aux Etats-Unis, l'activité économique a fléchi graduellement depuis le troisième trimestre de l'an dernier, sans que cela ait vraiment freiné le développement inflationniste des salaires et des prix. La politique de crédit restrictive appliquée par les autorités monétaires et la hausse des taux d'intérêt ont provoqué, en particulier, une diminution de la construction de logements. La vente de biens de consommation durables tels qu'appareils de télévision et automobiles, a nettement diminué. Le gouvernement a refréné sensiblement l'expansion des dépenses publiques. Dans diverses branches de l'industrie qui dépendent dans une large mesure des commandes de l'Etat, en particulier dans celle de l'exploration spatiale, cette politique restrictive s'est fait sentir. Le taux de chômage a rapidement augmenté au cours des derniers mois; il a atteint 4,8 % en avril.

Malgré ce fléchissement indéniable des forces d'expansion, le coût de la vie comme les dépenses d'investissement pour l'appareil de production ont continué jusqu'ici d'augmenter. En avril, l'indice des prix à la consommation a marqué un nouvel accroissement record de 7,2 % par rapport à l'année précédente. Il semble toutefois que, dans le secteur des prix de gros, la poussée a déjà commencé de faiblir considérablement.

Jusqu'à la fin de mars, les milieux officiels estimaient que le ralentissement graduel de la croissance économique aux Etats-Unis atteindrait prochainement le degré d'équilibre voulu. On croyait aussi que la poussée inflationniste des prix se relâcherait, fût-ce avec quelque retard. Une légère reprise de l'activité économique sans impulsions inflationnistes serait alors possible dès le deuxième semestre. Au cours du mois d'avril se sont toutefois produits divers événements qui ont amené même les milieux officiels à douter que le cours pris par l'économie puisse répondre à cette attente. A la suite d'une grève des fonctionnaires postaux, le gouvernement s'est vu obligé d'augmenter substantiellement les traitements de tous les fonctionnaires, ce qui a mis en péril l'équilibre budgétaire recherché. L'évolution en Extrême-Orient et les troubles qui s'en

sont suivis dans les universités américaines, les bénéfiques en baisse, voire les pertes qu'accusent les bilans de nombreuses entreprises américaines, la déception causée par la persistance de la tension dans le secteur du crédit et par le maintien de taux d'intérêt élevés, ainsi que d'autres facteurs, paraissent avoir déclenché une certaine crise de confiance qui, sur le plan économique, s'est traduite de façon manifeste dans la forte chute des cours en bourse. Certes, l'inquiétude a beaucoup diminué entre temps et les cours en bourse se sont notablement rétablis. Il reste néanmoins impossible de prévoir si les derniers événements ne sont qu'un phénomène passager ou s'ils marquent, dans le climat économique des Etats-Unis, un tournant qui aurait mis fin à la mentalité inflationniste à laquelle paraissait se heurter une politique de modération graduelle et presque indolore de la conjoncture. C'est pourquoi l'on ne saurait dire pour l'instant si la conjoncture va continuer de fléchir pour aboutir à une accalmie du boom des investissements et de la poussée des prix, ou si, appuyée par des mesures d'expansion, l'économie ne va pas connaître un nouvel essor durant le second semestre avant que l'actuelle inflation soit vraiment arrivée à son terme. Contrairement aux intentions de l'administration, qui envisageait un excédent de recettes, le compte d'Etat de 1969/70 se solde par un déficit, et il a déjà fallu inscrire au budget de l'année fiscale 1970/71 un déficit au lieu de l'excédent prévu. Les autorités monétaires ont déclaré jusqu'ici qu'en dépit de certains allègements, elles entendaient pour l'instant poursuivre leur politique de restrictions. Vu l'importance considérable que présente l'économie américaine pour le reste du monde, il sera bon, au cours des prochains mois, de vouer une attention spéciale à son évolution.

En Grande-Bretagne, la croissance économique s'est beaucoup affaiblie au cours de l'année passée (taux d'accroissement du produit national brut en valeur réelle, + 1,7 % en 1969, contre 2,7 % en 1968). Outre le ralentissement des dépenses privées de consommation, c'est surtout le recul des investissements de placement qui est à l'origine de cette situation. La diminution de la demande intérieure a permis un accroissement vigoureux des exportations et une amélioration substantielle de la balance commerciale. De très importantes hausses de salaires et de traitements font que l'on doit s'attendre pour l'année en cours à une forte augmentation de la demande intérieure et, d'une manière générale, à un taux de croissance plus élevé. Le gouvernement britannique a renoncé dans les derniers mois à influencer de quelque façon que ce soit l'évolution des revenus. En raison de la progression réjouissante de la balance des paiements, les restrictions de politique monétaire et de crédit ont été atténuées ces derniers temps. Cela devrait stimuler surtout les investissements de l'économie privée, qui avaient régressé. Il est remarquable que le nombre de chômeurs

ait augmenté et atteint le niveau extraordinairement élevé de 617 000. On pourrait penser que la forte augmentation des salaires a poussé les entreprises à économiser de la main-d'oeuvre en prenant des mesures de rationalisation et que cela a accru le nombre des chômeurs. L'évolution des salaires au cours des derniers mois pourrait jeter une ombre sur le développement si réjouissant de la balance commerciale et de celle des revenus.

Dans les mois passés, l'économie française a réussi à revenir de la surchauffe conjoncturelle à un meilleur équilibre, à l'intérieur comme à l'extérieur. Depuis l'automne dernier, l'expansion excessive de la demande intérieure a repris peu à peu un rythme normal. En revanche, les exportations sont en train de monter rapidement, stimulées dans une large mesure par la forte expansion conjoncturelle dans les autres pays de la CEE. Comparés à ceux de l'étranger, les prix ont évolué jusqu'ici d'une façon relativement favorable. En France également, la tendance à de plus fortes hausses de salaires donne quelque inquiétude. Le marché de l'emploi est très tendu. Le gouvernement s'efforce, par une politique prudente en matière de budget et de crédit, de préserver l'équilibre atteint.

En République fédérale d'Allemagne, on n'a encore décelé jusqu'ici aucun relâchement des fortes poussées d'expansion. Certes, le rythme de croissance s'est un peu ralenti ces derniers temps, mais cela paraît dû davantage à la surcharge progressive de l'appareil de production et du marché de l'emploi qu'à un fléchissement de la demande. Dans l'industrie comme dans le bâtiment, les carnets de commandes ont plutôt augmenté. Les poussées d'expansion proviennent non seulement de la demande d'exportation, qui reste élevée, mais surtout du secteur interne de la construction. Les prix montent. En avril, l'indice des prix à la consommation dépassait de 3,8 % le niveau de l'année précédente. Au cours des derniers mois, les salaires ont augmenté de façon tout à fait inusitée. De mars 1969 à mars 1970, les gains horaires ont progressé de 15 %. Diverses branches importantes de l'économie ont concédé des majorations de salaires de 8 à 12 %. Le gouvernement a renoncé jusqu'ici à prendre des mesures fiscales pour refréner l'évolution inflationniste bien que la loi dite de stabilité l'y autorise. Il s'est efforcé de comprimer les dépenses de l'Etat en dressant des budgets à options et en ajournant les dépenses. Mais ce sont les mesures monétaires et de crédit de la Bundesbank qui constituent actuellement le plus clair de la politique destinée à tempérer la conjoncture. En renforçant sa politique d'escompte et de réserves minimales, la banque centrale a cherché à limiter l'expansion monétaire de la demande. Le puissant reflux de fonds à l'étranger après la réévaluation du mark a d'abord favorisé ces efforts en causant au début de l'année un

fort resserrement des liquidités. La hausse des taux d'intérêt à l'intérieur, provoquée artificiellement, a cependant incité les entreprises allemandes à se procurer des fonds sur l'euro-marché, ce qui a de nouveau restreint l'efficacité des mesures monétaires de la Bundesbank.

