

Exposé sur la situation économique et monétaire
présenté à la séance du Conseil de banque du 12 septembre 1969

par
Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

L'évolution de l'économie mondiale

L'économie mondiale demeure sous l'influence de fortes poussées conjoncturelles. Mesuré au produit national brut réel, le rythme de croissance s'est toutefois quelque peu ralenti ces temps derniers; la demande se heurte de toutes parts et de plus en plus aux limites des capacités disponibles. Selon les chiffres provisoires dont on dispose, l'accroissement du produit national brut réel dans les pays membres de l'OCDE qui était de 6 % environ durant la seconde moitié de 1968, serait tombé à 5% au premier semestre de cette année et il n'atteindrait plus que 3½ % au deuxième semestre. Les mesures de freinage que les Etats-Unis et la Grande-Bretagne appliquent depuis longtemps déjà et celles qui ont été prises il y a quelques mois dans une série de pays d'Europe continentale n'ont pas encore abouti à un changement décisif. La poussée mondiale des coûts et des prix s'est plutôt renforcée. Refrénér ces tendances inflationnistes constitue actuellement à n'en pas douter l'un des problèmes les plus urgents de la politique économique des pays industrialisés.

Durant les mois prochains, la conjoncture mondiale sera vraisemblablement soumise à des influences contradictoires. On constatait dernièrement aux Etats-Unis certains signes d'un revirement psychologique qui pourrait encore s'accroître. En revanche, les principaux indicateurs économiques ne révèlent pas de fléchissement sensible des poussées conjoncturelles. En Grande-Bretagne, les mesures prises par le gouvernement paraissent avoir nettement freiné l'essor. Toutefois, certains symptômes très récents reflètent une légère reprise de la demande. La dévaluation française, qui doit être complétée d'un programme étendu de mesures destinées à améliorer l'équilibre économique, laisse prévoir un ralentissement de la demande française d'importations. Ces facteurs qui devraient tendre à une réduction de la demande à l'échelle internationale trouvent leur contrepartie dans les forces expansionnistes toujours vigoureuses qui prédo-

minent en République fédérale d'Allemagne, en Italie et au Japon, et qui s'étendent également aux pays industrialisés moins importants d'Europe. C'est pourquoi on ne peut guère s'attendre à ce que la poussée exercée en Suisse par la demande étrangère se relâche dans les prochains mois au point de modifier de façon décisive le climat conjoncturel de notre pays.

La situation économique aux Etats-Unis s'est peu modifiée au cours des derniers mois. Les mesures de freinage prises par les autorités dans le domaine de la politique fiscale et, en particulier, dans celui de la politique monétaire et de crédit, ne sont pas encore parvenues à endiguer sensiblement l'expansion de la demande, soutenue par une mentalité inflationniste prononcée. En dépit de la tension inusitée qui règne sur le marché de l'argent et des capitaux et de la forte hausse du taux de l'intérêt qui en résulte, les investissements n'ont diminué jusqu'ici que dans une mesure insignifiante. Au cours des mois de juin et juillet également, la production industrielle s'est accrue à un rythme à peine ralenti (+ 5,5 % par rapport au mois correspondant de l'année précédente, contre 6,4 % dans la même période de 1968). L'industrie automobile accuse à nouveau une forte hausse de production. Seule la construction de logements qui, on le sait, réagit la première à un renchérissement des crédits, a sensiblement faibli au cours des mois passés. A en juger par l'évolution des chiffres d'affaires du commerce de détail, l'expansion des dépenses de consommation s'est également ralentie. Reste à savoir si cette tendance va se maintenir en dépit de la hausse persistante des salaires. Il est d'ailleurs frappant de constater combien la demande de crédits de consommation a augmenté au cours des mois passés. L'accroissement de ces crédits explique certainement pour une bonne part pourquoi les mesures fiscales ont eu jusqu'ici si peu d'effet sur la demande des ménages privés. L'administration a eu grand peine à reconduire jusqu'à la fin de cette année la surtaxe fiscale de 10 %, et les perspectives de la voir proroger derechef ne paraissent pas particulièrement favorables. La hausse des coûts et des prix s'est à nouveau accélérée. En juillet, l'indice des prix à la consommation dépassait de 6 % en chiffre rond le niveau de l'an dernier. La poussée des prix ne paraît pas encore s'affaiblir. On verra bientôt si la politique restrictive graduelle mais soutenue que pratique la nouvelle administration suffira à contenir l'inflation.

En Grande-Bretagne, un rafraîchissement sensible du climat conjoncturel s'est manifesté durant le premier semestre, où l'économie a pour ainsi dire stagné. L'indice de la production et le produit national brut n'ont augmenté que dans des proportions minimales. Les investissements sont demeurés faibles. Le nombre des chômeurs a atteint 577 000 en juin, tandis que celui des places vacantes diminuait. Malgré ce fléchissement de la conjoncture, la hausse des prix ne s'est pas atténuée jus-

qu'ici. Au cours du deuxième trimestre de 1969, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,4 % le niveau de l'année précédente (6,2 % pendant le premier trimestre). Cela est dû pour une part à la dévaluation de 1967, ainsi qu'à la majoration des impôts de consommation. En juillet, certains indices paraissaient annoncer une légère relance de la conjoncture pour les mois à venir. Les autorités britanniques s'efforcent toujours de réaliser un excédent budgétaire et de limiter les crédits bancaires afin de provoquer une baisse sensible de la demande intérieure nécessaire au développement des exportations et à la compression des importations, qui demeurent élevées. En revanche, elles ont pratiquement renoncé à exercer un certain contrôle sur les grèves nombreuses qui se produisent en Grande-Bretagne.

Dans l'économie française, les signes d'une tension croissante sont apparus au cours des mois passés. Les investissements et les dépenses de consommation ont fortement augmenté cette année. Les chômeurs, qui étaient encore environ un demi million l'année dernière, ont presque tous été réintégrés dans le circuit économique. L'économie est généralement mise à contribution jusqu'à la limite de sa capacité. L'excédent de la demande a provoqué une croissance accélérée des importations, manifestement renforcée par la méfiance latente de la population à l'égard de la monnaie. Cette évolution n'est certes pas étrangère à la décision prise le 8 août par le gouvernement français de dévaluer le franc de 11,11 %. Selon les déclarations du ministre de l'économie, cet ajustement monétaire doit être complété par un vaste programme de stabilisation, destiné à adapter l'évolution de la demande aux possibilités réelles de croissance de l'économie française. Ce programme complétera les restrictions de crédit, qui avaient déjà été renforcées au mois de novembre dernier. Le gouvernement met actuellement au point les détails de son nouveau programme de politique économique: Il a provisoirement bloqué les prix jusqu'à la mi-septembre afin d'empêcher que la dévaluation donne lieu à des hausses accélérées. Dans une phase de surchauffe conjoncturelle telle que celle qui règne actuellement en France, les prix n'ont que trop tendance à monter. La dévaluation a en outre obligé la France à renoncer provisoirement à l'application du tarif agricole commun de la CEE. Le gouvernement a déjà augmenté les prix de divers produits agricoles. Le succès de la politique française de stabilisation dépendra dans une large mesure du résultat des négociations sur les salaires qui s'engageront l'automne prochain.

