

Exposé présenté à la séance du Conseil de banque
du 13 septembre 1968

par Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

Première partie: Information générale

1. Les tendances de la conjoncture dans le monde

La reprise de la conjoncture qui avait débuté au milieu de l'année dernière s'est poursuivie durant le trimestre dernier dans la plupart des pays industrialisés. Selon les dernières estimations, la croissance du produit social brut des pays de l'OCDE aurait atteint un taux annuel de plus de 5% au premier semestre de cette année, contre moins de 3% dans la période correspondante de l'année précédente. Ce sont certainement les Etats-Unis et la République Fédérale d'Allemagne qui ont contribué le plus à cette reprise. L'accélération de la croissance économique a entraîné une vigoureuse expansion du commerce mondial: durant les six premiers mois de cette année, le volume du commerce extérieur des pays industrialisés occidentaux s'est accru de 11% par rapport à l'année précédente.

Les mesures fiscales prises vers la fin de juin par le Congrès des Etats-Unis laissent toutefois prévoir un affaiblissement progressif de la poussée que la haute conjoncture américaine exerce sur les économies étrangères. D'autre part, le chiffre élevé des importations anglaises, qui a contribué à stimuler les exportations de nombreux pays étrangers, va certainement diminuer également. Il est encore impossible de savoir à quel moment les effets de ces facteurs de stabilisation se feront pleinement sentir et quelle incidence ils auront

sur l'activité économique mondiale et en particulier sur l'activité économique européenne. Il est difficile de savoir également jusqu'à quel point les mesures de stabilisation prises dans les deux pays anglo-saxons seront compensées par l'essor économique de l'Allemagne et par l'expansion suscitée en France par les événements du mois de mai. Les experts les plus pessimistes s'attendent à un net fléchissement de la conjoncture mondiale dans la deuxième moitié de cette année, mais si l'on se réfère aux statistiques les plus récentes, il semble plutôt que les mesures de stabilisation adoptées par les Etats-Unis et par la Grande-Bretagne n'agiront qu'avec un certain retard et que leurs effets seront atténués par des hausses de salaires. C'est pourquoi il ne faut guère s'attendre pour cette année à une baisse de la conjoncture internationale. Il est même tout à fait possible que l'an prochain les poussées conjoncturelles émanant des Etats-Unis et du Royaume-Uni subissent un déclin moins prononcé qu'on ne l'avait pensé et qu'il soit en partie contrebalancé par un regain d'activité dans les pays de la CEE.

En raison de ces tendances contradictoires, il est actuellement difficile de prévoir avec quelque certitude quelle sera la tendance générale d'évolution de l'économie mondiale. Les tensions politiques causées par les tragiques événements de Tchécoslovaquie contribuent à accroître cette incertitude.

Durant le premier semestre de 1968, l'économie des Etats-Unis a continué de se caractériser par une surchauffe de la conjoncture résultant de l'expansion continue de la demande des particuliers et de l'Etat. L'accroissement des tensions sur le marché de l'emploi a provoqué une forte hausse des salaires. La très forte progression des coûts et de la demande s'est traduite par une hausse marquée du niveau des prix. A la fin du mois de juin, les prix à la consommation

dépassaient de 4,2% le niveau qu'ils avaient atteint une année auparavant. La stabilité des prix qui avait pu être préservée pendant les années précédentes a disparu.

Les rigoureuses mesures fiscales et budgétaires adoptées à la fin du mois de juin après de longues hésitations devraient cependant déployer progressivement leurs effets au cours du 2ème semestre de cette année. La majoration de 10% de l'impôt sur le revenu et la réduction de 6 milliards de dollars des dépenses fédérales doivent entraîner une compression du déficit budgétaire de l'ordre de 20 milliards de dollars. Cela se traduira par une diminution de la demande globale correspondant en chiffre rond à 2½% du produit national brut qui devrait ralentir nettement la croissance de l'économie. Mais il faut aussi tenir compte de la hausse des revenus des salariés. Les conseillers économiques du gouvernement s'attendent toutefois à ce que le taux de croissance de l'économie tombe de 5½% à 2½% durant le second semestre de cette année. La progression de la production industrielle s'est effectivement déjà légèrement ralentie. Mais jusqu'ici le fléchissement escompté de la demande de consommation et de la demande d'investissement n'a pas eu lieu. Pour le moment l'épargne seule paraît se ressentir de la majoration des impôts qui est d'ailleurs en partie neutralisée par l'accroissement des revenus. Par conséquent, il semble que la stabilisation de la conjoncture ne sera pas encore très marquée durant la deuxième moitié de 1968 et qu'elle se fera plutôt sentir l'an prochain. L'expérience a montré qu'il faut beaucoup de temps pour freiner une expansion économique trop rapide.

L'optimisme prudent qui s'était fait jour en Grande-Bretagne et à l'étranger lorsque la hausse des impôts décidée au mois de mai avait légèrement freiné l'expansion de la demande anglaise de consommation, et que la balance commerciale s'était un peu améliorée au mois de juin, était malheureusement prématuré.

Le rythme d'accroissement du produit national brut et de la production industrielle ne diffère guère de celui des pays qui n'ont pas dévalué. Au mois de juin, la production industrielle dépassait de 4% le niveau qu'elle avait atteint une année auparavant. Le nombre des chômeurs, qui s'est élevé au mois d'août à 561 000, ou à 2,4% de la population active, a atteint son niveau le plus élevé depuis la deuxième guerre mondiale. Il se rapproche dangereusement de la limite de 700 000 qui ne saurait être dépassée pour des raisons politiques. Comme l'accroissement du chômage va de pair avec un accroissement de la production, il semble que la productivité tend à s'améliorer. Il n'en demeure pas moins que la réduction du prix des exportations anglaises due à la dévaluation a déjà été plus qu'à moitié compensée par la hausse des prix.

Le gouvernement est placé devant un dilemme, parce que les mesures restrictives n'ont pas eu jusqu'ici l'effet souhaité sur la balance commerciale et sur la balance des paiements, qu'elles rencontrent une résistance croissante en raison du chômage élevé qu'elles provoquent et qu'il devient de plus en plus difficile de les maintenir en vigueur. Il n'est pas étonnant, par conséquent, que certains milieux aient soulevé l'idée d'un contingentement direct des importations. Pourtant, une telle mesure contribuerait surtout à retarder l'assainissement de l'économie britannique et à renforcer la position de ceux pour qui la Grande-Bretagne n'est pas encore apte à entrer dans le Marché Commun.

En Allemagne, la reprise générale de la conjoncture se poursuit. Le plein emploi semble pratiquement atteint. Nombreux sont ceux qui craignent que l'essor de l'économie ne devienne trop rapide et ne risque de provoquer ainsi une nouvelle surchauffe de la conjoncture. Après les exportations, ce sont les reconstitutions de stocks et, depuis peu, les investissements

qui constituent les principaux moteurs de l'expansion de la demande. On s'attend d'autre part à un vigoureux développement de la demande de consommation durant les mois prochains.

A la fin du mois de juin, l'indice de la production industrielle était de 24% plus élevé qu'au mois de juin de l'année dernière, et au mois de juillet, les entrées de commandes dans l'industrie dépassaient de 30% environ le niveau qu'elles avaient atteint une année auparavant. Le fait qu'il n'y a pratiquement plus de main-d'oeuvre qualifiée disponible - le taux de chômage est tombé à 1% - le nombre croissant des places vacantes et la reprise de l'immigration d'ouvriers saisonniers, tout cela montre nettement que la récession est surmontée.

Le niveau des prix a fait preuve jusqu'ici d'une stabilité remarquable, mais la situation pourrait changer au cours du deuxième semestre, car les salaires effectifs augmentent plus rapidement que les salaires tarifaires.

Les autorités, comme les milieux économiques, sont partagés sur la politique économique qu'il convient d'appliquer dans cette situation.

Le fait que le projet de budget élaboré pour 1969 par le ministère des finances soit conjoncturellement neutre, aussi bien en ce qui concerne les recettes que les dépenses, permet d'entrevoir quelle sera la politique du gouvernement.

Il demeure difficile d'apprécier la situation de l'économie en France, car on manque de données décisives sur l'évolution des principaux facteurs conjoncturels depuis les troubles de mai et juin. Les pertes causées par les grèves dans l'industrie et dans le secteur de la construction sont évaluées à 3-4% de la production annuelle. L'industrie française espère qu'il sera possible de compenser jusqu'à la fin de

l'année environ 1/3 des pertes de production.