L'économie de l'Italie se trouve aussi dans une phase de forte expansion. Au cours de l'année écoulée, le produit national brut a atteint un taux de croissance nominal de 14 % et augmenté de 7 % en valeur réelle, bien qu'à partir de l'automne le développement économique ait été entravé par une vague de grèves. La situation politique est instable et l'agitation sociale ne se relâche pas. Les syndicats ont obtenu des augmentations de salaires massives. Pour l'instant, la hausse des prix, mesurée à l'indice des prix à la consommation, est encore relativement modérée. En 1969, l'indice a augmenté de 4,2 % "seulement". On constate cependant ces derniers temps que la hausse s'accélère, et cela semble devoir continuer dans les prochains mois. La force concurrentielle de l'Italie ne paraît encore pas sérieusement compromise par l'évolution sociale. Il est évident que d'importantes réserves ont permis d'accroître la productivité. De plus, la réévaluation en République fédérale d'Allemagne et les majorations de salaires dans d'autres pays qui sont des clients importants ont empêché cette position concurrentielle de se dégrader. Il vaut la peine de retenir que, comme ils l'ont d'ailleurs fait dans d'autres pays, les syndicats tirent argument de ces augmentations des coûts à l'étranger en faveur de leurs revendications salariales.

Au Japon, la haute conjoncture continue. Si les poussées expansionnistes se concentraient jusqu'ici sur la demande d'exportation et les investissements, c'est surtout la demande privée de biens de consommation qui a augmenté ces derniers temps. Les salaires dans l'industrie montent rapidement. Le niveau des prix s'est fortement élevé (indice des prix à la consommation en 1969 + 6,4 %). La Banque du Japon a donc pris des mesures restrictives (limitation de l'accroissement des crédits).

Au Canada, la surchauffe conjoncturelle, liée à une forte hausse des prix, est aussi en vedette. Non seulement l'évolution de la balance des paiements, mais aussi, et dans une forte mesure, les tendances inflationnistes qui se font jour, ont incité, au début de juin, les autorités à laisser passagèrement le cours du dollar canadien dépasser le seuil d'intervention.

Il n'est pas possible d'analyser ici les tendances qui se sont manifestées dans de plus petits pays d'Europe; dans l'ensemble, elles ne se distinguent que par des nuances de la situation chez leurs grands voisins.

## La situation monétaire internationale

La détente et l'apaisement survenus dans la situation monétaire après les modifications de parités opérées l'automne dernier en France et en République fédérale d'Allemagne se sont maintenus sur toute la ligne durant les mois passés. Après le cours capricieux, marqué par une nervosité et une insécurité constantes ces dernières années, la situation monétaire internationale a évolué très calmement ces tout derniers temps, sous l'effet conjugué de facteurs divers.

Il convient de relever en premier lieu l'amélioration des balances des paiements de quelques importants pays industrialisés. Ce qu'il faut surtout retenir, c'est que la Grande-Bretagne a réussi, après des années d'efforts, à réaliser un excédent notable dans sa balance des paiements. La balance des services avait déjà pris un cours favorable durant les premiers mois de l'année dernière et la balance commerciale, de son côté, s'est soldée au deuxième semestre par des excédents progressifs. Comme, en même temps, les mouvements de capitaux devenaient positifs et que, en particulier après la réévaluation du mark, des fonds importants refluaient vers la Grande-Bretagne, la balance des paiements s'est soldée en 1969 par un excédent de 1 366 millions de dollars. Alors qu'il y a une année le gouvernement britannique, d'entente avec le Fonds monétaire international, s'était fixé pour but un excédent de 720 millions de dollars pendant l'année fiscale avril 1969/mars 1970, il a pu enregistrer un solde actif presque double (1,3 milliard de dollars).

Ce développement étonnamment favorable a permis aux autorités monétaires britanniques de rembourser presque tous les crédits monétaires à court terme que leur avaient accordés les banques centrales. Dans l'ensemble, la Grande-Bretagne a pu amortir de plusieurs milliards de dollars les aides financières qu'elle avait obtenues. Il lui reste à rembourser en particulier les crédits à moyen terme qu'elle avait obtenus ces dernières années du Fonds monétaire.

Le revirement de la balance britannique des paiements a été favorisé par un concours de circonstances particulièrement propices - essor vigoureux du commerce mondial, revenus élevés des investissements à l'étranger, entre autres - qui pourrait difficilement se reproduire dans la même mesure cette année. Aussi les autorités britanniques comptent-elles avec un excédent beaucoup plus faible qu'en 1969. La forte reprise de la demande intérieure, consécutive aux majorations de salaires exceptionnellement élevées dont il a déjà été question, suscite cependant quelque souci. Depuis le mois de février, l'excédent de la balance commerciale est en léger recul, tant à cause de l'augmentation rapide des importations que de la diminution

des taux d'accroissement des exportations. Il faut vivement espérer que l'assainissement de la balance britannique des paiements, réalisé après de longues années, ne sera pas qu'un feu de paille.

Au cours des mois passés, la situation monétaire de la France s'est normalisée plus rapidement qu'on ne s'y attendait. Dans ce pays également, des fonds importants sont rentrés après la réévaluation du mark. La balance commerciale s'est progressivement améliorée et présente un léger solde actif depuis mars de cette année. Grâce à cette évolution favorable, les autorités monétaires ont été en mesure de rembourser tous les crédits à court terme des banques centrales qu'elles avaient dû solliciter après la crise du début de l'été 1968. Comme la Grande-Bretagne, elles n'ont plus à rembourser au Fonds monétaire international que des crédits à moyen terme. Leur montant est à vrai dire limité.

Ainsi qu'on l'a déjà signalé, la République fédérale d'Allemagne a vu sortir dans les mois qui ont suivi la réévaluation du mark une masse extraordinaire de fonds qui avaient afflué dans le pays à la faveur des longs débats publics sur l'opportunité d'un changement de parité. Cela a provoqué une diminution importante des réserves monétaires. Entre la fin de septembre 1969 et le début de février 1970, la Bundesbank a perdu, - sans tenir compte de la perte comptable due à la réévaluation - , pour 19,4 milliards de marks, soit 42 %, en chiffre rond, de ses réserves monétaires. Il est certain que le reflux de devises de la République fédérale a contribué de façon décisive à détendre la situation monétaire internationale puisqu'il a profité non seulement au marché des euro-dollars, mais aussi aux réserves monétaires de diverses banques centrales telles que celles de la France et de la Grande-Bretagne.