En République fédérale d'Allemagne, l'essor conjoncturel se maintient sans fléchir. L'affaiblissement de la demande dont on avait cru discerner les signes ne s'est pas produit jusqu'ici. Le taux d'accroissement du produit national brut réel, qui avait été de 6,7 % en 1968, semble devoir à nouveau dépasser 6 % en 1969. Les capacités de production disponibles sont mises entièrement à contribution sans que la demande croissante puisse être en-

tièrement satisfaite. Les portefeuilles de commandes des industriels allemands sont mieux garnis que pendant le boom de 1960 et surtout la pénurie de main-d'oeuvre, en particulier, s'accentue. L'économie allemande emploie de plus en plus de main-d'oeuvre étrangère. Tandis que les exportations continuent de s'accroître (progression de 32 % de juin 1968 à juin 1969), la demande intérieure de biens de consommation augmente rapidement. Le développement des investissements paraît s'être quelque peu ralenti ces derniers temps, mais on ne saurait dire encore s'il ne s'agit que d'un phénomène durable et passager. Les prix des produits de l'industrie ont nettement monté, alors que l'indice des prix à la consommation ne reflète pas encore une tendance marquée à la hausse. A la fin de juin, il était de 2,7 % plus élevé qu'une année auparavant. On s'attend, il est vrai, à ce que la poussée des prix s'accélère vers la fin de l'année, car les pourparlers qui s'engageront l'automne prochain entre les syndicats ouvriers et patronaux aboutiront probablement à de fortes augmentations de salaires. Dans l'industrie métallurgique, les salaires ont d'ailleurs déjà été majorés de 8 %. Les autorités ont pris diverses mesures pour endiguer les poussées inflationnistes intérieures; le gouvernement fédéral a en particulier décidé de réduire ses dépenses et de rembourser avant terme des dettes au moyen des recettes fiscales courantes. Il a d'autre part prorogé pour un temps indéterminé la taxe de 4 % sur les exportations et la détaxe de 4 % sur les importations. Il a par contre renoncé à prendre d'autres mesures pour modérer l'expansion des exportations. De son côté, la Bundesbank a élevé le niveau des réserves minimales et augmenté son taux de l'escompte. Elle a pris en outre des mesures pour refréner l'afflux de fonds étrangers dans l'économie allemande. Vu l'évolution actuelle, on ne peut cependant guère s'attendre ces prochains mois à un ralentissement durable de l'expansion économique allemande.

La reprise de la demande intérieure en Italie suscitée cette année par une politique économique volontairement expansive, a continué de s'accélérer durant les mois passés. A côté de l'accroissement des exportations (22,5 % au premier semestre 1969 par rapport à la période correspondante de l'année dernière,) on constate notamment une forte progression de la construction de logements. Les prix, dont l'évolution était demeurée relativement lente, (le taux de renchérissement était de 2,5 % au premier semestre de 1969) augmentent plus rapidement maintenant. On craint que les pourparlers qui s'engageront en automne avec les syndicats soient suivis d'augmentations de salaires massives, ce qui ne manquerait pas d'accentuer les tendances inflationnistes.

La haute conjoncture règne également aux Pays-Bas et en Belgique. En Belgique, l'expansion se heurte aux limites de la capacité de production. Les portefeuilles de commandes ont fortement grossi et les délais de livraison se sont considérablement

allongés. Les prix commencent à monter plus rapidement. Aux Pays-Bas, les mesures que le gouvernement a été obligé de prendre après la vague de renchérissement du début de l'année, et qui comportaient notamment un blocage des prix, ont entraîné une certaine détente conjoncturelle. Les exportations continuent toutefois de se développer. Le fait que les augmentations de salaires aient pu être limitées à 5-6 % par an lors des négociations tarifaires du mois de juin devrait avoir un effet favorable sur la conjoncture hollandaise.

Le développement économique du Japon se poursuit. La croissance extraordinairement vigoureuse s'accompagne d'une hausse des prix accélérée. Les autorités se sont contentées jusqu'ici de donner un coup de semonce à l'économie en majorant le taux de l'escompte, car la balance commerciale et la balance des revenus, qui constituent les pierres de touche de la politique économique japonaise, continuent d'évoluer favorablement.

La situation monétaire internationale.

Deux événements, en particulier, ont retenu l'attention dans l'évolution monétaire internationale des mois passés: l'accord réalisé au sein du "Groupe des Dix" concernant la première mise en vigueur des droits de tirage spéciaux et la dévaluation du franc français de 11,11 % survenue le 8 août.

Les nouveaux statuts du Fonds Monétaire International, qui prévoient la création de droits de tirage spéciaux à titre de liquidités internationales additionnelles, sont entrés en vigueur au mois de juillet, lorsque fut atteint le quorum requis pour leur ratification. Le même mois, les pays du "Groupe des Dix" sont convenus de proposer à l'assemblée annuelle des institutions de Bretton Woods, qui se tiendra à Washington à la fin de septembre / début d'octobre, de mettre immédiatement en vigueur les règles relatives aux droits de tirage spéciaux. Ils se sont ensuite mis d'accord pour recommander la création de droits de tirage spéciaux, tout d'abord pendant trois ans, à savoir pour 3,5 milliards de dollars en 1970 et pour 3 milliards de dollars chacune des deux années suivantes. La répartition de ces montants globaux entre les différents pays s'opère en proportion des quote-parts des membres au Fonds Monétaire. Les décisions concernant la mise en application du système des droits de tirage spéciaux et le montant des droits à créer dans les années à venir, doivent être prises par plus de cent membres du Fonds Monétaire International qui a approuvé ce système. Etant donné le rôle que joue le "Groupe des Dix" au sein du Fonds Monétaire, il est peu probable que la prochaine assemblée annuelle prenne des décisions qui s'écartent de l'entente réalisée au sein du groupe.

Ce sont les Etats-Unis qui ont exprimé les premiers l'idée que des réserves monétaires supplémentaires sous forme de droits de tirage spéciaux devraient être créés immédiatement. Cette idée a trouvé l'appui des autres pays du "Groupe des Dix". Des études approfondies ont amené la direction du Fonds Monétaire International à recommander également la création immédiate de droits de tirage spéciaux. C'est manifestement l'évolution monétaire internationale des derniers mois qui a amené les pays d'Europe continentale à modifier quelque peu leur attitude à ce propos. Diverses considérations paraissent avoir joué un rôle dans la décision du "Groupe des Dix": Les réserves monétaires du monde occidental, mais en particulier celles du "Groupe des Dix", ont diminué depuis 1967 si l'on fait abstraction des crédits de soutien à la Grande-Bretagne et à la France, et il ne faut pas compter que les sources traditionnelles procurent un accroissement notable de ces réserves. La production d'or courante paraît devoir être absorbée par la demande privée, qui s'accroît rapidement. Si les Etats-Unis maintiennent leur balance des paiements en équilibre - de l'avis général, ils devraient absolument y parvenir - les réserves de dollars des autres pays cesseront de s'accroître. En fait, le redressement de la balance américaine des paiements qui a résulté, dès le milieu de l'année dernière, des afflux d'argent et de capitaux européens, commence à se faire sentir à l'étranger. Plusieurs banques centrales européennes ont perdu dans les mois passés une partie de leurs réserves de dollars. Certains craignent déjà une nouvelle pénurie de dollars. Quoiqu'il en soit, cette évolution plutôt inattendue a nettement influencé l'attitude générale à l'endroit de l'approvisionnement en réserves monétaires, Cette évolution a montré en particulier qu'à l'heure actuelle, aucun pays ne voudrait ni ne pourrait accepter une diminution importante et durable de ses propres réserves monétaires. Enfin, la peur de voir les restrictions touchant le commerce international et les paiements s'aggraver sensiblement en cas de pénurie de liquidités internationales a fait pencher fortement la balance.

En raison de ces considérations, l'opportunité de créer les droits de tirage spéciaux déjà dans les mois à venir n'a pas été sérieusement contestée dans les discussions du "Groupe des Dix". Au début, les avis divergeaient quant au montant des liquidités supplémentaires à créer et à la période pour laquelle ce montant devait en être fixé. On sait que les statuts prévoient que le volume des droits de tirage spéciaux doit être fixé chaque fois pour une période de cinq ans. Il avait d'abord été question de fixer dans une première phase des montants annuels d'environ 1 à 2 milliards de dollars. Les Américains notamment ont relevé qu'un accroissement de cet ordre serait insuffisant. Ils ont fait valoir en particulier qu'au cours des prochains mois, la Grande-Bretagne et la France auraient à rem-

bourser d'importants crédits de soutien, ce qui les obligerait à se procurer des réserves monétaires supplémentaires. Il fallait en outre que ces deux pays puissent reconstituer leurs réserves monétaires fortement entamées. Mais d'autres pays, comme les Etats-Unis et le Japon, envisageaient également d'augmenter leurs réserves parce qu'ils les estimaient insuffisantes en proportion de leur commerce extérieur et de leurs paiements internationaux. Ces objectifs restaient inaccessibles puisque les sources traditionnelles ne procuraient que peu ou pas de réserves supplémentaires et que, comme on l'a vu, aucun autre pays n'était disposé à perdre une part importante de ses propres réserves. Selon des estimations américaines, il faudrait, pour atteindre ces objectifs, augmenter d'environ 4,5 milliards de dollars les réserves monétaires globales. Les pays de la CEE étaient d'abord convenus entre eux d'un montant annuel de 2,5 milliards de dollars. On avait alors estimé que le nouveau moyen de réserves inspirerait davantage confiance si on opérait au début avec des montants relativement limités. L'accord finalement réalisé constitue donc un compromis entre ces deux positions.