Les augmentations de salaires de 13 - 14 % accordées pendant la crise et l'accroissement du déficit budgétaire, qui a passé de 7 milliards de francs en 1967 à 10 milliards de francs en 1968, entraîneront certainement une forte expansion de la demande. Le gouvernement espère que le développement de l'offre permettra d'atténuer suffisamment les poussées inflationnistes. Comme l'industrie française ne travaillait qu'à 75 % de sa capacité au début de la crise, les conditions ne paraissent pas défavorables à une expansion rapide de la production. Le gouvernement a l'intention d'encourager cette expansion en accordant des abattements fiscaux de l'ordre de 1 - 1,5 milliard de francs pour soutenir les investissements. Il faut s'attendre en tout cas à ce que l'économie française se développe fortement durant ces prochains mois, ce qui ne manquera pas d'influer sur la situation économique de ses principaux partenaires commerciaux.

En Italie, l'expansion économique paraît entrer dans une période de calme. Le niveau des prix est remarquablement stable. Les exportations continuent de se développer de façon satisfaisante. En revanche, la demande intérieure semble fléchir, ce qui ralentit le développement de la production industrielle. Les investissements privés notamment ont diminué sous l'influence de la hausse rapide des charges salariales.

Les autorités italiennes semblent avoir entendu les recommandations récentes de la CEE et de l'OCDE, selon lesquelles l'Italie devrait appliquer une politique plus expansionniste au cas où la propension des entreprises à investir ne se raffermirait pas. Le gouvernement a déjà pris des mesures fiscales destinées à encourager les investissements, la construction de logements et la consommation privée. Pour 1969, le gouvernement envisage un "deficit spending" de plus de

20 milliards de francs, ce qui représente un quart des dépenses budgétaires totales.

2. La situation monétaire internationale

La situation monétaire internationale s'est déjà nettement détendue avant le retour de l'accalmie saisonnière de l'été. Plusieurs facteurs ont contribué à cette détente. Le plus important a été l'adoption au mois de juin par le Congrès américain, après de longues délibérations, du programme de mesures fiscales présentées par le gouvernement. La décision du Congrès, qui témoignait de la volonté des Etats-Unis d'améliorer l'équilibre de leur économie sur le plan intérieur comme sur le plan extérieur, a eu immédiatement une influence favorable sur les marchés des changes et elle a mis fin aux discussions sur l'avenir du dollar. Le déficit de la balance des paiements de la France a certes contribué également à renforcer la position de la monnaie américaine. La France s'est vue contrainte de puiser largement dans ses réserves monétaires pour équilibrer sa balance. La Banque de France, dont les disponibilités en devises américaines étaient relativement faibles a dû en l'occurrence se procurer des dollars en cédant en échange de l'or et des droits de tirage sur le Fonds Monétaire International. Elle a en outre conclu des accords de crédit avec les Etats-Unis et ses partenaires du Marché Commun.

La publication des résultats du commerce extérieur de la Grande-Bretagne pour le mois de juin a exercé également une influence favorable sur le marché des changes; ces résultats semblaient refléter les effets des mesures restrictives adoptées au mois de mars et annoncer la fin du boom de la consommation et des importations en Grande-Bretagne. La situation de la livre a encore été affermie à la mi-juillet par la nouvelle selon laquelle la Banque des Règlements Internationaux et de

nombreuses banques centrales envisageaient d'ouvrir à la Grande-Bretagne un crédit de 2 milliards de dollars pour compenser les prélèvements que les pays de la zone sterling pourraient éventuellement opérer sur leurs avoirs en livres. Cette nouvelle a provoqué sur le marché des changes un remarquable revirement en faveur de la livre.

La situation monétaire internationale, qui s'était rapidement détendue durant le mois de juillet, a de nouveau été quelque peu perturbée ces dernières semaines. Lors de leur publication au mois d'août, les résultats du commerce extérieur anglais pour le mois de juillet ont considérablement réduit l'espoir de voir une amélioration rapide de la balance commerciale et une forte diminution des importations britanniques. La perspective d'un excédent de la balance des paiements s'estompe une fois de plus. Le déficit de la balance des paiements pour les sept premiers mois de cette année dépasse déjà celui qui avait été enregistré pour l'ensemble de l'année 1967. Il est compréhensible que cela ait causé une profonde déception en Grande-Bretagne où certains vont jusqu'à demander une limitation directe des importations. L'idée que l'évolution peu satisfaisante de la balance commerciale n'est pas imputable au niveau des prix anglais semble se confirmer.

Une grande partie de la presse britannique a pourtant plaidé avec beaucoup d'insistance pour une réévaluation du mark. Elle a fait valoir que la balance commerciale allemande continuait de se solder par des excédents élevés en dépit de l'essor conjoncturel allemand. Comme l'Angleterre a dévalué sa monnaie et adopté des restrictions budgétaires pour faciliter le rétablissement de l'équilibre des paiements internationaux et que les Etats-Unis également ont pris des mesures fiscales dans ce but, la presse anglaise estimait qu'il appartenait maintenant aux Allemands de faire leur part dans le processus de réajustement des balances des paiements. Les journaux britanniques faisaient aussi valoir qu'une réévaluation du

mark permettrait à la France de surmonter plus facilement ses difficultés. Cette campagne de presse a provoqué des mouvements de fonds vers l'Allemagne estimés à 1,5 milliard de dollars et la Bundesbank a dû procéder à d'importantes reprises de dollars du marché. La Grande-Bretagne n'a pas été la dernière à se ressentir de ces mouvements de fonds. La livre sterling s'est trouvée soumise une fois de plus à de fortes pressions.

La campagne de presse visant à une réévaluation du mark - qui comportait parfois certaines allusions à une correction analogue de la parité du franc suisse, - n'a pas été utile à la monnaie anglaise. Si les auteurs de cette campagne avaient pu analyser la situation de façon objective, ils se seraient rendu compte que la réévaluation du mark ne contribuerait guère à résoudre le problème du déficit de la balance britannique des paiements. La dévaluation de la livre a montré que le déficit commercial britannique ne peut pas être éliminé au moyen de manipulations monétaires. Les prix des exportations britanniques sont en général tout à fait compétitifs. Les ventes de la Grande-Bretagne à l'étranger se sont développées de façon favorable durant les mois derniers, même si elles n'ont pas progressé autant que celles des pays qui n'ont pas dévalué. Tout le problème est que les importations ont continué d'augmenter en dépit du renchérissement des produits importés et de la neutralisation par le fisc d'une part accrue du pouvoir d'achat. Une réévaluation du mark n'aurait pas eu d'influence sur ce phénomène; elle aurait tout au plus fait monter les prix des articles importés. Une analyse du commerce extérieur allemand montre d'ailleurs que les exportations de la République fédérale ont évolué de façon normale si l'on fait abstraction de celles qui étaient destinées aux Etats-Unis et à la Grande-Bretagne. L'augmentation des ventes allemandes dans ces deux pays durant les sept premiers mois de

cette année a été bien supérieure à la moyenne. C'est plutôt la forte expansion des importations américaines et anglaises qu'il s'agit de restreindre. Il est donc dans l'intérêt de la Grande-Bretagne que les spéculations relatives à une réévaluation du mark prennent fin le plus rapidement possible.

Les promesses de crédit d'un montant de 2 milliards de dollars faites à la Grande-Bretagne dimanche dernier à Bâle sont de nature à faciliter la détente de la situation monétaire internationale.

Les principaux instituts d'émission européens ainsi que les banques centrales des Etats-Unis, du Canada, du Japon et la Banque des Règlements Internationaux s'étaient déjà entendus en juillet dernier sur les grandes lignes de cette aide destinée à compenser la baisse des réserves monétaires britanniques qui pourrait résulter des prélèvements opérés sur leurs avoirs en livres par les pays de la zone sterling. Les réserves monétaires anglaises seront ainsi libérées dans une large mesure de l'hypothèque que constitue la fonction de monnaie-clé assumée par la livre sterling. La Banque des Règlements Internationaux financera les crédits à la Banque d'Angleterre de la façon suivante: Premièrement la Grande-Bretagne a demandé aux pays de la zone sterling, dans des accords qu'elle a conclus récemment avec eux, de déposer dans la mesure du possible leurs avoirs en devises tierces et plus particulièrement en dollars auprès de la BRI. La BRI se servira de ces dépôts pour compenser les pertes de réserves que la Banque d'Angleterre subira en raison du retrait d'avoirs en livres. Secondement, la BRI s'efforcera de se procurer des fonds sur les marchés monétaires nationaux et internationaux. C'est seulement si ces deux sources de disponibilités devaient se révéler insuffisantes que la BRI pourra recourir à la troisième possibilité de financement, qui consistera à tirer

sur les crédits d'un montant total de 2 milliards de dollars promis par les banques centrales. La répartition de ces 2 milliards de dollars entre les banques centrales permet aussi de garantir la BRI contre des risques éventuels. Selon la convention passée entre la Banque d'Angleterre d'une part, la BRI et les banques centrales intéressées d'autre part, la Grande-Bretagne aura le droit d'user pendant trois ans de l'aide qui lui a été accordée. Durant les deux années suivantes, le crédit accordé devra reposer, à moins que la Grande-Bretagne ne puisse procéder à des remboursements anticipés. A partir de la sixième année, le crédit devra être remboursé conformément au plan d'amortissement convenu. Le remboursement devra être terminé au bout de dix ans.