Après ce retrait massif de fonds spéculatifs, il est apparu clairement que la balance allemande de base (balance des revenus et mouvements de capitaux à long terme) était devenue passive depuis 1968 en raison du volume exceptionnel des exportations de capitaux à long terme. Le fort afflux de fonds spéculatifs a fait qu'on ne s'en est guère avisé jusqu'à la réévaluation. On a d'abord craint, ici ou là, que les fortes exportations de capitaux des derniers temps durent encore longtemps et, avec la réduction recherchée de la balance des revenus, conduisent à un gros déficit de la balance des paiements. Toutefois, dès février, les exportations de capitaux à long terme ont beaucoup diminué. De plus, l'excédent de la balance commerciale et de celle des revenus n'a pas, comme on s'y attendait, baissé après la réévaluation. Durant les quatre premiers mois de 1970, la balance commerciale a présenté un solde actif de 4,1 milliards de marks, soit exactement autant qu'un an auparavant. Il semble que si la réévaluation, renforcée par



des augmentations massives de salaires, a entamé la force concurrentielle de la République fédérale d'Allemagne, elle n'a pas entraîné de véritables pertes d'exportations. Elle a dû être compensée en partie par une compression des marges de bénéfices. D'ailleurs, les augmentations de salaires extraordinairement fortes qui ont été concédées dans des pays qui sont d'importants partenaires commerciaux paraissent déjà avoir neutralisé en partie l'atteinte portée à la position concurrentielle de l'Allemagne. Les expériences les plus récentes ont en tout cas renforcé la crainte que des réévaluations effectuées par des pays importants pour faire face à des excédents de la demande étrangère ne provoquent un relâchement de la discipline économique dans les pays voisins. Les importantes revendications de salaires présentées dans différents pays en relations commerciales avec la République fédérale d'Allemagne s'appuient, comme on l'a déjà relevé, sur l'argument que la réévaluation allemande écarte le danger que la force concurrentielle de ces pays ne diminue, mais cela contrecarre du même coup le but de la réévaluation, qui consiste à réduire l'excédent de la balance allemande des revenus.

A côté du recul des exportations de capitaux à long terme et de la persistance des excédents de la balance des revenus, un nouvel afflux de capitaux à court terme s'est produit durant les deux derniers mois; il a été provoqué cette fois par l'absorption de fonds du marché des euro-devises par des entreprises allemandes qui cherchent de la sorte à échapper au resserrement du marché national de l'argent. C'est ainsi que, de février à avril, la balance allemande des devises a présenté à nouveau des soldes actifs.

En dépit du solde actif de la balance des revenus, la balance des paiements de l'Italie s'est bouclée l'an dernier par un déficit de 870 milliards de lires. Afin d'endiguer un exode croissant de capitaux, les autorités ont pris au début de l'année diverses mesures dont les effets se sont déjà fait sentir. Bien que l'excédent de la balance des revenus se soit amenuisé, la balance générale des paiements s'est, pour la première fois en mars, soldée de nouveau par un léger excédent. Ainsi, les autorités italiennes ont réussi jusqu'ici à maintenir dans des limites supportables les effets de l'agitation sociale persistante et de la forte expansion des salaires et de la demande sur la position monétaire du pays.

Alors que l'on constate ces derniers mois en Europe une évolution réjouissante vers des balances des paiements mieux équilibrées, et en Grande-Bretagne, un excédent longtemps attendu, le Japon et surtout le Canada ont enregistré des excédents extraordinairement élevés. Le gouvernement japonais s'efforce d'équilibrer la situation en remboursant des crédits étran-



gers et en stimulant l'exportation de capitaux. Les autorités japonaises sont restées jusqu'ici très réservées envers les demandes tendant à libéraliser les importations. Au début du mois, le Canada a libéré temporairement le cours du change; il s'efforce de limiter les excédents de la balance des paiements par la hausse de ce cours.

Au cours du premier trimestre, la balance des paiements des Etats-Unis s'est fortement dégradée. On sait que, l'an dernier, l'absorption par des banques et des entreprises américaines de fonds importants du marché des euro-dollars avait compensé le déficit de la balance de base. Mesurée aux engagements à court terme des Etats-Unis envers des autorités monétaires étrangères ("on official settlements"), la balance américaine des paiements avait même présenté un solde actif en 1969. Il est hors de doute que cet afflux d'euro-dollars aux Etats-Unis avait fortement contribué à apaiser la situation monétaire internationale. Cette évolution avait permis aux autorités monétaires américaines de renforcer sensiblement leurs réserves.

La balance commerciale et celle des revenus ne se sont pas notablement améliorées. En revanche, l'afflux de capitaux étrangers a fortement diminué, partie à cause des ventes importantes de titres américains en possession étrangère, partie du fait que les banques américaines ont moins absorbé d'euro-dollars. Ainsi, au premier trimestre, non seulement la balance des liquidités, mais aussi la balance "on official settlements" se sont soldées par un déficit élevé. Si cette tendance devait persister les mois prochains, cela pourrait susciter de nouveaux problèmes dans les relations monétaires internationales. La situation est cependant meilleure que les années précédentes, car de nombreux pays qui ont subi l'an passé des pertes de devises ne devraient pas considérer d'un trop mauvais oeil un accroissement de leurs réserves en dollars, pour autant qu'il n'excède pas certaines limites. En outre, les Etats-Unis sont désormais en mesure d'utiliser leurs droits de tirage spéciaux pour équilibrer leur balance des paiements ou racheter des dollars à l'étranger. Ils ont déjà usé récemment de cette possibilité envers la Belgique et les Pays-Bas. Enfin, la dissolution du pool de l'or en 1968 et surtout la convention passée en décembre dernier avec l'Afrique du Sud concernant la vente d'or frais au Fonds monétaire international au cas où le prix du marché dépasserait 35 dollars a miné en bonne partie le terrain d'une spéculation sur l'or dirigée contre le dollar. Cela n'exclut cependant pas que, si la balance américaine doit de nouveau se dégrader d'une façon massive, la méfiance à l'égard du dollar se ravive et qu'il puisse en résulter des conversions dans d'autres monnaies, ce qui pourrait susciter une fois de plus de l'agitation et de l'insécurité sur le front

monétaire international.

Actuellement, le danger principal causé par le déficit de la balance américaine des paiements réside certainement dans le fait qu'un fort afflux de dollars dans les banques centrales de divers pays rendrait plus difficile la lutte contre la surchauffe conjoncturelle. Aujourd'hui, les mesures prises contre la surchauffe se limitent presque exclusivement au secteur monétaire. C'est pourquoi les efforts des autorités américaines pour refréner la surchauffe dans leur propre pays et pour améliorer leur balance des paiements demeurent de la plus grande importance pour le reste du monde.

La satisfaction que procurent l'apaisement et la normalisation de la situation monétaire internationale ces derniers mois ne permet nullement de croire que les problèmes monétaires internationaux sont quasiment résolus une fois pour toutes. Un regard sur les différents facteurs qui ont contribué à cette détente et sur les tendances qui commencent à se manifester montre plutôt qu'il faudra prochainement redoubler d'efforts pour maintenir l'équilibre économique si l'on veut éviter que la stabilité monétaire relative ne soit de nouveau mise en péril. Ce sont surtout les augmentations de salaires concédées dans une série de pays qui menacent de remettre en question l'ajustement récent des parités et de contraindre le reste du monde à subir des taux d'inflation toujours plus élevés. Les résultats atteints jusqu'ici font douter que les méthodes techniques visant à une plus grande flexibilité des cours de change, discutées actuellement dans le cadre du Fonds monétaire et du Groupe des Dix, permettent de résoudre les problèmes d'ajustement. Sans compter que la mise en oeuvre de ces méthodes paraît problématique, une telle solution ne pourrait intervenir qu'au prix d'une désintégration croissante des relations économiques et financières. Ces propositions présentent d'ailleurs une certaine contradiction avec les efforts, considérablement intensifiés ces derniers temps, en vue de promouvoir l'intégration dans le cadre de la CEE, précisément dans le domaine des relations monétaires, en introduisant des cours rigides ou tout au moins en réduisant les marges afin d'en arriver dans la prochaine décennie à une union monétaire et économique proprement dite.