La décision de créer au cours des prochaines années des réserves monétaires additionnelles, est d'une grande portée pour l'évolution future de la situation monétaire internationale. Il faudra quelques années d'expérience pratiques avec ce nouveau moyen de réserves pour émettre un jugement valable à ce sujet. Vu les perspectives d'évolution des balances des paiements, certains continuent toutefois de craindre que les montants choisis soient trop élevés. Les calculs sur l'accroissement des réserves nécessaires pour permettre aux divers pays d'atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés supposent que l'amélioration des balances des paiements (excédent ou équilibre) impliquée par ces objectifs peut se réaliser. Cela ne dépend toutefois pas du volume des réserves monétaires, mais surtout de la politique économique que l'on pratiquera. Des réserves monétaires par trop abondantes pourraient au contraire affaiblir les efforts en vue d'atteindre ou de maintenir l'équilibre du commerce extérieur.

Les "Dix" ont voué toute leur attention au problème des balances des paiements. Les statuts contiennent une disposition connue, selon laquelle des droits de tirage spéciaux ne seront émis pour la première fois que lorsque les balances des paiements des principaux pays industrialisés seront mieux équilibrées et que l'on aura la perspective de voir mieux jouer cet équilibre à l'avenir. La plupart des membres du "Groupe des Dix" admettaient qu'en ce qui concerne la situation des balances des paiements, on ne peut parler actuellement d'une nette amélioration, mais la majorité a estimé que les considérations qui militent en faveur de la création de droits de tirage spé-

ciaux primaient les craintes que cette création suscite. De plus, les pays où l'équilibre était le plus compromis ont donné l'assurance que l'attribution de droits de tirage spéciaux ne diminuerait pas leurs efforts en vue d'assainir leur situation.

En réalité, l'évolution des balances des paiements au cours des mois passés ne reflète pas encore une amélioration sensible. Certes, la balance des paiements des Etats-Unis s'est de nouveau soldée au premier semestre par un solde actif de 2,4 milliards de dollars "on official settlement account", c'est-à-dire calculée sur la base des engagements à l'égard d'autorités monétaires étrangères. Calculée "on liquidity basis" c'est-à-dire sur la base de l'ensemble des engagements à court terme envers l'étranger, la balance américaine des paiements se solde par un déficit extrêmement élevé de 5,5 milliards de dollars. L'important écart qui existe entre ces deux chiffres trahit la structure singulière que présente actuellement la balance américaine des paiements. La balance commerciale s'est à nouveau fortement détériorée, si bien que le solde actif de la balance des revenus a diminué. Pour compenser le recul du solde actif de la balance courante, il faudrait que les afflux de fonds étrangers s'accroissent. Or, l'afflux de capitaux étrangers à long terme, qui avait atteint un volume important pendant le deuxième semestre de 1968, a considérablement diminué. Les achats d'actions américaines par des étrangers, en particulier, ont regressé. Le fléchissement des importations de capitaux à long terme explique également l'évolution défavorable de la balance des paiements "on liquidity basis". Le resserrement croissant des crédits et la hausse progressive des taux d'intérêt aux Etats-Unis ont toutefois eu pour effet d'accroître à nouveau fortement, durant le second semestre, les prélèvements de fonds à court terme que les banques et les entreprises américaines ont opéré à l'étranger, notamment sur le marché des euro-devises. C'est ce qui a rendu possible l'excédent de la balance des paiements "on official settlement account". La situation actuelle de la balance américaine des paiements est donc peu sûre. Le fait que ce soient précisément les Etats-Unis qui importent des capitaux pour maintenir leur balance des paiements en équilibre n'est guère satisfaisant et cet état de choses ne saurait durer longtemps. Il faut donc espérer que les Etats-Unis parviendront à enrayer la surchauffe et à améliorer de façon sensible leur balance des revenus, avant qu'un revirement se produise dans les mouvements de capitaux.

La balance des paiements de la Grande-Bretagne s'est légèrement améliorée. Pendant les sept premiers mois de 1969, le déficit de la balance commerciale a diminué grâce à une augmentation sensible des exportations. La balance des revenus paraît s'être soldée au premier semestre par un léger excédent (environ 20 millions de livres). La Grande-Bretagne doit toute-

fois réaliser encore de grands progrès pour parvenir en mars 1970 à l'excédent de 300 millions de livres qu'elle a indiqué dans ses conventions avec le Fonds Monétaire International. Il faut pour cela que la balance commerciale, en particulier, continue de s'améliorer.

En France, pendant l'année en cours, les importations ont augmenté plus rapidement que les exportations. La balance commerciale, qui était encore équilibrée l'an dernier, est par conséquent devenue déficitaire. Toutefois, la tendance à la détérioration de la balance commerciale et de la balance des revenus que l'on avait constatée depuis la seconde moitié de l'année dernière, ne s'est pas sensiblement accentuée. C'est pourquoi le moment choisi pour dévaluer le franc français a généralement été une surprise. Il est hors de doute que des facteurs psychologiques ont joué un rôle déterminant dans cette décision. Le rétablissement de la confiance de la population française à l'égard de la monnaie et de la capacité de concurrence de l'économie française sur les marchés étrangers, sont des conditions décisives de la restauration de l'équilibre économique, tant sur le plan intérieur que sur le plan extérieur. Conformément à ses déclarations, le gouvernement entendait notamment, par la dévaluation, prévenir une nouvelle crise de confiance qui pourrait provoquer une reprise des spéculations sur la réévaluation du mark. Il a certainement contribué ainsi, d'une manière tout à fait générale à refréner les tendances internationales à la spéculation. Cependant, le rétablissement d'un équilibre durable de la balance des paiements, propre à permettre également la suppression du contrôle des devises dépendra dans une large mesure du succès du programme étendu de stabilisation, qui doit suivre la modification de la parité du franc. En vue de renforcer sa position monétaire, le gouvernement français envisage de solliciter de nouveaux crédits de soutien du Fonds Monétaire, de ses partenaires de la CEE, ainsi que de la BRI.

La question d'une réévaluation du mark continue malheureusement d'agiter les esprits; elle est même devenue l'un des thèmes principaux des débats électoraux en Allemagne. Cette question fera planer le trouble sur la vie monétaire internationale jusqu'au moment où l'on connaîtra la composition du nouveau gouvernement allemand. La balance allemande de base (balance des revenus et mouvement des capitaux à long terme) s'est soldée pour les six premiers mois de 1969 par un solde passif de 6,2 milliards de marks. L'excédent de recettes de la balance commerciale et de la balance des revenus s'est nettement réduit par rapport à la période correspondante de l'année précédente, en raison surtout du fort accroissement des importations (le solde de la balance des revenus est tombé de 5 à 3,5 milliards de marks). En même temps, l'exportation de capitaux à long terme, stimulée par le gouvernement et la banque

centrale, a fortement augmenté (9,7 milliards de marks au premier semestre de 1969 contre 4,5 milliards dans la période correspondante de l'année précédente.) Depuis l'an dernier, la République fédérale d'Allemagne est de loin le plus important exportateur de capitaux du monde occidental. Il ne faudrait pas perdre de vue, lorsqu'il est question de l'excédent élevé de la balance allemande des paiements, qu'une forte exportation de capitaux ne peut se maintenir que si la balance courante présente des excédents correspondants.

En Italie également, la balance des paiements est devenue déficitaire au cours du premier semestre de 1969. (Déficit de 561 milliards de lires, contre un excédent de 26 milliards dans la période correspondante de l'année précédente. L'important excédent de recettes de la balance des revenus a diminué au cours des mois passés du fait que les importations ont fortement augmenté sous l'impulsion de la demande intérieure, dépassant encore le taux d'accroissement élevé des exportations. Simultanément, l'exode de capitaux a atteint un volume qui dépasse de loin le solde actif de la balance courante et qui préoccupe de ce fait les autorités.

La situation économique en Suisse

Au cours des derniers mois, le climat conjoncturel s'est réchauffé de façon sensible dans notre pays. La pression exercée par les exportations se maintient, alors que la demande intérieure se développe de plus en plus.