Pour compléter cette convention avec la BRI et les principales banques centrales étrangères, la Banque d'Angleterre a conclu des accords avec la majorité des quelques 40 pays de la zone sterling. Ces derniers se sont engagés à renoncer, autant que possible, à réduire leurs avoirs en livres et à déposer auprès de la BRI une part accrue de leurs avoirs en monnaies tierces. En contrepartie, la Grande-Bretagne leur a accordé une garantie de change par rapport au dollar pour une part de leurs avoirs en livres.

La Banque nationale s'est associée à l'aide accordée par les banques centrales. Sa participation est limitée à 100 millions de dollars. Ce montant correspond à la marge encore disponible du crédit ouvert par la Confédération sur la base de l'arrêté fédéral de 1964 sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Les prélèvements que la BRI pourrait effectuer sur le marché suisse de l'argent pour le financement de l'aide à la Grande-Bretagne seront imputés sur ce montant.

Les rumeurs et les supputations relatives à des manipulations monétaires n'ont affecté le dollar que de façon indirecte, c'est-à-dire dans la mesure seulement où le cours de la devise américaine reflétait le raffermissement ou le fléchissement des monnaies directement concernées. Dans l'ensemble cependant le dollar est parvenu à conserver le terrain qu'il avait gagné. La bonne tenue du dollar a même de quoi surprendre, puisque la balance des paiements et surtout la balance commerciale ne présentent jusqu'ici aucun signe sensible d'amélioration. Il est vrai qu'au mois de juillet la balance commerciale s'est soldée pour la première fois cette année par un excédent, mais les résultats enregistrés depuis le début de 1968 sont dans l'ensemble beaucoup plus défavorables que ceux de la période correspondante de l'année précédente. La balance générale des paiements - calculée sur la base de la liquidité - s'est malgré tout nettement améliorée parce que la balance des mouvements de capitaux a évolué de façon très favorable. Bien que quelques facteurs particuliers aient joué un certain rôle dans cette amélioration, elle résulte avant tout de l'accroissement des avoirs en dollars des institutions non monétaires et du regain de faveur dont les placements en valeurs américaines jouissent dans les milieux financiers européens depuis les événements de Tschécoslovaquie.

Le revirement qui s'est produit dans l'appréciation du dollar résulte en grande partie de l'amélioration des perspectives d'évolution à long terme de la monnaie américaine: on a notamment anticipé l'effet des mesures fiscales prises par les Etats-Unis. Pour que ce changement d'attitude se confirme, il faudra toutefois que les autorités américaines persévèrent dans leurs efforts pour mettre un frein à l'expansion excessive de l'économie et pour améliorer la situation de la balance des paiements. A cet égard les perspectives

paraissent favorables. Il ne faut pas oublier cependant qu'un nouveau président entrera en charge au début de l'année prochaine. Les répercussions de ce changement sur la politique économique des Etats-Unis dépendront dans une large mesure de l'issue des élections. D'autre part, on sait par expérience qu'il faut beaucoup de temps pour que la situation se normalise après une période d'inflation.

La France, elle aussi, doit faire face à un déséquilibre de sa balance des paiements depuis les événements de mai. C'est surtout l'exode des capitaux qui a provoqué une baisse des réserves monétaires françaises. Compte tenu des tirages qu'elle a opérés sur le FMI, les réserves monétaires de la France ont diminué de 2,1 milliards de dollars du début de juin jusqu'à la fin d'août. La France a en outre obtenu des promesses de crédits pour un montant de total 1,2 milliard de dollars des Etats-Unis et des pays de la CEE. Ces crédits ont déjà été partiellement utilisés. Les pertes de production provoquées par les grèves, de même que les répercussions sur la demande des hausses de salaires et des autres avantages consentis aux salariés entraîneront un déficit de la balance des biens et des services que le gouvernement français évalue à 1 milliard de dollars pour 1968. Les répercussions à long terme des événements du mois de mai sur l'économie française influenceront de façon décisive sur l'évolution de la balance des biens et des services en 1969. Il s'agit en particulier de savoir dans quelle mesure l'industrie et l'artisanat parviendront à compenser la hausse des salaires par un accroissement de la production et une meilleure utilisation des capacités disponibles au lieu de la répercuter sur les prix. Le gouvernement a adopté récemment dans le cadre du nouveau budget, des mesures (dégrèvement fiscal des investissements et des charges salariales, abaissement du coût du crédit) qui devraient

faciliter cette compensation. La poursuite de l'expansion économique en Allemagne et dans les principaux autres pays industrialisés européens y contribuerait également. Ajoutons que le gouvernement français a supprimé il y a quelque jours le contrôle des devises, ce qui a ramené la confiance sur le marché des changes.

3. La situation économique en Suisse

Les tendances fondamentales de l'évolution économique en Suisse, telles que nous les avons signalées dans notre dernier rapport, ne se sont pas beaucoup modifiées au cours des mois écoulés. Les poussées conjoncturelles dues aux exportations persistent. Dans la construction de logements comme dans les investissements d'équipement, la progression de la demande interne s'est accentuée. En revanche, ni les investissements industriels ni la demande de biens de consommation n'ont encore augmenté de façon notable. Ainsi, aucun échauffement général de la conjoncture ne s'est encore manifesté. Toutefois, il est certain que les conditions sont devenues plus favorables à une nouvelle surchauffe.

Il n'est pas encore possible actuellement d'apprécier avec certitude les perspectives conjoncturelles. Elles dépendent beaucoup de l'évolution future des exportations. Le ralentissement durable de la hausse des prix, qu'il convient de relever spécialement car il est la principale caractéristique de l'évolution actuelle, contribue à maintenir notre position concurrentielle sur le plan international.

Après une augmentation relativement modeste en juin, qui reflétait notamment les difficultés de transport survenues pendant la crise française, les exportations ont atteint en juillet une progression record. Nos exportations de marchandises

ont, en valeur, augmenté de pas moins de 26,5% par rapport à l'année précédente. Comparé à celui de la période correspondante de l'année précédente, le taux d'accroissement des exportations pour les sept premiers mois de l'année en cours, qui permet mieux d'apprécier la tendance, a atteint 13,6%. C'est la première fois depuis 1960 que nos exportations se développent à un tel rythme durant les sept premiers mois de l'année.

Les livraisons qui ont le plus augmenté sont celles de l'industrie métallurgique et des machines, ainsi que celles de l'industrie chimique. Les indications relatives aux entrées et à l'état des commandes permettent d'escompter pour le reste de l'année une forte activité dans le secteur des exportations.

Un regard sur la répartition géographique des exportations montre ensuite que la relance en République fédérale d'Allemagne a fortement stimulé leur progression. Comparée à celle atteinte dans la période correspondante de l'année précédente, la valeur de nos exportations dans ce pays a augmenté de 24% de janvier à juillet. Nos exportations en Italie ont également fait un très grand progrès (16%), de même que celles destinées à l'ensemble des pays de la CEE (15%), alors que les exportations aux Etats-Unis se sont accrues de 14% et celles en Grande-Bretagne de 13%. Ces chiffres montrent qu'à la différence d'autres pays, la Suisse a dû la croissance de ses exportations davantage aux pays de la CEE qu'aux Etats-Unis et à la Grande-Bretagne. Il convient en outre d'observer que la part de la CEE à nos exportations représente le double de celle des deux pays anglo-saxons. En conséquence, le maintien d'une activité élevée au sein de la CEE importera davantage pour l'évolution de nos exportations dans les mois à venir, qu'un fléchissement de la conjoncture aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne. Ainsi, tant que la conjoncture progresse en Europe continentale - et bien des indices permettent de prévoir que cette situation va persister - il n'est pas à craindre que nos exportations

subissent un recul sérieux durant le premier semestre de 1969, même si le fléchissement escompté de la conjoncture se produit aux Etats-Unis et si les importations de la Grande-Bretagne diminuent. Il convient d'ailleurs de considérer qu'un taux d'accroissement des exportations aussi élevé que celui de cette année ne saurait se maintenir longtemps sans se heurter aux limites des capacités de production existantes et particulièrement à celles des réserves de main-d'oeuvre de notre pays.