#### La situation économique en Suisse

L'économie suisse continue de participer à l'expansion, accompagnée de fortes hausses de salaires et de prix, qui règne dans la plupart des pays comptant parmi ses principaux partenaires. La demande d'exportation, toujours forte, se complète de plus en plus par la demande intérieure. Il est vrai que jusqu'ici celle-ci se concentrait avant tout sur le secteur

des investissements. La demande privée de consommation n'a pris pour l'instant qu'une extension modérée.

Dans son ensemble, la demande d'exportation ne paraît guère avoir fléchi au cours des premiers mois de l'année. L'évolution de la conjoncture dans les pays européens qui sont nos principaux clients ne permet pas d'attendre de changement décisif pour le reste de l'année en cours. Les dernières prévisions de l'OCDE confirment cette impression. De janvier à avril, la valeur de nos exportations s'est accrue de 15,2 % par rapport à la même période de 1969 (15,5 % l'année précédente). Dans la plupart des branches de l'industrie, les entrées de commandes de l'étranger n'ont pas diminué. Comme de leur côté les commandes de l'intérieur augmentent, il n'est pas surprenant que les entreprises cherchent à développer leur appareil de production en investissant davantage.

Même si les taux d'accroissement diffèrent, presque toutes les branches importantes de notre industrie participent à l'essor des exportations. L'industrie des textiles et de l'habillement est la seule où un certain fléchissement soit apparu. Il est frappant qu'en dépit de la réévaluation, l'augmentation annuelle en chiffre relatif de nos exportations en République fédérale d'Allemagne ait régressé de moitié. S'il surprend un peu au premier abord, ce phénomène est manifestement dû au fait que l'année dernière, les exportations en Allemagne avaient progressé dans des proportions tout à fait inusitées, ce qui fait paraître plus modeste le taux d'accroissement actuel. En raison du développement économique au Japon, en Grande-Bretagne, en France et en Italie déjà décrit, nos exportations dans ces pays ont augmenté durant les quatre derniers mois dans une mesure qui dépasse la moyenne. En Autriche, pays qui traverse lui aussi une phase d'expansion remarquable, nos livraisons se sont très fortement accrues. Par contre, nos exportations aux Etats-Unis n'ont que peu progressé.

Le fort accroissement des importations, survenu parallèlement à la reprise des investissements au second semestre de l'an passé, s'est encore beaucoup renforcé durant les quatre premiers mois de 1970. Au cours de cette période, les importations ont augmenté de pas moins de 32 % (12 % en 1969) par rapport à l'année précédente. L'accroissement de beaucoup le plus important concerne les biens d'investissement (52,5 %). Cela montre on ne peut plus clairement à quel point la propension aux investissements a augmenté dans notre pays. Même si on élimine les importations d'avions et de réacteurs atomiques de la valeur globale des importations, cela ne change rien à cette constatation.

Divers signes permettent de supposer que la progression surprenante des importations est due pour une part au fait que les entreprises suisses font fabriquer davantage de produits intermédiaires ou semi-ouvrés demandant assez de travail dans leurs succursales étrangères ou par des partenaires industriels d'autres pays. Une bonne partie des biens ainsi importés doit se retrouver dans ceux que la Suisse exporte. En pareil cas, l'importation accrue se traduit après quelque temps dans une hausse des chiffres d'exportations.

A côté de celle des biens d'investissement, l'importation de matières premières et de produits semi-ouvrés a, bien que dans une moindre mesure, vigoureusement progressé (+ 36 %) alors que les taux d'accroissement des biens de consommation (+ 21 %) et, en particulier, des générateurs d'énergie (+ 6 %), étaient plus faibles. Quoique les importations aient fortement progressé, l'économie n'annonce pas de grands changements dans les stocks. Ceux-ci ont peu augmenté par rapport à l'année dernière; on les tient pour suffisants, sans plus.

Le développement très divergent des exportations (+ 15,2 %) et des importations (+ 32 %) a considérablement accru, de janvier à avril 1970, le déficit de la balance commerciale, qui a atteint durant cette période 2,1 milliards de francs, contre 802 millions de francs dans la période correspondante de 1969 et 2,7 milliards de francs pendant toute l'année dernière. Il serait certes oiseux d'extrapoler simplement pour le reste de l'année 1970 à partir de l'évolution décrite, mais on peut d'ores et déjà affirmer que l'excédent de recettes de la balance des revenus, qui atteignait encore un peu plus de 2 milliards de francs en 1969, s'amenuisera fortement s'il ne se transforme pas en déficit.

L'échauffement progressif de la conjoncture est dû pour une part prépondérante à la demande d'investissements. La demande de consommation privée a progressé jusqu'ici avec une lenteur relative. Certes, l'importation de biens de consommation s'est fortement accrue dans les quatre premiers mois de l'année. Toutefois, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté de 9 % seulement en moyenne au cours du premier trimestre (7 % l'année dernière), taux qui doit d'ailleurs être un peu au-dessus de la réalité en raison des fêtes de Pâques. On doit admettre que le développement du commerce de détail a été contrarié par le temps exceptionnellement défavorable. Dans le secteur des textiles et de l'habillement surtout, les chiffres d'affaires s'en sont trouvés fortement comprimés.

La construction, elle aussi, a été entravée dans les premiers mois de l'année par les conditions atmosphériques extrêmement défavorables. Malgré cela, il s'est construit de janvier

à avril, dans les 65 villes comprises dans la statistique environ 12 % de logements de plus que l'année précédente. Durant la même période, le nombre de permis de construire des logements a augmenté de 37 %. Si l'on considère que le nombre des permis avait déjà augmenté de 30 % au deuxième semestre de l'année dernière, on peut aisément se représenter avec quelle intensité la construction va se développer dans la période d'activité fortement réduite qui reste cette année. On se plaint déjà de la difficulté croissante de trouver des ouvriers prêts à accepter de nouvelles tâches. L'excédent de la demande qui se dessine, l'augmentation des salaires (des ouvriers du bâtiment) de 10 %, en chiffre rond, depuis le début de l'année et le fort renchérissement des matériaux de construction pourraient bien déclencher dans le courant de l'année une hausse sensible du coût de la construction. Parallèlement à l'activité intense qui règne dans le secteur du logement, les investissements en construction dans l'industrie et l'artisanat augmentent comme nous l'avons relevé. Le nombre des projets de constructions industrielles annoncés à l'Inspectorat fédéral des fabriques dépassait de 8 %, au premier trimestre, celui de l'année dernière. Mesurée au cubage, l'augmentation était cependant de 54 %. Les chiffres déjà cités concernant le développement des importations de biens d'investissement montrent que les investissements d'équipement, eux aussi, s'accroissent fortement. D'après l'indice disponible, la production industrielle a progressé l'an dernier de 11 %, ce qui représente un peu plus du double du résultat de l'année précédente (+ 5 %). Au premier trimestre de 1970, le taux de croissance doit probablement être resté un peu au-dessous de celui de la période correspondante de l'année précédente (9 %). On a prévu pour cette année une augmentation de 4,6 %, en valeur réelle, du produit national brut, qui serait ainsi un peu inférieure à celle de 1969 (5,2%). Vu l'augmentation relativement faible du nombre des personnes occupées, ce taux de croissance, dû à une forte hausse de la productivité, devrait être taxé de considérable.