Le taux d'accroissement des exportations a encore augmenté. De 14,4 % en 1968, le taux d'accroissement annuel a passé à 15,4 % dans la période allant de janvier à juillet 1969. La poussée des exportations est non seulement plus forte, mais elle a déjà duré plus longtemps que lors du boom des années soixante. La part des marchandises exportées à la production indigène (produit intérieur brut) a fortement augmenté au cours des deux dernières années. Alors qu'elle était de 22 % en chiffre rond au début des années soixante, elle s'est élevée à près de 28 % en 1968.

La répartition de nos exportations de marchandises montre très nettement que nos industries exportatrices bénéficient surtout de l'essor conjoncturel de l'Allemagne, de l'Italie, de la France et du Japon. Les exportations en Allemagne, qui représentent environ un septième du total de nos ventes à l'étranger, ont augmenté de 24,5 % au cours du premier semestre de cette année; l'augmentation a été de 16,2 % pour l'Italie, de 14,3 % pour la France et de 20,3 % pour le Japon. En revanche, la progression des exportations à destination des Etats-Unis s'est nettement ralentie (augmentation de 3 % au premier semestre de 1969). Ce sont les branches suivantes dont les ventes à l'étranger ont le plus augmenté durant le premier semestre

de 1969: les exportations de l'industrie chimique ont progressé de 20,5 %, celles de l'industrie textile - fait remarquable - de 19,6 %. Les ventes ont augmenté de 18,9 % en ce qui concerne les machines, appareils et instruments électriques et de 17,2 % pour les autres machines. Le taux d'accroissement des exportations de l'industrie horlogère (+ 6,8 %) se maintient approximativement au même niveau que les années précédentes. D'après les informations dont nous disposons, les entrées de commandes étrangères ont encore augmenté dans les derniers mois, de sorte qu'il est probable que l'expansion vigoureuse des exportations se poursuivra ces temps prochains.

L'accroissement de la demande intérieure a provoqué une augmentation très rapide des importations de marchandises. Au cours des sept premiers mois, les importations ont augmenté de 13,6 %. Ce taux est presque deux fois plus élevé que dans la période correspondante de l'année dernière (7,1 %). L'accroissement a porté principalement sur les importations de matières premières et de produits semi-fabriqués (1er semestre 1969 + 17,5 %) et sur celles de biens de consommation (+ 15,6 %). Cet accroissement reflète un renforcement des stocks, mais la croissance accélérée de la demande de consommation y a certainement contribué aussi. Le taux d'accroissement des importations n'a pas encore dépassé celui des exportations, mais il semble bien que cela ne va pas tarder. En effet, d'avril à juillet 1969, ces taux ont été pratiquement égaux (17,5 %). Pour le moment, le déficit de la balance commerciale n'est donc guère plus élevé que l'an dernier (janvier-juillet 1969: 1 456 millions; janvier-juillet 1968: 1 435 millions de francs). Comme les recettes du tourisme surtout, celles des revenus de capitaux à l'étranger (hausse des taux) paraissent devoir augmenter cette année, il n'est pas exclu que l'excédent de notre balance des revenus soit encore plus élevé en 1969 qu'en 1968 où il avait atteint 2 350 millions de francs. Il est à relever que l'an dernier, l'excédent des revenus de capitaux représentait à lui seul 1 900 millions de francs.

Le réchauffement de la conjoncture en Suisse s'accompagne maintenant d'une expansion accélérée de la demande de biens de consommation. Ainsi, les chiffres d'affaires du commerce de détail sont montés de 7,4 % au cours du deuxième trimestre de 1969, contre 5,3 % dans la période correspondante de l'année dernière. Nous avons déjà mentionné l'augmentation exceptionnelle des importations de biens de consommation.

De son côté, la construction est en plein essor. Dans certaines régions, cet essor se transforme en un boom caractérisé. Tant la construction de logements que la construction industrielle ont leur part à ce développement. A la fin de juin 1969, le nombre des logements en construction était de 9,6 % plus élevé qu'un an auparavant. Dans les sept premiers mois de

1969, le nombre des logements dont la construction a été autorisée a dépassé de 8,8 % le chiffre correspondant de l'an dernier. Les investissements dans des constructions industrielles et artisanales ont nettement progressé, comme le montre l'évolution des projets soumis à l'inspection des fabriques. Le nombre de ces projets était, au second trimestre de 1969, de 2,6 % plus élevé qu'au second trimestre de 1968. C'est d'ailleurs la première augmentation enregistrée depuis 1963. On constate, en particulier, que ce sont de nouveau les constructions nouvelles et les agrandissements qui priment, tandis que les projets de transformations diminuent. Par rapport à l'année dernière, les projets de constructions nouvelles et d'agrandissements ont augmenté de 13,1 % en nombre et de 14,3 % en volume. Le volume des projets de constructions nouvelles et d'agrandissements n'avait plus été si élevé depuis 1963. Il est à craindre que l'exécution et la mise en exploitation de ces investissements ne renforce notablement la demande sur le marché de l'emploi et que la captation de main-d'oeuvre s'accroisse.

Les importations toujours élevées de biens d'investissements et l'augmentation des commandes suisses dans l'industrie des machines et appareils montrent que les investissements d'équipement, eux aussi, ont atteint un niveau élevé. Les informations dont on dispose sur l'évolution des stocks fournissent des indications intéressantes sur l'intensité de la demande. Alors que l'industrie estimait l'an dernier que les stocks de produits finis étaient trop élevés, elle est aujourd'hui d'un avis contraire.

D'après les données de l'indice, la production industrielle a augmenté de 9 % au premier trimestre de 1969 et de 10 % au deuxième trimestre par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le nombre des entreprises et des branches économiques qui sont arrivées aux limites de leur capacité, a nettement augmenté. Par suite de l'écart croissant entre l'offre et la demande, les portefeuilles de commandes de l'industrie ont augmenté brusquement ces derniers mois, tandis que les délais de livraison s'allongeaient. La pénurie de main-d'oeuvre s'est encore aggravée.

Le réchauffement progressif de la conjoncture se reflète aussi dans l'évolution des prix. A cet égard, les indications fournies par l'indice des prix à la consommation ne sont pas concluantes, car c'est un fait d'expérience qu'il ne réagit qu'avec un grand retard aux mouvements de la conjoncture. Pourtant, depuis février, le taux de renchérissement a tendance à s'accroître. A la fin de juillet 1969, l'indice était de 3,0 % plus élevé qu'en juillet 1968, où le taux annuel de renchérissement n'était que de 1,3 %.

L'indice des prix de gros, qui réagit beaucoup plus rapidement, reflète depuis quelques mois déjà, une poussée accélérée des prix. A la fin de juillet, la progression par rapport à l'année précédente était de 3,7 % contre 0,9 % en janvier. Ce sont jusqu'ici les marchandises importées qui ont contribué le plus à cette hausse, mais les prix des marchandises indigènes montent aussi plus rapidement. D'autre part, il semble que le coût de la construction et les prix des terrains dans les zones urbaines sont en train d'augmenter fortement.

En raison des tensions conjoncturelles croissantes, le Conseil fédéral, tenant compte notamment d'une suggestion de la Banque nationale, a donné des directives pour que le budget de 1970 soit préparé en fonction de la situation économique actuelle. Ce budget devrait, autant que possible, être équilibré par des compressions de dépenses, afin que l'économie ne reçoive pas une impulsion supplémentaire des finances fédérales. Le 22 août 1969, le Conseil fédéral a en outre adressé une circulaire aux directeurs cantonaux des finances pour attirer leur attention sur l'évolution de la conjoncture. Il leur a demandé d'adapter le mieux possible leurs finances aux nécessités de la conjoncture, afin de modérer les poussées inflationnistes. A cette fin, il les a invités en particulier à équilibrer leurs finances, à éviter autant que possible d'augmenter leurs dépenses et à établir un ordre de priorité dans leurs projets.