Jusqu'ici, nos importations de marchandises avaient été loin de suivre l'évolution des exportations; elles ne sont montées que de 6,8% de janvier à juillet, si bien que le déficit de la balance commerciale a diminué progressivement. En juillet toutefois elles ont augmenté fortement, c'est-à-dire de 22,4%. Abstraction faite de quelques facteurs spéciaux, cette augmentation était due principalement aux achats de biens d'investissement; elle reflétait d'ailleurs l'intensification des investissements d'équipement. Il est probable que les importations continueront de s'accroître dans les mois à venir, de sorte que l'excédent des importations redeviendra un peu plus élevé. Pendant les sept premiers mois de 1968, le déficit de la balance commerciale était d'environ 450 millions de francs moins élevé que dans la période correspondante de l'année précédente. Les résultats de la balance des revenus pour 1967 ont été publiés récemment. Ils font apparaître un excédent de recettes d'environ 1 milliard de francs, c'est-à-dire presque deux fois plus élevé qu'en 1966. Il n'est pas exclu que l'excédent atteigne environ 1 milliard et demi cette année.

A l'intérieur du pays, on a vu que c'était surtout la construction de logements qui avait repris. De janvier à juillet le nombre des logements nouvellement construits a augmenté de 11% par rapport à la même période de l'année précédente. Simultanément, le nombre des permis de construire s'est accru de 10%, cette augmentation ayant été particulièrement importante

dans les derniers mois. Ce fait, de même que la forte extension - 26% - des ouvertures de crédits de construction, fait présumer que l'activité de ce secteur demeurera intense. Les investissements d'équipement se sont également accrus. Cela ressort non seulement d'enquêtes menées par l'Institut de recherches économiques de l'EPF, mais, en particulier, de la très forte progression des importations de biens d'investissement dont il a déjà été question. Il est manifeste que les entreprises se concentrent sur les investissements de rationalisation, tout en continuant, sans doute en raison de la situation qui existe sur le marché de l'emploi, de se montrer réservées en ce qui concerne les investissements d'extension proprement dits. Aussi les investissements de construction de l'industrie et de l'artisanat n'ont-ils que peu augmenté. Au cours du deuxième trimestre, comme pendant le premier, la production industrielle n'a progressé que de 3%. Par rapport à la fin du premier trimestre, le nombre des personnes occupées dans l'industrie s'est légèrement accru. Dans l'industrie du bâtiment également, l'emploi s'accroît. Tant dans l'industrie que dans le bâtiment, on estime que les perspectives d'occupation sont nettement plus favorables pour ces prochains temps.

La demande de biens de consommation ne paraît pas s'être notablement accrue jusqu'ici. Toutefois, l'augmentation semble avoir été un peu plus forte dans le secteur des biens durables et des services.

Nous avons déjà attiré l'attention sur le ralentissement manifeste survenu dans la hausse des prix. Comparativement à l'année dernière, la hausse des prix à la consommation a faibli progressivement ces derniers mois. Elle a passé de plus de 5% dans les cinq premiers mois de 1966 à 3,4% en mars, 3,2% en avril, 2,4% en mai, 1,8% en juin et 1,3% en juillet 1968. Cette évolution mérite d'être tout spécialement signalée, car les effets de la lutte contre la surchauffe se font enfin sentir,

alors que ceux qui critiquaient les mesures prises n'avaient cessé de mettre ces effets en doute. Les expériences faites ces dernières années confirment que la surchauffe, tout comme la modération de l'activité économique, mettent longtemps à se répercuter sur les prix, et particulièrement sur les prix à la consommation. Le fléchissement qu'a subi la hausse des prix au cours des derniers mois apparaît d'ailleurs encore plus nettement dans l'indice des prix de gros.

L'évolution des salaires, elle aussi, a été calme au cours du second trimestre. Tout comme au premier, l'augmentation a été plus faible que l'année précédente. Toutefois, cela va probablement changer au deuxième semestre, car de fortes tendances à la hausse des salaires et des traitements se manifestent déjà. On se contentera d'évoquer l'augmentation du salaire réel du personnel fédéral, qui pourrait bien s'étendre à d'autres secteurs. Il faudra certainement tenir compte l'année prochaine, comme d'un facteur supplémentaire d'expansion, de l'évolution des salaires et des traitements que l'on voit s'esquisser ici.

4. La situation sur le marché de l'argent et sur celui des capitaux

Au cours des mois écoulés, le marché monétaire a été pratiquement stable. En raison de l'intérêt élevé offert sur les marchés internationaux, les fonds qui continuent d'affluer en grande quantité de l'étranger ont été presque intégralement réinvestis à l'extérieur. Comme la demande de crédits en Suisse demeurerait plutôt modeste, les banques ont maintenu leurs liquidités intérieures à un niveau relativement bas. La somme des bilans des 72 banques qui nous remettent des données mensuelles a augmenté de pas moins de 11% durant le premier

semestre (13% pour toute l'année en 1967), en raison principalement des gros afflux de fonds de l'étranger. Afin de maintenir des proportions raisonnables dans leurs bilans fortement accrus, les banques ont considérablement renforcé leurs liquidités intérieures au moment de l'échéance semestrielle. A cette fin, elles ont cédé pour 1 850 millions de francs de devises à la Banque nationale. A la différence de l'année précédente, il ne s'agissait pas de ventes définitives, mais d'opérations "swap" à très court terme. Ainsi, au début de juillet, la quasi-totalité de ce montant a reflué vers les banques, qui l'ont replacé à l'étranger. A la mi-juillet, les avoirs en comptes de virements des banques étaient d'environ 10% moins élevés qu'une année auparavant. En prévision de l'accroissement de la demande intérieure de crédits attendue pour le second semestre, les banques ont, à fin juillet, réduit quelque peu leurs placements à l'étranger et se sont procuré un supplément de liquidités de 650 millions de francs en cédant définitivement des dollars à la Banque nationale. Comme on doit s'attendre à ce que le volume des crédits s'amplifie dans les mois à venir, les liquidités internes des banques paraissent relativement faibles. On devra donc probablement compter avec de nouveaux rapatriements de fonds.

Nous avons déjà montré en détail dans notre dernier exposé à quel rythme rapide la position extérieure de notre système bancaire avait évolué depuis le début de 1967. Au cours du second trimestre non plus les afflux de fonds étrangers n'ont pas diminué. Ils ont atteint 2 milliards de francs en chiffre rond, c'est-à-dire qu'ils ont été un peu plus importants qu'au premier trimestre. Ainsi que nous l'avons dit, ces fonds ont été réexportés. La liquidité potentielle de nos banques s'est accrue une fois de plus dans de très fortes proportions, puisque les banques sont en mesure de rapatrier à très bref délai des placements étrangers et de les convertir en francs auprès de la Banque nationale afin de pouvoir répondre à un accroissement de la demande

suisse de crédits. L'ensemble des placements des banques à l'étranger, dont la plupart sont à très court terme, atteignait à la fin de juin 30 milliards de francs en chiffre rond. Ce chiffre montre clairement l'importance atteinte par le potentiel de liquidités et, partant, par le potentiel de crédits dont notre système bancaire dispose sous la forme de placements à court terme à l'étranger.

Comme nous l'avons exposé plus haut, il est toujours possible qu'une relance de la conjoncture se produise dans notre pays; il convient donc de suivre l'évolution des crédits avec la plus grande attention. La forte expansion des promesses de crédits - elles ont augmenté de 33% au premier semestre par rapport à la période correspondante de l'année précédente - permet de conclure à une reprise de l'offre de crédits. En effet, une partie de cette augmentation semble due au fait que certains emprunteurs ont, en raison de la concurrence entre les banques, obtenu des promesses de crédits de plusieurs établissements bancaires. C'est ainsi que le crédit bancaire encourage l'expansion économique. Les expériences de ces dernières années ont montré que l'économie recourt au crédit qui lui a été offert dès que la relance est vraiment engagée.