La tension conjoncturelle croissante se reflète dans une hausse progressive des prix de gros. A la fin d'avril, l'indice des prix de gros dépassait de 5,6 % celui d'un an auparavant. L'augmentation atteignait 8,9 % pour les marchandises importées, et 4,2 % pour les marchandises du pays. Cependant, l'indice des prix des marchandises suisses accuse pendant les quatre premiers mois de cette année une hausse plus rapide que celui des biens importés.

L'accélération du renchérissement n'apparaît pas encore nettement dans l'indice des prix à la consommation. En avril 1970, la hausse était encore de 2,6 % par rapport à avril 1969. Elle était à peu près la même qu'un an auparavant. En mai, où l'indice des loyers est fixé pour le semestre précédent, le taux de renchérissement a atteint 3,1%. On a déjà souvent exposé

au sein de ce Conseil que cet indice n'est pas un thermomètre sûr, car il n'indique la conjoncture qu'avec beaucoup de retard.

Chez nous également, une nette accélération commence à se dessiner dans le domaine des salaires. Ceux de l'industrie et du bâtiment sont montés de 3,5 % au premier trimestre de 1970, soit plus fort que jamais depuis 1960 au cours d'une si courte période. D'après les enquêtes de l'Institut de recherches économiques, il faut compter pour 1970 avec une hausse de 7,5 à 8 % du niveau des salaires industriels, soit environ 50 % de plus qu'en 1969. L'adaptation, devenue inéluctable, de la limitation du nombre des travailleurs étrangers va sans doute accentuer la poussée des salaires au cours des mois prochains. L'effectif global étant limité de façon stricte, elle pourrait s'accompagner d'une nouvelle répartition de la main-d'oeuvre et, on peut l'espérer, d'une certaine amélioration de la productivité.

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

Au cours des mois passés, l'écart entre les taux d'intérêt suisses et étrangers a graduellement diminué. Toutefois, les possibilités de placements plus rentables à l'étranger ont continué d'exercer leur attrait sur les fonds suisses comme sur les fonds étrangers qui affluent dans notre pays. Conjugué avec la demande intérieure accrue de fonds due au niveau élevé des investissements et de la construction et avec la perspective de nouvelles hausses de taux, ce phénomène a accentué au cours des mois passés le resserrement du marché des capitaux.

Les banques continuent de maintenir leurs disponibilités intérieures aussi basses que possible. Ces derniers mois, leurs avoirs en comptes de virements étaient parfois légèrement au-dessous du niveau, déjà bas, de l'an passé, bien que leurs engagements et le total de leurs bilans se fussent fortement accrus depuis lors. La liquidité intérieure a augmenté effectivement à la suite de ventes de dollars des banques à la banque centrale en février (environ 600 millions de francs) et à la mi-mai (environ 1,1 milliard de francs), tandis que l'échéance trimestrielle de fin mars était financée exclusivement par le recours temporaire au crédit de la banque d'émission (773 millions de francs) et par des swaps en devises avec la Banque nationale (1,1 milliard de francs).

Au premier trimestre, la croissance des bilans bancaires (72 banques) s'est poursuivie à un rythme qui ne s'est guère relâché (+ 4 % contre 4,6 % dans la période correspondante de l'année précédente). Une fois de plus, l'extension des opérations internationales à court terme de nos établissements de crédit en est la cause principale. Cela ne ressort pas seulement

du fait qu'engagements et avoirs en banque ont continué de s'accroître de loin le plus fortement, en chiffre relatif; les chiffres concernant le développement des créances et des engagements des banques envers l'étranger le confirment également. Depuis 1967, les relations financières de notre système bancaire avec l'étranger suivent un rythme rapide et assez constant, qui s'accélère même légèrement. Un regard sur les données trimestrielles de l'année dernière montre que les engagements tout comme les créances de nos banques envers l'étranger ont augmenté par trimestre de 2 à 2,5 milliards de francs en moyenne, les avoirs suisses un peu plus que les engagements. D'après les chiffres dont on dispose, cette tendance se serait poursuivie au premier trimestre de cette année.

On constate au premier trimestre une vigoureuse expansion des dépôts en banque à terme. Cela paraît dû non seulement à l'afflux de fonds étrangers, mais aussi au fait que davantage de fonds suisses sont ainsi placés. Une bonne partie de ces fonds ont été placés par les banques, pour leurs clients, sur l'euro-marché. La faveur toujours plus forte dont jouissent de telles formes de placements a de nouveau empêché dans les mois passés l'afflux "normal" de fonds à moyen et à long terme. Alors que l'accroissement des dépôts en caisse d'épargne atteignait encore le niveau de l'an dernier, l'afflux de fonds sur les livrets de dépôts, surtout l'émission d'obligations de caisse, ont sensiblement régressé.

Au premier trimestre, l'octroi de crédits bancaires à l'économie suisse a de nouveau contribué fortement à accroître l'actif des bilans.

Les données relatives aux 140 banques dont le bilan dépasse 100 millions de francs permettent de juger ainsi les effets actuels de la limitation d'accroissement des crédits: nous avons déjà signalé qu'au premier trimestre les crédits en Suisse s'étaient encore sensiblement accrus. On a donc parfois exprimé la crainte que la limitation ne soit pas observée. Les chiffres arrêtés à la fin de mars dont nous disposons montrent qu'il n'en est rien. Sur les 140 établissements précités, 106 n'ont pas utilisé entièrement leur quote-part, 34 ont légèrement dépassé leur limite. L'accroissement admis pour l'ensemble des 140 banques dans les huit premiers mois d'application de la convention, soit jusqu'à la fin de mars, atteignait 4 557 millions de francs. Le volume des crédits effectivement accordés n'a cependant augmenté que de 4 391 millions de francs, restant ainsi de 3 % en chiffre rond inférieur à l'accroissement admis.

Le degré d'utilisation de la quote-part a beaucoup varié selon les catégories de banques. Ainsi, à la fin de mars, les grandes banques avaient dépassé leur limite de 20 % en chiffre rond, tandis que dans les banques cantonales et locales,



l'extension effective des crédits restait inférieure d'environ 7 % à la quote-part impartie.

Si les taux d'accroissement de certaines banques n'ont pu être ramenés jusqu'à la fin de mars aux chiffres prévus, il faut voir là un phénomène de transition. Ces banques ont connu auparavant une expansion si vigoureuse de leurs crédits et elles ont dû honorer des promesses si étendues que la limitation prévue ne peut se faire qu'après un certain temps. Ces établissements devront par conséquent se montrer d'autant plus réservés ces prochains mois afin de pouvoir observer jusqu'au 31 janvier 1971 le taux d'accroissement des crédits qui leur est fixé pour cette période.