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

L'évolution du marché de l'argent et des capitaux s'est caractérisée ces derniers mois par un resserrement persistant des liquidités, par une expansion massive des crédits bancaires à la clientèle suisse. Les placements à court terme effectués sur les marchés étrangers, notamment sur le marché des euro-devises où les taux sont exceptionnellement élevés ont fortement réduit, ces derniers mois, le volume des liquidités de l'économie et surtout des banques; cela ressort très clairement de l'évolution du montant net des avoirs de nos banques à l'étranger, qui a augmenté de pas moins de 2,4 milliards de francs au cours du deuxième trimestre (compte tenu des swaps en devises à court terme avec la Banque nationale en vue de l'échéance semestrielle). L'accroissement des engagements de nos banques envers l'étranger au second trimestre (+ 3,7 milliards de francs) montre que l'afflux de fonds étrangers n'a pas diminué. Mais l'augmentation des placements des banques à l'étranger (6,1 milliards de francs) a cependant été beaucoup plus forte que celle des engagements envers l'étranger. La propension à entretenir à l'étranger des placements aussi élevés que possible est devenue si forte qu'elle n'a même pas fléchi lors de la dernière échéance semestrielle. Contrai-

rement à leur habitude, à l'exception d'un swap de 250 millions de dollars, les banques n'ont pas converti de devises, mais ont mis à contribution le crédit de la banque centrale pour se procurer les liquidités dont elles avaient besoin lors de l'échéance de juin. Ainsi, les crédits accordés par la Banque nationale se sont élevés passagèrement à 1 383 millions de francs (1 084 millions d'escompte et 212 millions de crédit lombard). C'est là un moment qui n'avait jamais été atteint dans l'histoire de la Banque nationale. Cette évolution n'a pas eu de répercussions profondes sur l'approvisionnement de l'économie en monnaie et en crédits. Le resserrement de leurs disponibilités en francs suisses n'a pas donné aux banques le sentiment que leur potentiel de liquidité avait diminué. Le développement pris ces derniers mois par les crédits octroyés à l'intérieur montre clairement qu'elles ne se sentent pas limitées dans leur activité de crédit à l'intérieur du pays par les placements considérables qu'elles font sur le marché des euro-devises. En fait, l'extraordinaire accroissement des crédits bancaires à l'intérieur du pays est bien le phénomène le plus remarquable des derniers mois dans le domaine monétaire suisse. C'est un signe indéniable du renforcement de la surchauffe. Le taux d'accroissement annuel des crédits bancaires utilisés dans le pays, qui avait passé graduellement de 8 % à 10 % au cours des quatre premiers mois, a atteint 11 % en juin et près de 12 % en juillet. Ainsi, l'expansion des crédits atteint presque le même niveau que dans les années de boom 1960 et 1961. Cela ressort en particulier du développement des crédits des banques qui, en raison de leur type d'activité, sont particulièrement dynamiques. Le taux d'expansion annuel des crédits en Suisse des grandes banques, qui avait passé, en 1968, de 6 % à 10 %, est monté progressivement au cours des sept premiers mois de 1969, de 11,3 % en janvier à 19,5 % en juillet. Les taux d'accroissement enregistrés mois après mois ont plus que doublé par rapport aux mois correspondants de 1968 et ils atteignent presque le niveau record du début des années soixante. Or, les possibilités de croissance de notre économie sont beaucoup plus restreintes et l'offre de main-d'oeuvre, en particulier, n'est plus aussi élastique qu'au début des années soixante.

Le fait que l'expansion des crédits a dépassé au cours de cet été les limites de ce que l'économie peut supporter ressort notamment de l'évolution des crédits de construction. Le développement de ces crédits donne assurément sur l'activité de l'industrie du bâtiment dans les mois à venir des indications peut-être encore plus claires que les chiffres que nous avons

cités d'autre part. Le volume des promesses de crédits de construction des banques qui ont adhéré à la convention sur l'extension des statistiques a augmenté de 42,8 % au cours du premier trimestre. Pour toute la période de janvier à juillet 1969, l'accroissement a été de 35 %. C'est en juin que les promesses de crédits de construction ont, de loin, le plus progressé (+ 72,5 %).

En mai 1969 déjà, la Banque nationale avait signalé à l'Association suisse des banquiers les tendances qui se dessinaient dans le secteur du crédit. Elle avait souligné en même temps la nécessité de prendre à temps des mesures de défense appropriées et indiqué dans les grandes lignes les mesures qu'elle envisageait. En août, alors que la conclusion de la convention-cadre destinée à compléter les moyens d'action de la politique monétaire semblait en bonne voie, la Banque nationale et l'Association suisse des banquiers ont engagé des pourparlers sur la limitation de l'accroissement des crédits dans les mois à venir. Ces pourparlers ont abouti à une entente. Il a notamment été convenu que les crédits des banques qui participent à la convention-cadre ne devront pas, en principe, dépasser de plus de 9 % au 31 août 1970 le montant qu'ils ont atteint le 31 août 1969. Les établissements qui, dans les deux années allant de juin 1967 à juin 1968 et de juin 1968 à juin 1969, avaient enregistré un plus fort accroissement des crédits, ont la possibilité d'obtenir un supplément correspondant à la moitié de la différence entre l'accroissement moyen de ces deux années et le taux général de 9 %. Toutefois, ce supplément ne doit en aucun cas dépasser 2,5 %, de sorte que le taux d'accroissement maximum ne peut excéder 11,5 %. Il a en outre été prévu qu'après six mois, la Banque nationale examinera avec l'Association suisse des banquiers, à la lumière de la situation économique et du développement effectif des crédits, si le taux-limite d'accroissement est approprié. Cet accord est entré en vigueur le 1er septembre 1969, en même temps que la convention-cadre.

La hausse des taux de l'intérêt sur les marchés étrangers et les sorties de fonds qui en ont résulté ont commencé à se répercuter au cours des mois passés sur le niveau des taux à long terme qui, jusqu'alors, ne s'était guère senti de l'évolution des taux étrangers et de ceux du marché suisse de l'argent. Le rendement moyen des obligations de la Confédération a passé de 4,69 % à la fin de juin à 5,00 % à la fin de juillet,

et à 5,2 % à la fin d'août. Sur le marché des émissions, les opérations ont été interrompues jusqu'au 11 août 1969 en raison des vacances d'été. Les cours d'émission des emprunts lancés après les vacances ont dû être réduits, ce qui n'a pas empêché que les emprunts nouvellement émis soient tous négociés au-dessous du cours d'émission. La tendance à la hausse des taux s'est étendue aux obligations de caisse. Le fléchissement des apports de fonds procurés par l'émission de ces titres a amené différentes banques à informer la Banque nationale de leur intention de majorer leurs taux. Afin de régler cette adaptation, la Banque nationale est convenue avec des représentants des principaux groupes bancaires qu'à partir du 10 septembre 1969, les grandes banques et les banques cantonales pourraient augmenter de $\frac{1}{4}$ % le taux de leurs obligations de caisse. Les banques locales et les caisses d'épargne s'en tiennent aux conditions en vigueur, mais elles peuvent réduire à partir de cette date la durée de leurs obligations de caisse.

E x p o s é

présenté à la séance du Conseil de banque du 12 septembre 1969
par Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

I. Conclusions à tirer de l'évolution de la conjoncture

En Suisse, comme dans la plupart des autres pays européens, la demande, dans l'état actuel des prix, dépasse de plus en plus la capacité de production de l'économie.

Etant donné la pénurie structurelle de main-d'oeuvre qui subsiste depuis le dernier boom, les efforts tendant à accroître la production risquent d'entraîner plus rapidement que par le passé des hausses de salaires dont les conséquences seraient typiquement inflationnistes. Ces hausses de salaires provoqueraient d'une part un accroissement de la demande des biens d'investissement qui permettent d'économiser de la main-d'oeuvre et, d'autre part, une augmentation des dépenses de consommation. La concurrence des entreprises sur le marché déjà très étroit de l'emploi s'en trouverait considérablement renforcée. Or, plus on enlève de main-d'oeuvre au secteur des biens de production, plus les possibilités de croissance diminuent et plus l'économie est prédisposée à l'inflation.

Le danger d'une mise à contribution excessive de l'économie est aggravé par l'ampleur des possibilités de crédit des banques. En effet, l'utilisation de ce potentiel de crédit renforcerait la demande alors que l'effectif de la main-d'oeuvre ne varie guère. Les captations de main-d'oeuvre au moyen de salaires très élevés se multiplieraient, ce qui se traduirait par une modification accélérée de la répartition de la main-d'oeuvre entre les branches. Cette répartition serait alors déterminée par une demande faussée par l'inflation, qui ne garantit plus une croissance optimale.

Dans de telles conditions, la demande d'importations s'accroîtrait plus rapidement que dans les précédentes périodes d'expansion, si bien que nous exporterions notre inflation et que nous contribuerions ainsi à la surchauffe des économies étrangères.