Jusqu'aux vacances d'été, on a pu constater sur le marché des capitaux une très forte activité dans le domaine des émissions; elle paraît s'être encore accentuée entre-temps. Les nouveaux emprunts émis ont tous été largement couverts. Il semble que l'offre d'emprunts suisses aura tendance à diminuer au quatrième trimestre. Pendant les huit premiers mois, les émissions publiques d'emprunts suisses ont prélevé 1 737 milliard de francs sur le marché. Les émissions d'emprunts étrangers se sont montés à 715 millions de francs, dépassant ainsi de 197 millions de francs le résultat de l'année précédente. Après déduction des remboursements, la mise à contribution nette du marché par des émissions d'emprunts suisses et étrangers

et par des émissions suisses d'actions, s'est élevée à 2 584 millions de francs, pour les huit premiers mois de l'année, ce qui représente un accroissement de 530 millions de francs en chiffre rond par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Un regard sur le marché suisse des actions fournit l'occasion de quelques considérations qui, dans les circonstances actuelles, pourront surprendre au premier abord. Les années soixante nous ont montré que la poussée inflationniste des valeurs dites réelles peut contribuer dans une large mesure à l'expansion du crédit et au développement de la surchauffe. Ce phénomène, appelé parfois inflation de la fortune, se vérifie surtout en ce qui concerne les actions et les immeubles. Tant sur les marchés des actions que dans le commerce immobilier peuvent se produire des hausses de prix cumulatives et, partant, des gains de spéculation rapides et importants. Mais surtout, cela constitue du même coup la base d'une forte extension du volume des crédits. En effet, les actions aussi bien que les immeubles peuvent jouer le rôle de garanties, et plus leur valeur augmente, plus ils permettent d'obtenir de crédit. Ainsi, il est possible d'acquérir des actions et des immeubles avec un minimum de fonds propres. Cela pousse à nouveau les cours et les prix à la hausse, tout en élargissant la base - constituée par des valeurs prétendues réelles - de l'expansion du volume des crédits. Nous avons pu voir ce mécanisme inflationniste à l'oeuvre pendant quelques années.

Du milieu de l'an dernier jusqu' en juin 1968, le niveau des cours des actions a pour la première fois augmenté constamment. Il a à peu près atteint celui de l'été 1960 et s'y est pratiquement maintenu depuis lors. D'une manière générale, le prix des biens-fonds est encore stable. A la campagne, il a même, pour une part, légèrement baissé. En revanche, une

légère tendance à la hausse se manifeste dans les agglomérations urbaines. L'activité croissante dans la construction de logements et la progression accélérée des promesses de crédits de construction pourraient encore renforcer cette tendance.

Vu cette situation, il serait certainement déplacé, ou pour le moins prématuré, de parler d'un commencement d'inflation des valeurs réelles. Par rapport au début des années soixante, les conditions, du moins pour l'instant, sont différentes notamment du fait que les fonds de placement n'alimentent plus la demande d'actions et d'immeubles dans une mesure aussi forte qu'ils le faisaient à l'époque. Il convient cependant, dans la phase actuelle de la conjoncture, de suivre attentivement l'évolution des deux principales catégories de valeurs réelles afin d'éviter autant que possible qu'elle ne contribue à favoriser un nouveau "boom". Sous ce rapport, le rôle des banques sera décisif car, en renonçant à ouvrir trop de crédits, et notamment de crédits gagés, elles pourront éviter dans une large mesure une hausse inflationniste du cours des actions et du prix des immeubles.

Exposé présenté à la séance du Conseil de banque
du 13 septembre 1968
par Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

Deuxième partie

Le projet d'adaptation des moyens d'action de la
banque d'émission

Le Conseil fédéral a publié à la fin d'août le message concernant les moyens d'action de la banque d'émission. Ce document rappelle une fois de plus au public que la tâche principale de la Banque nationale consiste à pratiquer une politique monétaire servant l'intérêt de l'économie dans son ensemble, c'est-à-dire à maintenir la masse monétaire dans un rapport raisonnable avec les possibilités de production du pays.

Pour pouvoir remplir cette tâche dans la situation présente, il faut que la Banque nationale soit en mesure d'influer sur le volume de la monnaie scripturale créée par le système bancaire, monnaie qui joue actuellement un rôle prédominant dans les opérations de paiement.

A cette fin, on a inventé des moyens d'action directe et d'action indirecte.

Les moyens qui agissent indirectement s'appuient sur le fait que la clientèle des banques convertit en espèces une petite partie au moins de la monnaie scripturale. Les banques doivent donc disposer de certaines liquidités¹⁾ lorsqu'elles créent de la monnaie scripturale. Pour que le volume de la monnaie scripturale puisse augmenter, il faut qu'il existe un excédent

¹⁾ On entend ici par liquidités ou par disponibilités les pièces de monnaie, les billets de banque, ainsi que les comptes de virements auprès de la Banque nationale et les avoirs en compte de chèques postaux qui peuvent en tout temps être convertis en espèces.

de liquidités ou que le montant des liquidités augmente. Actuellement, la couverture en espèces de la monnaie scripturale varie entre 10 et 20 %. En conséquence, chaque franc déposé dans les banques permet au système bancaire de créer cinq francs au moins de monnaie scripturale. (La manière dont la monnaie scripturale naît de l'octroi des crédits a été décrite dans le message du Conseil fédéral et dans l'exposé que j'ai présenté à la conférence de presse).

Il faut donc des liquidités pour créer de la monnaie scripturale. C'est sur cette nécessité que s'appuient les moyens d'action indirecte, qui doivent permettre à la banque d'émission de lutter contre une création excessive de monnaie scripturale. Ces moyens consistent à retirer aux banques une partie des liquidités dépassant la couverture usuelle de la monnaie scripturale déjà créée, dans l'idée que cet excédent pourrait servir de base à la création d'une masse supplémentaire et excessive de cette monnaie. Les principaux moyens destinés à éponger des liquidités sont les opérations d'open-market et la constitution de réserves minimales (avoirs minimaux).

Les moyens d'action directe - la limitation des crédits et, dans un certain sens la régulation du volume des émissions - donnent à la banque centrale la possibilité de fixer aux banques, pour une période déterminée, un plafond pour l'accroissement de la monnaie scripturale. Il existe pour fixer cette limite, une série de méthodes permettant de tenir compte de la situation de chaque banque.

Si les moyens d'action directe et ceux d'action indirecte sont employés simultanément, les premiers n'ont d'effet restrictif que dans la mesure où les banques disposeraient de liquidités suffisantes pour octroyer des crédits au-delà de la limite fixée.

Jusqu'ici les moyens d'action indirecte proposés dans le message, soit la politique d'open-market et des avoirs minimaux (réserves minimales) sur l'accroissement des engagements, ont rencontré beaucoup moins d'opposition que les moyens d'action directe que sont la limitation des crédits et le contrôle du volume des émissions.

En ce qui concerne la politique d'open-market, les réserves formulées ont plutôt le caractère de recommandations relatives à son mode d'application. Cette politique est utile notamment pour renforcer les autres moyens d'action. Appliquée seule, la politique d'open-market ne tarderait pas, dans les conditions particulières de notre pays, à se heurter à des limites difficilement franchissables. Les liquidités qu'elle permet d'éponger peuvent aisément être remplacées par le rappel de fonds déposés à l'étranger. D'autre part, dès que les banques auraient la possibilité d'employer leurs liquidités de façon beaucoup plus lucrative en accroissant leurs crédits, les bons productifs d'intérêt offerts par la Banque nationale ne trouveraient plus preneur.

Les possibilités de vendre sur le marché des papiers négociables en bourse sont, elles aussi, étroitement limitées, car la Banque nationale ne peut se constituer un important portefeuille de titres qu'en période de récession.

La neutralisation forcée de liquidités assurée par la constitution d'avoirs minimaux sur l'accroissement de la monnaie scripturale, c'est-à-dire des engagements envers la clientèle qui figurent au passif du bilan des banques, est plus efficace, mais aussi plus critiquée. Les adversaires du principe même des avoirs minimaux sont, à vrai dire, assez rares; on compte toutefois parmi eux la puissante Union suisse des arts et métiers. Le système d'avoirs minimaux sur accroissement, tel

qu'il est proposé dans le message, est par ailleurs de plus en plus critiqué pour n'être pas d'une efficacité assez rapide. Les milieux qui expriment cet avis préféreraient voir les réserves minimales porter sur l'état des engagements. Dès lors, les partisans des avoirs minimaux se divisent en deux camps: l'un, qui groupe principalement l'Association suisse des banquiers et de nombreux autres milieux économiques, considère les avoirs minimaux sur accroissement comme le maximum de ce qui peut être exigé. L'autre, représenté surtout par une partie de la presse économique et par les économistes, recommande le système des avoirs minimaux sur l'état des engagements, qui permet de neutraliser à bref délai une masse appréciable de liquidités.