La diminution des taux d'accroissement des crédits du 1er février 1970 obligera d'ailleurs aussi les autres banques, en particulier les banques cantonales et locales qui, durant les six premiers mois, sont restées dans les limites fixées, à redoubler de prudence dans l'octroi de nouveaux crédits. La limitation des crédits n'est pas seule à les y inciter. C'est surtout l'évolution des fonds déposés par la clientèle à moyen et à long terme, à laquelle on a déjà fait allusion, qui les obligera à mettre un frein à l'octroi des crédits. Dans les huit premiers mois d'application de la convention sur la limitation des crédits, les banques cantonales, banques locales et caisses d'épargne comprises dans les statistiques mensuelles ont enregistré un afflux de nouveaux fonds du public sous forme de dépôts d'épargne, de livrets de dépôt, contre remise d'obligations de caisse et en comptes créanciers à terme atteignant à peine 2 milliards de francs, donc inférieur d'environ un tiers à celui de la période correspondante de l'an passé (3,1 milliards de francs). La situation qui régnait sur le marché des capitaux n'a pas permis non plus aux banques de compenser cette perte en contractant davantage d'emprunts par obligations et d'emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage. Il leur faudra donc, ne serait-ce que pour éviter des difficultés de consolidation, user d'une plus grande réserve dans l'octroi de nouveaux crédits.

Dans les mois passés, la situation sur le marché des capitaux a été très tendue. Bien que, compte tenu des conversions et des remboursements, le recours net au marché durant les cinq premiers mois de l'année ait été, dans l'ensemble, de 194 millions de francs plus faible que durant la période correspondante de l'année précédente, toute une série d'émissions nouvelles n'ont pas eu plein succès. Il en fut ainsi de l'emprunt fédéral de 314 millions de francs (dont 200 millions de conversions) émis dans la seconde moitié d'avril au taux de 5½ % et au cours de 98 %. En raison de cette évolution, il a fallu améliorer graduellement les conditions d'emprunt en faveur des créanciers. Au début de mai, pour la première fois, une banque cantonale est intervenue sur le marché avec un taux d'intérêt nominal de 6 %.

Alors que, de janvier à mai 1970, la mise à contribution nette du marché par des emprunts suisses a dépassé de 190 millions de francs, en chiffre rond, celle d'un an auparavant, le prélèvement net par émission d'actions a été inférieur du même montant environ. Cette régression est évidemment liée à la baisse en bourse. Enfin, durant la même période, le marché suisse des capitaux a été beaucoup moins sollicité (de 190 millions de francs en chiffre rond) par des émissions d'emprunts étrangers. La situation du marché a conduit les banques à suspendre en mai, sur la suggestion de la Banque nationale, l'émission d'obligations étrangères sur le marché suisse.

L'évolution du marché des capitaux paraît traduire une certaine réserve des investisseurs, telle qu'on l'observe régulièrement lorsque le marché se resserre et que les taux d'intérêt augmentent. La baisse des actions en bourse paraît encore avoir favorisé cette tendance.

Comme on l'a relaté ailleurs, la hausse des taux d'intérêt qui avait commencé il y a quelque temps s'est poursuivie durant les premiers mois de l'année. Dans la seconde moitié de mars, les banques ont relevé le taux d'escompte privé de  $4 \frac{3}{4}$  à  $5 \frac{1}{4}$  %. Au mois de mars, d'entente avec la Banque nationale, les taux des obligations de caisse ont en outre été relevés de  $\frac{1}{4}$  %. Ils atteignent ainsi  $5 \frac{1}{2}$  % dans les grandes banques et les banques cantonales et  $5 \frac{3}{4}$  % dans les banques locales, pour des durées de 5 ans et plus. On enregistre également une nouvelle majoration des taux d'intérêt pour les dépôts d'épargne et prêts hypothécaires. Le rendement des obligations de la Confédération a passé de 5,34 % à la fin de 1969 à 6,04 % à la fin d'avril 1970. Actuellement, il est légèrement inférieur à 6 %.

---

E x p o s é  
présenté à la séance du Conseil de banque du 12 juin 1970

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

---

2e partie

(complément oral à l'exposé écrit)

Remarques générales sur l'évolution de la  
conjoncture internationale

---

Pour ouvrir la discussion, j'aimerais me borner maintenant à souligner quelques problèmes fondamentaux qui ont été abordés dans l'exposé sur l'évolution de la conjoncture suisse et internationale.

I.

1. Ces derniers mois, le rapport entre l'offre et la demande de biens, facteur déterminant de l'évolution conjoncturelle, s'est orienté différemment de part et d'autre de l'Atlantique. Alors que l'excédent de la demande a continué de croître en Europe, ainsi d'ailleurs qu'au Japon, l'offre et la demande ont tendu à s'équilibrer aux Etats-Unis, où divers secteurs économiques semblent même disposer de réserves de capacité.
2. La hausse des coûts subsiste toutefois dans l'une et l'autre zone économique. Les Etats-Unis ne peuvent appliquer une politique de vente énergique qui refrénerait les importations et stimulerait les exportations de façon à amener une amélioration rapide et substantielle de leur balance commerciale. Cette impuissance résulte de la forte progression des salaires et de l'affaiblissement de la position concurrentielle américaine sur les marchés internationaux, par suite de l'inflation. Pour le moment donc, la production américaine ne peut guère contribuer à réduire l'excédent de la demande en Europe. Par ailleurs, la hausse accélérée des prix et des coûts en Europe atténue la pression que l'offre européenne serait à même d'exercer sur l'inflation américaine des coûts.

Tant que ces facteurs persistent, la politique conjoncturelle suisse ne peut attendre un effet de freinage efficace de la part de la production étrangère.

## II

1. Dès lors que, dans la plupart des pays, le secteur monétaire supporte l'essentiel de la lutte contre la surchauffe et l'inflation, on peut se demander si les économies nationales ne vont pas se heurter à des difficultés de financement susceptibles de modifier le cours de la conjoncture.

L'expérience démontre qu'une assez longue période de surchauffe engendre des déséquilibres qui refrenent la conjoncture. Il se forme en particulier une disparité progressive entre le volume des crédits d'investissement et le volume de l'épargne nécessaire au remboursement ou à la consolidation des crédits. Nous devons au professeur Eugen Böhler d'avoir attiré l'attention, il y a bien des années déjà, sur ce phénomène et ses conséquences possibles.

2. En période de boom, le crédit bancaire à court terme sert de plus en plus à financer provisoirement des investissements en pleine expansion; on estime en effet que les gains accrus des entreprises permettront d'amortir assez rapidement ces crédits ou qu'il sera possible de les consolider en recourant au marché des capitaux. On constate en fait que ce double espoir, s'il est généralement comblé au début de la haute conjoncture, relève ensuite, dans bien des cas, d'un optimisme exagéré.

Les coûts toujours plus élevés des salaires et des matières compriment, après un certain temps, l'accroissement initial des gains. Le remboursement des crédits bancaires en pâtit.

Comme l'épargne globale n'atteint pas le volume des crédits d'investissement, il devient plus difficile et plus coûteux de prélever des capitaux à long terme pour rembourser les crédits à court terme.