De nombreux pays appliquent déjà d'ailleurs une politique de stabilisation de la conjoncture. Les Etats-Unis s'efforcent depuis plus d'une année d'enrayer l'expansion excessive de la demande au moyen, notamment, de mesures monétaires. La Grande-Bretagne tente pour sa part de comprimer la demande intérieure pour favoriser les exportations. La dévaluation française est

également une mesure destinée à freiner les importations et à stimuler les exportations. Le rapport écrit qui vous a été remis passe en revue les autres mesures de cette nature.

Il est encore impossible de savoir quand et dans quelle mesure ces efforts déploieront leurs effets. Nous ne pouvons donc pas nous reposer entièrement sur les mesures de stabilisation appliquées à l'étranger. Il nous faut prendre dans notre intérêt et dans l'intérêt des relations économiques internationales nos propres dispositions pour combattre les nouvelles poussées d'inflation. Lorsque l'essor de la conjoncture s'étend sur le plan international, il importe que tous les pays intéressés prennent des mesures de stabilisation en temps utile. Sinon, ils échangent mutuellement une partie de l'excédent de leur demande intérieure, ce qui élargit les marges d'accroissement des prix et des coûts et complique singulièrement la lutte contre l'inflation sur le plan national.

La politique américaine de stabilisation s'accompagne d'une hausse record des taux d'intérêt qui se répercute, par l'intermédiaire du marché des euro-devises, avec plus ou moins d'intensité sur les pays d'Europe. Les résultats encore assez modestes de la politique américaine de stabilisation et la surchauffe qui se développe en Europe en dépit d'une forte hausse des taux due à des influences extérieures montrent que l'augmentation du loyer de l'argent n'entraîne plus - comme c'était le cas dans le passé et comme on le croit encore souvent - une diminution relativement rapide de la propension aux investissements. Cela s'explique sans doute par le fait que les chefs d'entreprises s'attendent à des périodes d'inflation toujours plus longues, durant lesquelles il est facile de reporter les hausses d'intérêt sur les prix.

C'est pourquoi les responsables de la politique économique et les économistes eux-mêmes sont maintenant convaincus que, parmi les mesures nécessaires pour freiner l'expansion de la masse monétaire, il faut accorder une plus large place à la limitation des crédits. Cette mesure figure actuellement parmi les moyens d'action usuels de la plupart des banques centrales européennes.

II. Remarques concernant la répercussion de la hausse des taux sur l'économie suisse

Le marché des euro-devises exerce un grand attrait non seulement sur les banques, mais encore sur d'autres milieux économiques suisses. En comparaison de ce que l'on constate dans la plupart des pays étrangers, l'influence du marché des euro-devises sur le niveau des taux suisses est restée faible jusqu'ici. Cette influence semble toutefois s'accroître depuis peu.

La force d'attraction du marché des euro-devises se reflète notamment dans l'évolution des bilans des grandes banques. Bien que le total des bilans des grandes banques ait augmenté de 14 milliards de francs en chiffre rond, ou de plus de 30 % entre le 1er juillet 1968 et le 30 juin 1969, le montant des disponibilités bancaires déposées sur les comptes de virements de la Banque nationale n'a progressé que de 1,3 % entre le 15 juin 1968 et le 15 juin 1969. Cela montre que le niveau moyen de l'encaisse a été abaissé au profit des placements à court terme sur le marché des euro-devises.

Le mode de financement des échéances bancaires a également changé. Les banques rapatrient moins de fonds placés sur le marché des euro-devises. et elles mettent davantage à contribution, à court terme, le crédit de la banque d'émission.

L'application du système des avoirs minimaux, tel qu'il est prévu dans le projet de loi et de la convention-cadre, n'aurait pas provoqué un resserrement plus prononcé des disponibilités des banques en francs suisses. Le resserrement de ces disponibilités n'a pas empêché une forte expansion du volume des crédits en Suisse. Ainsi, jusqu'ici, les actifs facilement mobilisables que les banques entretiennent à l'étranger ont joué un rôle plus important dans la politique de crédit des banques que l'évolution des disponibilités de caisse. C'est ainsi que les crédits en Suisse des banques dont le bilan dépasse 100 millions de francs ont augmenté de 11,3 % du 1er juillet 1968 au 30 juin 1969, contre 7,8 % dans la précédente période de 12 mois.

L'expansion des crédits en Suisse des cinq grandes banques a été particulièrement remarquable. De 8,2 % entre le 1er juillet 1967 et le 30 juin 1968, elle a atteint 18,1 % durant les douze mois suivants. A la fin du mois de juillet 1969, le montant des crédits en Suisse des grandes banques était de 19,5 % plus élevé qu'une année auparavant.

Dans les conditions actuelles, une telle expansion appelle certaines réserves, non seulement du point de vue conjoncturel, mais encore du point de vue bancaire. La clientèle suisse des banques demande qu'on lui verse sur ses anciens et sur ses nouveaux dépôts des intérêts qui s'approchent de plus en plus de ceux du marché des euro-devises. Les banques qui ne peuvent plus placer ces fonds de façon rentable sur le marché suisse doivent se tourner vers le marché des euro-dollars. L'utilisation de ces fonds pour le financement d'une expansion excessive des crédits à l'intérieur du pays tend à accélérer l'adaptation des taux suisses aux taux étrangers.

En outre, il n'est plus si sûr que les placements en euro-devises seraient des réserves liquides idéales dans des conditions particulièrement critiques.

Les prélèvements de fonds très importants que les banques américaines ont faits sur le marché des euro-devises ont entraîné un fort resserrement de ce marché. Ce resserrement pourrait encore s'accroître au cas où la spéculation sur le mark viendrait à reprendre, car une partie des spéculateurs aurait recours au marché des euro-devises pour financer leurs opérations. Il n'est pas exclu qu'en pareil cas, certaines créances en euro-devises ne soient pas remboursées ponctuellement. D'autre part, nos banques doivent tenir compte de l'éventualité où des avoirs appartenant à leur clientèle ou à d'autres banques - ainsi que les promesses fermes de crédits - seraient utilisés pour des achats massifs de marks. Comme il n'est guère possible de respecter une correspondance parfaite des échéances, les banques pourraient avoir à faire face à des problèmes de liquidité. En pareil cas, la Banque nationale interviendrait au moyen de ses réserves monétaires, mais l'existence tout au moins théorique d'un tel risque doit avoir montré à toutes les banques qui sont gérées avec clairvoyance que la limitation de l'expansion des crédits s'imposait non seulement du point de vue conjoncturel, mais encore du point de vue purement bancaire.

Aussi longtemps que la situation du marché des euro-devises n'évoluera pas, les banques qui concentrent leur activité sur le marché intérieur, risquent d'éprouver, elles aussi, certaines difficultés, en particulier en ce qui concerne leur approvisionnement en fonds à long et à moyen terme.

L'expansion des promesses de crédits de nombreuses banques de ce type ne se répercutera qu'au bout d'un certain temps dans leur bilan. Or, en 1968 déjà, les promesses de crédits de construction ont augmenté de 25 % par rapport à l'année précédente. Au premier trimestre de 1969, l'accroissement de ces promesses a été de près de 27 % et il a atteint 43 % au 2ème trimestre, le taux d'accroissement s'élevant même à 72 % au mois de juin. On peut douter que les banques parviennent à se procurer suffisamment de fonds à long terme pour assurer la consolidation hypothécaire des crédits de construction si ceux-ci s'accroissent aussi rapidement. Ces doutes paraissent d'autant plus fondés que le marché des euro-devises absorbe également des fonds à long terme.

Ainsi ce ne sont pas seulement des considérations d'ordre conjoncturel, mais encore des raisons d'ordre purement bancaire qui ont amené également les banques de cette catégorie à reconnaître l'opportunité d'une politique restrictive. Les banques peuvent invoquer ces mesures dans leurs rapports avec leur clientèle, et elles savent que les établissements concurrents doivent aussi les appliquer.

III. L'accord avec l'ASB concernant la limitation de l'expansion des crédits

Selon les indications de l'ASB, 319 banques ont signé jusqu'ici la convention-cadre, ce qui représente 92 % des établissements qui avaient été appelés à adhérer à cet accord. Les banques signataires totalisent 98 % de la somme des bilans de toutes les banques invitées à signer. Cela constitue un résultat remarquable. Quelques signatures sont à vrai dire assorties de réserves, mais aucune banque importante n'en a fait.