Pour que le système des avoirs minimaux sur accroissement soit en mesure de freiner sérieusement la création de monnaie scripturale, il faut qu'il soit appliqué relativement tôt et qu'il soit complété par des opérations d'open-market. Il faut aussi que les banques et le monde économique interprètent sa mise en application comme un signal d'alarme et - condition principale - que le système bancaire renonce à remplacer les fonds résorbés en liquidant des avoirs à court terme placés à l'étranger. Cette condition essentielle sera plus facile à réaliser si les banques savent que l'institut d'émission peut encore neutraliser un rappel massif de fonds en limitant directement l'accroissement des crédits. Si la limitation légale des crédits devait être abandonnée, les partisans des réserves sur état n'auraient que trop raison de critiquer les réserves sur accroissement.

Le système de réserves sur accroissement retenu dans le message se rapproche dans une certaine mesure des réserves sur état puisque les avoirs minimaux peuvent porter sur tout accroissement enregistré durant les douze mois qui précèdent leur mise en application.

Pour les partisans des réserves sur état, la neutralisation limitée à l'accroissement est d'abord trop faible. Elle ne s'accroît que lorsque l'expansion du crédit devient excessive, c'est-à-dire quand les tendances inflationnistes sont déjà très prononcées; mais à ce moment son effet modérateur est assez problématique. Il n'est alors plus possible d'influer suffisamment sur la spirale des prix et des salaires. Cette critique émane surtout des milieux qui désirent voir instituer des moyens d'action très efficaces, mais qui, tenant compte de l'opposition des banques à la limitation des crédits, entendent y suppléer par des réserves sur état. Certains proposent aussi d'adopter à la place ou en complément des réserves sur l'état du passif, des réserves sur l'actif du bilan qui seraient proportionnées à l'octroi des crédits.

Comme ces propositions ne manqueront pas de jouer un rôle important dans la discussion qui va s'engager, il convient, semble-t-il, de les examiner de plus près et d'expliquer pourquoi le Conseil fédéral et la Banque nationale ont renoncé à proposer des solutions de ce genre.

Il convient de rappeler tout d'abord que le système bancaire suisse dispose actuellement d'au moins 30 milliards de francs de placements à l'étranger, dont la majeure partie est à court terme. Ces avoirs sont contrôlés principalement par les grandes banques et, dans une mesure croissante, par des banques étrangères en Suisse. Les banques qui disposent de tels avoirs peuvent puiser dans ce réservoir pour remplacer les liquidités qui leur sont retirées.

Les banques qui ont des liens particulièrement étroits avec l'étranger gèrent un portefeuille de titres étrangers dont la valeur atteint un multiple de ces 30 milliards. La conversion de tels titres en titres suisses ou simplement l'in-

vestissement de leurs revenus en Suisse entraînent un accroissement de la liquidité intérieure qui permet aux banques de remplacer les fonds neutralisés.

En outre, les autres branches de l'économie suisse possèdent à l'étranger des placements importants, dont elles peuvent toujours rapatrier une partie.

Enfin, sporadiquement, des capitaux étrangers sont convertis en francs suisses en raison de la sécurité qu'offre notre monnaie.

Il s'agit là d'un gigantesque réservoir dans lequel il est possible de puiser en période de haute conjoncture pour remplacer les liquidités neutralisées par la banque d'émission. L'importance de ce réservoir apparaît plus nettement si l'on sait que les liquidités du système bancaire ne dépassent guère, en général, 4 milliards de francs.

Il ne faut pas perdre de vue que chaque franc créé par la Banque nationale peut servir à créer au moins cinq francs de monnaie scripturale. Des prélèvements proportionnellement faibles dans le réservoir étranger suffisent non seulement à remplacer les liquidités absorbées par la banque d'émission, mais encore à fournir la base d'une expansion renforcée des crédits.

Ce risque est plus grand avec les avoirs minimaux sur accroissement qu'avec ceux qui portent sur l'état des engagements. Cependant, vu l'importance du réservoir de liquidités existant à l'étranger et de la difficulté qu'il y aurait à fixer des taux élevés pour les réserves sur état, la portée pratique de la différence entre ces deux systèmes s'amoin-drit. Elle ne suffit pas, à notre avis, à justifier le remplacement de la limitation des crédits par des réserves sur état.

Pour que le système des réserves sur état puisse s'opposer efficacement au prélèvement de liquidités dans le réservoir étranger, il faudrait prévoir des taux maximaux fortement différenciés et en partie très élevés. Il serait difficile de déterminer l'échelonnement adéquat et d'appliquer des taux aussi différenciés.

Pour des raisons pratiques, l'échelle des taux ne pourrait pas être très nuancée. Les taux maximaux seraient par conséquent très élevés et leurs effets varieraient beaucoup d'une banque à l'autre. Les banques s'opposeraient donc avec véhémence à ce système et ne manqueraient pas pour cela d'arguments pertinents.

Si l'on proposait des maxima élevés, les milieux économiques et politiques s'insurgeraient en outre à l'idée que l'on donnerait ainsi des pleins pouvoirs à la banque centrale pour appliquer une politique de déflation. Et si l'on se contentait de taux modestes, le risque d'un rapatriement massif de fonds ne serait pas écarté. Les banques dont le gros des opérations se font dans le pays se ressentiraient le plus des ponctions opérées dans les liquidités bancaires. Les distorsions que subirait ainsi la concurrence susciteraient de graves problèmes.

Combinées avec la limitation de l'accroissement des crédits, les réserves sur état assorties de taux relativement bas pourraient cependant jouer un rôle fort utile. L'application simultanée de la limitation des crédits permettrait en effet de neutraliser dans une large mesure les fonds rapatriés, et les risques d'une distorsion de la concurrence seraient beaucoup plus faibles.

La Direction générale n'élève donc pas d'objections contre les réserves sur état, mais elle souligne qu'elles ne sauraient suffire à remplacer la limitation de l'accroissement des crédits.

A l'origine, la Banque nationale avait envisagé un système de réserves sur état. Toutefois, les milieux bancaires et ceux qui redoutaient les effets déflationnistes de ce système s'opposaient beaucoup plus aux réserves sur état qu'à la limitation de l'accroissement des crédits. Il a paru impossible d'obtenir ces deux moyens d'action. C'est pourquoi l'on a préféré mettre au premier plan la limitation de l'accroissement des crédits, plus efficace et moins contestée par les banques, et se contenter d'avoirs minimaux calculés sur l'accroissement des engagements. L'efficacité des réserves sur accroissement est considérablement renforcée par le fait qu'en rapatriant des fonds, les banques risquent de provoquer la mise en application de la limitation des crédits qui neutraliserait les liquidités qu'elles ont fait venir de l'étranger.

Nous n'avons que peu de choses à dire de la proposition - bien intentionnée elle aussi - de faire porter les avoirs minimaux sur l'actif du bilan des banques. L'octroi de nouveaux crédits donnerait lieu au prélèvement d'avoirs minimaux. Ainsi, accroissant leurs crédits, les banques perdraient directement des liquidités, ce qui réduirait le potentiel de crédit du système bancaire.

Ce système implique une différenciation des taux applicables aux diverses catégories de crédits, si bien que l'on pourrait reprocher à la Banque nationale de faire du dirigisme économique au mépris de la Constitution.

Pour des raisons analogues à celles dont nous avons parlé à propos des réserves portant sur le passif des bilans, ce moyen ne permettrait pas de résoudre le problème des rapatriements de fonds. D'autre part, il risquerait davantage de fausser la concurrence. Les banques dont les opérations se font

principalement dans le pays verraient leurs liquidités fondre rapidement tandis que celles qui disposent d'un important réservoir de liquidités à l'étranger pourraient rapatrier les fonds nécessaires. Cela pourrait stimuler de façon massive et arbitraire le processus de concentration en faveur des grandes banques.

Nous ne pensons donc pas qu'un tel instrument puisse entrer en considération en Suisse actuellement.

On conteste aussi la proposition d'accorder à la Banque nationale la compétence d'influer sur le volume des émissions d'emprunts afin d'éviter une hausse excessive du taux de l'intérêt. En réalité, la Banque nationale ne pourrait user de cette compétence que dans le cas où les banques intéressées ne parviendraient pas à régler elles-mêmes la question.

Le premier projet ne prévoyait pas cette compétence, mais la grande majorité des autorités consultées l'ont estimée nécessaire.

S'il devenait indispensable de limiter le volume des émissions, le secteur public serait le premier à s'en ressentir, puisque les émissions d'actions ne sont pas visées par la loi. Il est douteux que les banques, livrées à elles-mêmes, soient assez fortes pour résister aux pressions des pouvoirs publics.