Puisque le remboursement des crédits est ralenti, les liquidités bancaires diminuent, entravant l'octroi de nouveaux crédits. Ainsi, les difficultés de financement se répercutent également sur les banques.

Les sources de financement tarissent et contraignent l'économie à restreindre ses nouveaux investissements. Des goulots d'étranglement, qu'une expansion excessive du crédit avait dissimulés pendant un certain temps, se forment fréquemment, lorsque la banque centrale applique avec énergie une politique monétaire restrictive pour lutter contre les tendances inflationnistes. Les difficultés de financement

et la hausse de l'intérêt sont alors souvent imputées à cette politique et non à l'expansion excessive du crédit et des investissements qui l'a précédée. Plus les goulots d'étranglement sont importants, plus le ralentissement des investissements devrait être sensible.

En général, la surchauffe est due principalement au gonflement excessif des investissements. Les difficultés de financement peuvent donc provoquer une accalmie conjoncturelle.

Ainsi se trouve neutralisée l'inflation de la demande, mais l'inflation des coûts persiste. Il se peut que cette dernière prenne fin d'autant plus vite que la récession est plus forte.

3. Ce qui précède nous amène à nous poser une question: la dernière phase de la surchauffe américaine, qui est apparue plus tôt qu'en Europe, n'a-t-elle pas dévoilé d'importantes difficultés de financement, qui non seulement provoquent un revirement conjoncturel aux Etats-Unis, mais pourraient encore se répercuter relativement vite sur l'économie européenne ? Cette question s'impose d'autant plus que l'évolution du marché financier américain peut agir plus rapidement sur l'Europe que le domaine des biens.

Il ressort de constatations faites récemment par les autorités monétaires américaines que des difficultés de financement conformes au schéma décrit plus haut semblent affecter aussi bien le système bancaire que le marché des capitaux des Etats-Unis.

Pour un membre du Federal Reserve Board, le premier goulot d'étranglement se situe au niveau des entreprises, d'où il s'est répercuté sur le système bancaire.

Cette même personnalité relevait encore que le gouvernement et ses agences doivent recourir au marché des capitaux bien plus qu'ils ne l'avaient prévu, ce qui renforce encore l'excédent déjà assez élevé de la demande financière. Le marché américain des capitaux ne peut donc plus répondre aux trop nombreuses sollicitations, à moins que les autorités monétaires n'assouplissent sensiblement leur politique restrictive et n'injectent des fonds pour augmenter l'offre de capitaux.

4. L'évolution qui se fait jour aux Etats-Unis tend à modérer la demande. Si les autorités monétaires de ce pays s'abstenaient, pendant quelque temps, de la modifier, cette tendance gagnerait probablement très vite l'Europe par le canal des marchés internationaux de l'argent et des capitaux.
5. Il en serait vraisemblablement ainsi, car les problèmes de consolidation devraient également s'amplifier dans les pays européens.

La pénurie de capitaux américains renforcerait la demande américaine sur les marchés des euro-devises et des euro-obligations. La hausse de l'intérêt serait stimulée, du fait surtout de la demande de capitaux à long terme. Dans la mesure où cette demande ne pourrait être satisfaite, le marché des euro-devises serait de plus en plus mis à contribution pour couvrir des impasses temporaires. Par le jeu des euro-marchés, on prélèverait encore davantage de fonds, directement ou indirectement, sur les marchés nationaux déjà tendus.

Comme, dans nombre de pays européens, la lutte contre l'inflation repose avant tout sur la politique monétaire, les banques d'émission ne s'empresseraient guère de contrecarrer le ralentissement provoqué par des difficultés de consolidation, en augmentant artificiellement la liquidité du marché.

Une crise de consolidation importée des Etats-Unis ne manquerait pas de réduire sensiblement le volume des investissements européens, ce qui pourrait déclencher, dans l'ancien monde aussi, un revirement conjoncturel.

6. D'autre part, des difficultés de consolidation américaines renforcerait la tendance à la baisse des bourses américaines.

L'expérience démontre que les bourses européennes sont très sensibles à cette tendance quel que soit le contexte économique véritable. Lorsque les cours tombent, le pouvoir d'achat de l'épargne placée en actions et en obligations diminue. Il pourrait en résulter une diminution de la propension à investir et à acheter des biens non indispensables. Cela accentuerait encore la pression que les problèmes de consolidation exercent sur la demande.

7. Ces réflexions montrent que, dans les conditions actuelles, les revirements conjoncturels se transmettent plus rapidement des Etats-Unis en Europe par le canal de la monnaie que par celui du commerce extérieur.

### III

1. La conjoncture ne pourrait évoluer dans ce sens que si les autorités monétaires américaines laissaient agir les mécanismes décrits plus haut. Il est toutefois douteux qu'il en soit ainsi, car un tel laissez faire se heurterait à une très forte opposition politique.

Beaucoup pensent que le climat politique intérieur et l'autorité érodée de l'administration américaine obligeront les autorités monétaires à effectuer des opérations massives d'open-market pour lever les difficultés de consolidation; en d'autres termes, elles devront injecter des fonds dans le système bancaire et le marché des capitaux à moyen terme, avant que l'inflation des coûts ne soit résorbée et que la balance américaine du commerce ne se soit améliorée de façon décisive.

Si tel devait être le cas, l'économie européenne ne serait pas ralentie, mais se trouverait, au contraire, à la merci de nouvelles poussées inflationnistes extérieures. Des tensions pourraient de nouveau perturber le système monétaire international. Il est dès lors risqué d'abandonner trop tôt la lutte contre l'inflation, ce dont on ne semble pas toujours avoir pleinement conscience.

2. Depuis que le pool de l'or est supprimé, depuis que les banques d'émission limitent volontairement la conversion de dollars en or afin de préserver le système monétaire international, depuis que les droits de tirage spéciaux existent, l'opinion s'est largement répandue aux Etats-Unis que le dollar est à l'abri de toute spéculation, malgré une balance des paiements fortement déficitaire et une inflation excessive. Par conséquent, la stabilité du système monétaire international serait assurée.

Il est vrai qu'à l'heure actuelle la conversion de dollars en or n'offre que peu d'intérêt. En revanche, la voie de la conversion de dollars en d'autres monnaies, plus fortes, reste ouverte. Le volume des euro-devises, qui s'est considérablement accru, élargit encore le champ pour ces conversions.

La stabilité actuelle du dollar est due avant tout à la politique monétaire restrictive des Etats-Unis, qui a obligé les grandes banques américaines à prélever d'importantes quantités d'euro-devises à des taux élevés. A l'étranger, le dollar est donc devenu une source de gain intéressante.

Cela a aussi limité l'intervention de la plupart des banques d'émission européennes sur le marché; elles n'ont dû reprendre que peu de dollars et ont même pu, quelquefois, en céder. La contraction des liquidités intérieures liée au reflux de dollars a facilité l'application d'une politique monétaire restrictive dans les pays européens. Les plaintes relatives aux effets inflationnistes de la balance américaine des paiements se sont estompées, ce qui a grandement contribué à apaiser le climat monétaire.