L'ASB et la Direction générale ont estimé que la participation des banques était assez forte pour que la convention-cadre puisse entrer en vigueur. Les banques qui n'ont pas signé recevront de la Banque nationale lors de chaque décision d'application des directives les invitant à adopter la même ligne de conduite que les banques signataires.

Lors de la séance de juin déjà, nous vous avons déclaré que le moment était venu de limiter la forte expansion des crédits et que nous avons engagé des discussions à ce sujet avec l'ASB.

Entre temps, l'ASB est arrivée également à la conclusion que l'expansion actuelle des crédits comportait des dangers d'inflation et qu'elle devait être réfrénée. Nous avons déjà relevé que des considérations d'ordre purement bancaire devaient avoir facilité cette décision.

La Délégation économique et financière du Conseil fédéral, le Collège de professeurs qui nous conseillent, la Commission de recherches économiques et le Délégué aux questions conjoncturelles, s'accordent également à penser qu'il est nécessaire de limiter l'expansion des crédits.

Comme vous le savez, la convention-cadre prévoit deux moyens pour contenir une expansion excessive des crédits:

les avoirs minimaux et

la limitation directe de l'accroissement des crédits.

Ces deux instruments ne doivent être employés que si d'autres moyens d'action ne suffisent pas à empêcher une expansion excessive du crédit. La limitation directe des crédits, en particulier, ne peut être appliquée que si l'on constate ou si l'on peut se rendre compte que des mesures plus douces - y compris les avoirs minimaux - ne permettraient pas de restreindre l'expansion des crédits dans la mesure qui paraît nécessaire.

Les conditions requises pour l'application de la limitation des crédits semblent réunies: en effet, la Banque nationale a renoncé à limiter les exportations d'argent et de capitaux qui restreignent la liquidité du marché. Elle s'est abstenue

de freiner la hausse des taux des obligations par des achats de soutien et elle a laissé les banques majorer l'intérêt des obligations de caisse. Enfin, elle va sous peu, comme les banques le souhaitent, rapprocher son taux d'escompte et son taux lombard des taux du marché. Il convient de préciser que dans les circonstances actuelles une autre attitude n'aurait guère pu avoir un effet différent du point de vue de la liquidité du marché.

L'émission de bons de stérilisation ou la mise en application du système des avoirs minimaux ne se justifierait pas actuellement, car l'attrait du marché des euro-devises a déjà causé un resserrement des disponibilités des banques plus marqué que celui qui aurait pu résulter de ces deux mesures.

Cela ne suffit pas cependant à maintenir l'expansion du crédit dans des limites compatibles avec la capacité de production de l'économie. Comme les statistiques nécessaires pour déterminer le volume optimal des crédits font défaut et que l'on ne connaît encore qu'imparfaitement les réactions de l'économie face à une situation nouvelle, c'est avant tout de façon empirique que l'on doit fixer le taux-limite d'accroissement des crédits. C'est pourquoi l'on est porté à choisir un taux plutôt trop que trop peu élevé. Les effets de la limitation sont d'autant plus longs à se manifester. C'est pourquoi il est nécessaire d'appliquer la limitation assez tôt.

Après mûre réflexion, la Direction générale est arrivée à la conclusion que, pour l'ensemble du système bancaire, le taux global d'accroissement adéquat était de 9 à 10 %. Elle a proposé à l'Association Suisse des Banquiers de fixer à 10 % la limite globale d'accroissement des crédits, dans l'idée que ce plafond ne serait pas atteint par toutes les banques et que, par conséquent, l'accroissement des crédits de l'ensemble du système bancaire serait compris entre 9 et 10 %. L'Association Suisse des Banquiers a approuvé sans hésitation cet objectif général. Pour le déterminer, il a été tenu compte notamment des chiffres suivants:

Du 1er avril 1967 au 31 mars 1968, le taux global d'accroissement des crédits a été de 7,4 % et il a atteint 10,2 % au cours des douze mois suivants, ce qui donne une moyenne de 8,8 % pour les deux années considérées.

Ces deux périodes de douze mois ont été des périodes de plein-emploi. Durant la première de ces deux périodes, l'utilisation des facteurs de production n'a pas atteint son niveau optimal et les investissements ont stagné, tout en se maintenant à un niveau élevé. La seconde période a été caractérisée par une utilisation croissante des réserves de capacité, par un net déséquilibre du marché de l'emploi et par une reprise des investissements.

Un accroissement des crédits de 8,8 %, correspondant à la moyenne des deux périodes précitées pouvait certes être considéré comme suffisant pour le financement d'une croissance économique normale. Cependant, étant donné le caractère empirique de la méthode employée et le fait qu'il était prévu d'"individualiser" la limitation, nous avons pensé pouvoir proposer un taux global un peu plus élevé, qui serait compris entre 9 et 10 %.

La comparaison suivante avec les chiffres des périodes précédentes vous amènera peut-être à penser qu'un taux de 9 à 10 % est trop élevé dans les circonstances actuelles. Des conclusions valables ne pourront être tirées qu'après que nous aurons examiné comment la limitation globale est individualisée.

Comparaison avec l'évolution des crédits dans les années cinquante.

De 1951 à 1959, le taux d'accroissement moyen des crédits en Suisse a été de 6,4 % par an; le taux d'expansion le plus élevé, soit 8,6 % a été atteint en 1956 et en 1959.

Durant cette même période, le taux moyen d'accroissement annuel des crédits a été de 7,4 % dans les grandes banques, de 7,2 % dans les banques cantonales et de 6,4 % dans les banques locales et les caisses d'épargne. Le taux d'accroissement annuel maximal des crédits a été de 15,9 % dans les grandes banques (1959), de 8,6 % dans les banques cantonales (1956), et de 8 % dans les banques locales et les caisses d'épargne (1954).

L'accroissement du produit national brut a été en moyenne de 4,3 % avec un maximum de 8,1 % en 1951. L'accroissement du produit national brut a été favorisé par un afflux de main d'oeuvre étrangère, qui s'est traduit chaque année par un accroissement de 1 % environ de la population active. L'indice des prix de gros n'a pour ainsi dire pas varié. Quant au coût de la vie, il a augmenté en moyenne de 1,5 % par an.

En moyenne, durant cette période, une expansion des crédits de 6,4 % par an et un accroissement marqué de l'effectif de la main-d'oeuvre ont permis d'obtenir une croissance réelle de 4,3 %, la hausse du coût de la vie ne dépassant pas 1,5 %.

Comparaison avec les années de boom 1959/64.

De 1959 à 1964, c'est-à-dire pendant les années où a eu lieu la plus forte expansion qu'ait jamais connue l'économie suisse, l'accroissement annuel moyen des crédits a été de 10,7 %, et l'accroissement annuel maximal de 14,5 % (1961).

Dans les grandes banques, l'accroissement annuel moyen s'est inscrit à 16,9 %; il a été de 9,3 % dans les banques cantonales et de 8,3 % dans les banques locales et les caisses d'épargne.

L'année 1961 a été celle où les crédits ont le plus augmenté dans tous les groupes de banques. Les crédits des grandes banques se sont accrus de 27,5% ceux des banques cantonales de 11 % et ceux des banques locales et des caisses d'épargne de 10,1 %.

Le produit national brut réel a augmenté en moyenne de 5,1 %, avec un taux record de 7,3 % en 1961. Cette progression a été facilitée par le fait que l'accroissement de la main-d'oeuvre étrangère a représenté chaque année en moyenne l'équivalent de 2 % de la population active.

L'indice des prix de gros a progressé en moyenne de 1,9% par an et l'indice des prix à la consommation de 2,6 %.

En résumé, durant cette période, un accroissement moyen des crédits de 10,7 % par an et un marché de l'emploi très élastique ont permis une croissance annuelle moyenne du produit national brut de 5,1 % en valeur réelle, mais cette progression s'est accompagnée d'une hausse annuelle moyenne de 2,6 % de l'indice des prix à la consommation.