Réponse aux objections soulevées par la limitation de l'accroissement des crédits

C'est la limitation de l'accroissement des crédits qui a soulevé le plus de critiques.

1. L'Association suisse des banquiers reconnaît qu'il peut être nécessaire de limiter l'accroissement des crédits.

Elle voudrait toutefois que cela se fasse sur la base de conventions. "Pas de mainmise de la Banque nationale", tel est le mot d'ordre. On semble ignorer totalement que la loi accorde une certaine priorité à la convention volontaire, qu'elle prévoit une procédure de consultation comportant plusieurs échelons, qu'à titre de sûreté supplémentaire, la durée d'application est limitée et que la loi interdit d'abaisser la limite au-dessous d'un niveau donné.

Une mainmise est exclue; d'ailleurs, l'opinion publique n'admettrait pas l'arbitraire.

Derrière le reproche de la mainmise se cache le désir de certaines banques et de groupes de banques d'obtenir un droit de veto contre la limitation du volume monétaire. Il est parfaitement illusoire de croire que des établissements bancaires ou des groupes de banques qui s'efforcent de réaliser des profits et qui rivalisent entre eux pour étendre leur clientèle et pour arrondir autant que possible leurs bilans pourront conserver indéfiniment le pouvoir de décider quelle doit être l'évolution de la masse monétaire en Suisse.

Les expériences faites jusqu'ici ont toujours contraint le législateur à édicter des prescriptions sur les principales sortes de monnaies. Il en fut d'abord ainsi des pièces de monnaie, puis des billets de banque. La monnaie scripturale créée par les banques, qui est devenue de nos jours le plus important des moyens de paiement, ne peut échapper à cette nécessité. Ce contrôle est indispensable au bon fonctionnement d'une économie de marché.

L'argument de la mainmise en appelle de façon démagogique à l'instinct de liberté du peuple; elle n'est donc pas sans danger. Elle amène de l'eau au moulin des partisans d'une solution qui consisterait à mettre entre les mains d'une auto-

rité politique la compétence d'user des nouveaux moyens d'action. Mais, si nous sommes bien informés, c'est justement ce que les banquiers rejettent avec véhémence. Nos amis banquiers feraient donc bien de manier cet argument avec prudence.

L'histoire nous apprend que le plus grand risque d'inflation vient des gouvernements. Il serait par conséquent absurde d'introduire le loup dans la bergerie. Les auteurs de la Constitution ont clairement vu ce danger lorsqu'ils ont déclaré qu'il convenait d'accorder à la banque d'émission responsable de la politique monétaire l'indépendance nécessaire pour s'opposer à un abus des possibilités de création monétaire.

Dans le message, le Conseil fédéral lui-même a très clairement admis le principe selon lequel les nouveaux moyens d'action doivent être mis entre les mains de la Banque nationale. Il ne tient pas à réduire la protection que la Constitution accorde au citoyen contre le fort danger que comporte l'activité de l'Etat dans le domaine monétaire.

2. On entend souvent objecter que la limitation de l'accroissement des crédits empêche les banques d'utiliser pleinement leur capacité de crédit et restreint par conséquent le champ de la concurrence dans l'industrie bancaire.

Les auteurs de cette objection perdent de vue l'objectif fixé. C'est précisément le but du projet que d'empêcher la pleine utilisation de la capacité de crédit car, en temps de surchauffe, elle est préjudiciable à l'économie. Elle conduit à l'inflation et altère les conditions de concurrence dans l'économie de marché.

Souvent aussi, on prétend que la limitation de l'accroissement des crédits fige la structure bancaire. Du moment que la durée d'application est limitée, ce reproche ne se justifie pas. Au contraire, la limitation empêche ceux qui font li-

tière de l'intérêt général d'améliorer leur position concurrentielle au détriment des autres. Nous l'avons déjà dit: si le poids principal des mesures restrictives reposait entièrement sur les avoirs minimaux, les banques dont les opérations se font surtout dans le pays seraient désavantagées par rapport à celles qui peuvent puiser de nouvelles liquidités dans les réserves dont elles disposent à l'étranger.

Il n'est pas rare d'entendre alléguer que la limitation des crédits favorise les grandes banques, qui peuvent amener leurs clients à consolider leurs crédits sur le marché des capitaux ou encore qu'elle leur permet d'évincer les banques locales en favorisant systématiquement la clientèle d'une région donnée. Ces objections visent les avantages naturels des grandes banques, avantages qui, en principe, peuvent jouer avec ou sans restrictions, et quel que soit le genre des restrictions. Il est erroné d'y voir, sans plus de nuances, une conséquence de la limitation de l'accroissement des crédits.

Il convient d'insister sur le fait que la limitation de l'accroissement des crédits protège les banques dont les opérations se font surtout dans le pays en empêchant que les banques qui ont des fonds à l'étranger ne profitent d'une période de restrictions pour leur couper l'herbe sous les pieds.

On dit aussi que la limitation de l'accroissement des crédits désavantage les petites entreprises par rapport aux grandes, qui sont moins tributaires du crédit bancaire.

Quiconque possède déjà les fonds nécessaires à l'expansion de son entreprise est en meilleure posture que celui qui doit d'abord se les procurer auprès des banques. Cela n'a rien à voir, en soi, avec la limitation de l'expansion des crédits ou avec la méthode appliquée.

Toutefois, puisque l'objection est soulevée, il convient de préciser qu'elle vaut aussi bien pour les avoirs minimaux, à moins d'admettre d'emblée qu'ils sont dénués d'efficacité. Mais surtout, on ne se rend pas compte que l'on demande par là de développer l'inflation pour renforcer les petites et moyennes entreprises. Sans compter que l'avantage que ce groupe économique pourrait tirer d'une inflation accrue est très problématique, l'application d'une telle recette reviendrait à frustrer, au profit de milieux mieux situés, une couche de la population plus étendue et plus faible économiquement, du pouvoir d'achat de son revenu et de son épargne.

Si les petites et moyennes entreprises doivent être renforcées par rapport aux grandes, ce n'est pas en dépréciant davantage la monnaie qu'il faut chercher à atteindre ce résultat.

Certains prétendent aussi qu'en cas de restrictions, les banques serviraient d'abord leurs gros clients, et négligeraient la petite et moyenne clientèle.

Vu la forte position dont jouissent les banques cantonales et les banques locales, qui sont précisément celles qui pratiquent surtout le petit et le moyen crédit, cet argument n'a pas grand poids. L'avancer pour faire échec à la lutte contre l'inflation serait un non-sens car ordinairement les petites et moyennes entreprises souffrent davantage de l'inflation que les autres.

L'argument selon lequel la limitation de l'accroissement des crédits désavantage les régions en voie de développement est tout aussi fallacieux. D'une part, il devrait aussi s'adresser aux avoirs minimaux; de l'autre, il méconnaît des facteurs décisifs.

Lors d'un boom inflationniste, les centres économiques qui exercent déjà comme tels un certain attrait, aspirent de la main-d'oeuvre en offrant des salaires plus élevés. Ainsi, les régions en voie de développement sont menacées par un exode croissant de travailleurs. Or le développement exige non seulement des fonds, mais aussi et surtout de la main-d'oeuvre. Du moment que le nombre des ouvriers étrangers ne pourra plus s'accroître lors d'un prochain boom, la main-d'oeuvre des régions en voie de développement sera, encore davantage que dans le passé, attirée par les centres industriels. C'est en outre un fait d'expérience que les régions économiques marginales sont plus atteintes par la récession consécutive à une inflation.

Les régions en voie de développement ne peuvent trouver aucune aide dans une inflation accrue dont, en définitive, les éléments économiquement les plus faibles font toujours les frais. Il faut plutôt, pour les soutenir, équiper systématiquement l'infrastructure, prendre des mesures fiscales adéquates et créer un climat économique caractérisé par une croissance régulière.

Remarques concernant les objections de nature générale

Parmi les nombreuses objections d'ordre général, il convient de relever les suivantes:

1. La puissance de la Banque nationale est dangereusement accrue

Les auteurs de cette objection perdent de vue que les nouvelles dispositions légales ne doivent pas accorder à la banque d'émission davantage d'influence qu'elle n'en exerçait au moyen de la politique d'escompte, lorsque ses octrois de crédits étaient encore la source principale de la création monétaire dans le pays. L'influence effective que les nouveaux

moyens d'action lui permettront d'exercer restera même bien en deçà de celle dont elle disposait jadis.