3. Un relâchement prématuré de la politique monétaire américaine et l'élimination des goulots d'étranglement permettraient aux banques américaines de rembourser d'importants engagements en euro-devises. Il s'ensuivrait une chute des taux servis sur ce marché. De grandes quantités de dollars pourraient prendre le chemin des pays dans lesquels les taux d'intérêt ont été maintenus, pour des raisons conjoncturelles, à un niveau supérieur à celui du marché des euro-devises. L'efficacité de la politique monétaire restrictive de ces pays serait dès lors compromise. Le caractère inflationniste du déficit de la balance américaine des paiements se préciserait et la méfiance envers la monnaie américaine pourrait de nouveau se raviver.



4. On se rendrait compte une nouvelle fois que le système monétaire international ne repose plus guère sur les quantités restreintes d'or, mais bien sur l'imposant volume de dollars, ce qui pourrait, dans nombre de pays, apporter de l'eau au moulin des partisans d'une réévaluation. Il ne faut pas sous-estimer de telles menaces; preuve en est la récente libération du cours du dollar canadien, ainsi que les déclarations de diverses instances allemandes.
5. Du fait de l'importance croissante du marché des euro-devises, toute discussion sur une réévaluation encourage la spéculation et expose le fonctionnement du système monétaire international à des dangers non négligeables. La spéculation est en état de mobiliser d'importants montants en euro-dollars qui seraient puisés avant tout dans les pays à monnaie faible. La détérioration de leur balance des paiements pourrait déclencher une spéculation simultanée sur une dévaluation.
6. En réévaluant leur monnaie, les pays qui font preuve généralement d'une grande discipline n'atténuent pas seulement la lutte contre l'inflation que mènent d'autres pays; ils y favorisent encore la hausse des prix. La disparité des coûts peut s'accroître entre les divers pays, ce qui renforcerait la tendance aux changements de parité. Or des ajustements fréquents ne font qu'entraver l'intégration économique mondiale. Ce n'est pas par hasard que la CEE cherche le moyen de les éviter entre les pays membres.
7. Les suites de la réévaluation allemande nous donnent un avant-goût de ce qui pourrait résulter d'une telle évolution. Le relèvement assez important de la parité du mark a été décidé alors que les salaires avaient commencé d'augmenter fortement. Dans toute une série de pays qui jouissaient aussi d'une position concurrentielle favorable, la hausse des prix provenant d'Allemagne a incité les syndicats à revendiquer des augmentations de salaires se situant, dans certains cas, entre 12 % et 20 %, sans commune mesure avec l'accroissement de la productivité. La tendance à l'inflation s'est ainsi sensiblement renforcée en Europe.

On constate en outre que, lorsque la hausse des prix et des salaires a droit de cité, son rythme et son niveau varient selon les pays. Ce phénomène peut également provoquer des déséquilibres des balances des paiements et engendrer des spéculations monétaires.

8. En dévaluant leur monnaie, les pays les plus touchés devraient neutraliser ces nouvelles poussées inflationnistes avant qu'elles ne s'internationalisent et ne contraignent les partenaires commerciaux à réévaluer. Cela suppose toutefois une monnaie-clé sensiblement plus solide et moins abondante qu'elle ne l'est aujourd'hui; cela suppose, en d'autres termes, une nette amélioration de la balance américaine des paiements grâce à une forte augmentation des excédents de la balance commerciale.

## IV

1. Il n'y a pas de doute que les responsables américains ont reconnu les dangers d'une évolution extrême quelle qu'elle soit.

Leurs déclarations permettent en effet de croire qu'ils sont décidés à suivre un juste milieu. Ils veulent éviter aussi bien une crise de consolidation proprement dite qu'une recrudescence de la méfiance à l'égard du système monétaire actuel.

2. Cela signifie que la lutte contre l'inflation des coûts continuera d'être souple. Les autorités manifestent l'intention de limiter l'approvisionnement en monnaie tant que la hausse des prix ne se sera pas ralentie suffisamment par suite de la diminution progressive des investissements. Elles tentent de doser cet approvisionnement de telle manière que le nombre des chômeurs ne s'élève pas rapidement à un niveau excessif et que les difficultés de financement n'atteignent pas un point critique.

La recherche du juste milieu apparaît, par exemple, dans le fait qu'au premier trimestre de 1970 le volume monétaire a été augmenté de 4 % en moyenne annuelle, alors qu'il avait presque stagné durant les mois précédents. Pour surmonter les difficultés qui se dessinaient en avril et en mai, l'accroissement annuel du volume monétaire a été porté à 10 % en avril et à quelque 9 % en mai.

L'avenir seul dira s'il est possible de rester, avec succès, dans le juste milieu jusqu'à ce que la tendance inflationniste se résorbe suffisamment et que la balance du commerce s'améliore nettement. Ce juste milieu, qui devrait se traduire par des mouvements boursiers en dents de scie, risque de s'imposer longtemps. Or, plus il se prolonge, plus les pressions politiques visant à un assouplissement des mesures devraient s'affirmer. Il ne faut pas oublier en effet que l'évolution économique ne dépend pas uniquement de la politique monétaire.

3. Les doutes qui planent sur la politique américaine du juste milieu ne permettent guère d'en apprécier les effets sur la conjoncture européenne et plus particulièrement sur la conjoncture suisse. Toutefois, l'orientation donnée à l'économie américaine exclut pratiquement, pour le moment, toute action modératrice sur l'économie européenne. Les pays européens doivent donc résoudre par leurs propres moyens le problème toujours plus lancinant de la hausse des coûts et des prix. D'autre part, les pressions politiques dont il a été question semblent infirmer la thèse soutenue parfois dans nos régions, et selon laquelle les mesures américaines antiinflationnistes provoqueraient une forte récession, voire même une crise économique qui pourrait se répercuter sur l'Europe. En tout état

de cause, on ne peut arguer d'une influence conjoncturelle prochaine de l'économie américaine, ni d'un danger de récession mondiale pour renoncer à lutter efficacement contre l'inflation en Europe.

De par sa nature, la politique américaine du juste milieu devrait contrecarrer une hausse massive des taux sur les marchés européens, et, du même coup, en empêcher une chute brusque. Aussi longtemps que l'on s'en tient à cette politique économique, le risque de nouvelles perturbations dans le secteur monétaire reste faible. Si les facteurs négatifs ne s'accroissent pas, on peut espérer, pour le moment, éviter des crises aiguës.

A plus long terme, et sous certaines conditions, il n'est pas exclu que l'économie américaine contribue à stabiliser la conjoncture européenne. Cela pourrait être le cas si, contre toute attente, la lutte contre l'inflation enregistrait rapidement de nets progrès aux Etats-Unis, tandis que la hausse des coûts et des prix se maintiendrait, voire même s'accentuerait, en Europe. Il en résulterait une sensible amélioration de la position concurrentielle des Etats-Unis, qui a perdu du terrain sur celle de ses partenaires européens. Une telle évolution - dont pâtiraient, il est vrai, la capacité concurrentielle des économies européennes et le pouvoir d'achat des monnaies européennes - compléterait les efforts insuffisants de stabilisation déployés en Europe, favoriserait le redressement de la balance américaine des paiements et renforcerait aussi bien le dollar que le système monétaire international. Toutefois, à cette hypothèse relativement favorable s'oppose le danger de voir l'inflation s'accumuler; des raisons politiques et sociales pourraient, en effet, contraindre les autorités à donner un coup de barre avant d'avoir atteint leur objectif. Point n'est besoin de démontrer encore que cette éventualité serait extrêmement préjudiciable tant à la vitalité de l'économie américaine qu'au système monétaire international.