Les nouveaux moyens d'action constituent avant tout la contre-partie de l'obligation imposée à la Banque nationale de convertir en francs suisses les devises qui lui sont offertes. Il faut que les francs suisses créés en excédent puissent être neutralisés. Les moyens proposés ne se prêtent pas non plus au dirigisme économique; ils ne peuvent servir qu'à refréner l'excès de création monétaire. De plus, une série de consultations sont prévues, et les compétences sont très étroitement circonscrites, si étroitement même que l'on voit se répandre la crainte qu'elles ne soient pas assez efficaces.

Mettre à la disposition de la Banque nationale des moyens d'action mieux adaptés à ses tâches n'est pas accroître dangereusement sa puissance; c'est seulement créer les conditions qui lui permettront d'accomplir ses tâches.

2. Contrairement aux pays étrangers, nous ne possédons pas encore de moyens d'action; notre monnaie ne s'en porte pas plus mal, bien au contraire.

La création massive de monnaie scripturale est un phénomène tout récent. Dans notre pays elle a connu un développement remarquable au cours des deux dernières décennies. Mais c'est surtout au début des années soixante qu'elle a pris des proportions inquiétantes. Il est à relever que depuis le début des années soixante, les avoirs de la clientèle étrangère se sont développés de façon extraordinaire, ce qui a posé des problèmes nouveaux et complexes aux autorités monétaires. Or, cette fois-là déjà, nous avons dû adopter une législation d'urgence qui ne s'est pas limitée au secteur monétaire, afin d'empêcher une débâcle.

Cette objection ne peut donc être attribuée qu'à l'ignorance ou à la mauvaise foi.

3. Selon une objection très à la mode, l'application des moyens d'action conduirait à la hausse du taux de l'intérêt et accentuerait en conséquence la dépréciation de la monnaie.

La fonction principale des nouveaux moyens d'action est d'empêcher une création excessive de monnaie scripturale à des fins d'investissement. Il s'agit donc, en cas de surchauffe conjoncturelle, de réduire l'écart entre l'expansion des crédits et le développement de l'épargne véritable.

Les moyens d'action ne visent donc pas à stériliser l'épargne en restreignant artificiellement l'offre des fonds épargnés. Le projet de loi est assorti de sûretés contre une telle utilisation de ces moyens d'action. Il s'agit donc exclusivement d'empêcher une extension artificielle, inflationniste, de l'offre de crédits.

Si les banques ne pouvaient offrir aux investisseurs que les fonds de l'épargne, l'intérêt monterait dès que la demande de tels fonds dépasserait l'offre.

En revanche, si l'épargne existante est "allongée" par de la monnaie scripturale nouvellement créée, le taux de l'intérêt n'augmente pas nécessairement. Cet allongement de l'épargne par de l'argent nouvellement créé coûte beaucoup plus cher qu'une hausse de taux de l'intérêt.

Le surcroît de demande qui résulte de la création de monnaie scripturale n'est contrebalancé par aucune renonciation à la consommation chez d'autres sujets économiques. La demande de biens se développe davantage que l'offre, et l'excédent de demande pousse les prix à la hausse. Au lieu que le débiteur

paie l'intérêt conforme à la situation du marché, d'autres sujets économiques doivent subir un sacrifice bien plus grand en voyant s'amenuiser le pouvoir d'achat de leurs revenus. Ce n'est pas le débiteur qui paie ce "substitut de l'intérêt", mais d'autres que lui, qui ne profitent pas, ou pas directement, de l'argent emprunté. Cette répartition des avantages et des charges contraire aux lois du marché distord celui-ci et attise la surchauffe.

On ne saurait en tout cas suivre longtemps cette voie sans inconvénients.

On s'aperçoit bientôt que les crédits d'investissement reposant sur la création de monnaie scripturale prennent une importance disproportionnée à l'épargne. Une banque qui entend demeurer solvable se doit de corriger une telle disproportion.

La banque est par conséquent obligée de chercher davantage de fonds à long terme et d'amener ses principaux débiteurs à consolider leurs crédits en trouvant des fonds sur le marché des capitaux. Il s'ensuit une demande excédentaire de capitaux d'épargne qui pousse rapidement l'intérêt à la hausse. Cette hausse sera d'autant plus forte que la disproportion à éliminer sera plus grande.

Le niveau général de l'intérêt va dès lors s'élever bien davantage que si, dès le début, l'offre de crédit était demeurée proportionnée à l'épargne, c'est-à-dire si l'on avait moins créé de monnaie scripturale.

Le rôle des moyens d'action consiste à réduire l'étendue de la disproportion entre l'offre de crédit et le volume de l'épargne.

S'ils remplissent cette fonction, la hausse de l'intérêt sera plus faible, et il en ira de même de la pénalité que les autres secteurs de l'économie auront à supporter sous forme de dépréciation de la monnaie.

4. Les moyens d'action reviennent à éterniser l'arrêté sur le crédit.

C'est le contraire qui est vrai. Les moyens d'action doivent contribuer à éviter la réapparition des arrêtés conjoncturels d'urgence et, notamment, de l'arrêté sur le crédit.

Les arrêtés conjoncturels d'urgence et, avec eux, l'arrêté sur le crédit ont été nécessaires à l'époque parce qu'on avait cherché trop longtemps à surmonter l'excès d'expansion économique et ses conséquences inflationnistes par des recommandations et des conventions trop peu efficaces.

Ainsi, l'arrêté sur le crédit n'a été édicté que lorsqu'il est apparu que les crédits bancaires à court terme ne pouvaient plus être suffisamment consolidés par des hypothèques, parce que le volume du crédit dépassait de beaucoup celui de l'épargne.

La disproportion étant devenue manifeste, il n'y avait que deux issues:

- a) soit une grande réserve de la part des banques dans l'octroi de nouveaux crédits (nécessaire si l'on voulait endiguer l'inflation),
- b) soit l'utilisation de capitaux étrangers pour consolider les crédits, ce qui aurait du même coup accéléré et prolongé l'inflation.

Des deux moyens de freinage que comportait l'arrêté sur le crédit, à savoir:

- a) l'interdiction de placement pour les capitaux étrangers, et
- b) la fixation de limites d'accroissement des crédits,

le premier était de loin le plus efficace, car il empêchait les banques de transférer à des étrangers sous forme d'obligations et d'hypothèques les crédits d'investissement excessifs et, partant, inflationnistes qu'elles avaient accordés.

Les banques ont été alors obligées de rechercher elles-mêmes un meilleur équilibre entre les crédits qu'elles accordaient et l'épargne qui se formait. Il leur a fallu se montrer réservées dans l'octroi de nouveaux crédits, c'est-à-dire qu'elles n'ont plus créé de la monnaie scripturale génératrice d'inflation que dans une mesure restreinte.

Ce premier frein était plus fort que les taux d'accroissement des crédits relativement élevés autorisés par l'arrêté sur le crédit. Cela s'est traduit dans le fait que, en moyenne, les taux d'accroissement des crédits n'ont pas et de loin été pleinement utilisés. Ils n'étaient toutefois pas dénués d'efficacité, dans la mesure où une série d'établissements auraient pu dépasser la limite. Toutefois, la plupart des banques n'avaient pas cette possibilité.

De nombreuses banques qui ne disposaient pas de moyens suffisants ne se sont pas fait faute de déclarer que c'était l'arrêté sur le crédit qui les empêchait d'accorder les crédits demandés par leur clientèle. On a cherché à mettre cette déconvenue sur le compte de la Banque nationale.

Les nouveaux moyens d'action doivent justement contribuer à empêcher le retour d'une impasse de consolidation, suivie d'une contraction subite des crédits et d'une hausse de l'intérêt.

Aussi le projet ne contient-il aucune compétence visant à limiter le placement des capitaux étrangers en Suisse.

La limitation des crédits n'est d'ailleurs pas la première mesure prévue par le projet, mais la dernière d'une série; de plus, la durée de son application est limitée.

Les moyens d'action comportent d'autres mesures plus douces, que l'arrêté sur le crédit n'avait pas prévues, telles que le renforcement de la politique d'open-market et le système des avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements, c'est-à-dire sur l'accroissement de la monnaie scripturale nouvellement créée.

Il est inexact de prétendre que les moyens d'action ressuscitent l'arrêté sur le crédit. Ils doivent plutôt contribuer à empêcher le retour d'une situation qui mènerait à une grave impasse de consolidation, ou qui obligerait à prendre des mesures d'urgence pour refréner la conjoncture.

La temps me manque pour réfuter toutes les objections dans cet exposé introductif. La discussion fournira sans doute l'occasion de répondre à d'autres critiques.