Durant la période d'expansion actuelle, l'économie ne peut bénéficier d'un nouvel appoint de travailleurs étrangers. L'expansion a même débuté en pleine pénurie de main-d'oeuvre. Le taux de croissance réelle que l'économie suisse pourra atteindre l'an prochain, lorsqu'elle aura mis en oeuvre la plus grande partie de ses réserves de capacité est évalué à 3 - 4 %. Encore faudra-t-il, pour que ce taux puisse être atteint, que les investissements productifs ne soient pas freinés à l'excès par l'accroissement de la consommation et des investissements de consommation. Si l'on s'en tient à cette estimation, un taux limite d'amortissement des crédits inférieur de 1 % seulement à la moyenne des années de boom pourrait paraître nettement trop élevé.

Pour que le plafond général des crédits ne soit pas dépassé, il est indispensable de limiter l'activité de crédit de chaque banque. Comme les possibilités de créer de la monnaie scripturale diffèrent selon les catégories de banques, la méthode employée aura une influence déterminante sur le potentiel de création monétaire de l'ensemble du système bancaire et, par conséquent, sur les limites de l'inflation. La description de la méthode choisie montrera que ces limites ont pu être resserrées beaucoup plus qu'on ne pourrait le penser en comparant simplement les chiffres globaux.

Le mode de limitation des crédits par banque repose sur des propositions que l'Association suisse des banquiers nous a soumises et que nous avons approuvées, après y avoir apporté quelques modifications visant à renforcer les effets de la limitation.

La méthode sur laquelle nous nous sommes entendus avec l'Association suisse des banquiers diffère beaucoup de celle qui avait été adoptée dans le gentlemen's agreement de 1962 et qui avait été reprise par la suite dans l'arrêté sur le crédit.

La limite d'accroissement des crédits de chaque banque avait alors été exprimée en pour-cent de l'accroissement effectif de ses crédits en 1960 ou en 1961. Or les crédits des grandes banques avaient augmenté de 21,9 % en 1960 et de 27,5 % en 1961, tandis que les crédits des banques cantonales s'étaient accrus respectivement de 9,2 et de 11 % et ceux des banques locales et des caisses d'épargne de 8,2 et de 10,1 %.

Comme ce sont les crédits des grandes banques qui constituent la principale cause de l'accroissement inflationniste de la masse des moyens de paiements, la méthode appliquée en 1962 favorisait particulièrement ce groupe de banques. Cela explique en partie pourquoi cette forme de limitation a été d'un effet assez lent.

La méthode actuelle se fonde sur le montant des crédits figurant au bilan des banques au 31 août 1969 (débiteurs, effets de change, avances et prêts à des corporations de droit public). Chaque banque est autorisée à accroître le montant de ses crédits de 9 % du montant qu'ils avaient atteint à cette date, quelle qu'ait été l'expansion enregistrée les années précédentes. Mais on a voulu tenir compte aussi, dans une certaine mesure, des différences de dynamismes entre les banques. Si le taux moyen d'accroissement des crédits d'une banque pour les deux périodes de douze mois comprises entre la fin de juin 1967 et la fin de juin 1969 dépasse 9 %, la moitié de la différence s'ajoute au taux général de 9 %. En aucun cas cependant la limite d'accroissement des crédits d'une banque ne peut dépasser 11,5 %. La portée de cette concession faite aux éléments dynamiques est quelque peu restreinte par le choix des périodes de référence. La période de douze mois comprise entre la fin de juin 1967 et la fin de juin 1968 précédait la reprise de la conjoncture. Les différences entre les taux d'accroissement des crédits des diverses catégories de banques étaient relativement faibles. L'augmentation a été de 7,8 % pour l'ensemble du système bancaire, de 8,2 % pour les grandes banques, de 7,6 % pour les banques cantonales et de 7 % pour les banques locales et les caisses d'épargne. La seconde période de douze mois a été caractérisée par la reprise de la conjoncture. Les disparités se sont accentuées. Alors que le taux d'accroissement des crédits s'inscrivait à 11,3 % pour l'ensemble du système bancaire, il était déjà de 18,1 % dans les grandes banques, contre 8,9 % dans les banques cantonales et 7,1 % dans les banques locales et les caisses d'épargne.

Il ressort clairement de ces chiffres que la limitation actuelle des crédits - contrairement à celle de 1962 - frappe surtout l'expansion des crédits des grandes banques, expansion qui constitue la principale source de création de la monnaie scripturale. Calculé selon la méthode énoncée, le taux limite d'accroissement des crédits de ce groupe de banques est de 10,8 %, ce qui représente à peine trois cinquièmes de l'augmentation effective durant les douze derniers mois. Pour certaines de ces banques, les effets de la limitation seront encore plus marqués.

On peut supposer, il est vrai, qu'une partie de la clientèle des grandes banques, sachant qu'il était question d'une restriction, s'est mise à tirer davantage sur les crédits promis. La possibilité de placer des fonds à des taux élevés sur le marché des euro-devises a sans doute nettement facilité la mise à contribution anticipée des promesses de crédit.

D'autre part, le fort accroissement du volume des crédits durant ces derniers mois a un peu élargi la base de calcul de l'accroissement autorisé.

Il faut aussi tenir compte du fait que la limitation de l'accroissement des crédits ne frappe pas l'ensemble des nouveaux prêts, mais seulement l'excédent des crédits accordés sur les crédits remboursés. Lorsque des crédits sont remboursés, le montant des nouveaux crédits peut augmenter sans provoquer pour autant un dépassement du plafond. La durée des crédits est généralement plus brève dans les grandes banques que dans les autres établissements de crédit.

En outre, les grandes banques sont celles qui peuvent le mieux demander à de gros emprunteurs de consolider une partie de leur dette. Ainsi, malgré la forte réduction imposée à l'expansion des prêts des grandes banques, leur politique de crédit n'est sans doute pas privée de toute élasticité.

La majorité des banques cantonales, des banques locales et des caisses d'épargne ne seront guère touchées par la limite générale de 9 %. Un certain nombre d'entre elles disposent encore d'une marge. Pour celles dont l'expansion a été supérieure à la moyenne, la limitation entraînera évidemment une diminution du taux d'accroissement des crédits. Il ne faut pas perdre de vue toutefois que les promesses de crédits de construction ont pris une très grande ampleur ces derniers temps. De nombreux établissements qui, en règle générale, consolident eux-mêmes ces crédits par des prêts hypothécaires se seraient rapidement heurtés à des difficultés d'approvisionnement en fonds à moyen et à long terme si l'expansion des crédits à court terme s'était poursuivie au même rythme qu'auparavant.

Le traitement relativement favorable de ces deux groupes de banques se justifie notamment par le fait que ces établissements consolident généralement eux-mêmes leurs crédits d'investissement et qu'ils doivent en principe s'efforcer d'adapter l'accroissement de leurs prêts à court terme à celui de l'épargne.

Comme les statistiques nécessaires à une application scientifique de la limitation des crédits font défaut et que la limite ne peut être fixée que de façon empirique, il est prévu d'examiner dans six mois, au plus tard, l'évolution de la conjoncture ainsi que l'efficacité de la limitation et d'abaisser en cas de besoin le plafond d'accroissement des crédits.

IV. Conditions qui doivent être réunies pour garantir l'efficacité de la limitation des crédits.

Il importe surtout qu'il n'y ait pas de disproportion entre le volume des fonds disponibles à l'intérieur du pays et la marge autorisée d'expansion des crédits.

Aussi longtemps que l'attrait du marché des euro-devises demeurera aussi fort, il est à présumer que les liquidités dont les banques n'ont pas besoin pour atteindre le plafond de leurs crédits resteront placées à l'étranger.

La situation changerait si des fonds affluaient en grande quantité dans notre pays. Cela pourrait se produire au cas où la confiance dans le dollar viendrait à diminuer, au cas où la réussite de la spéculation sur le mark encouragerait les spéculateurs à miser sur une réévaluation du franc et au cas où la perspective d'une forte hausse des valeurs réelles suisses après la réévaluation du mark entraînerait des afflux massifs de capitaux suisses et étrangers cherchant à se placer en Suisse. Dès que les fonds disponibles dépassent de beaucoup le montant nécessaire pour financer l'accroissement autorisé des crédits, on trouve de nombreux moyens de déjouer la convention, si bien que les restrictions monétaires perdent une grande partie de leur efficacité.

V. Mesures que le Conseil fédéral pourrait prendre pour appuyer la limitation des crédits.

Nous avons soumis au Conseil fédéral une série de mesures qu'il pourrait prendre de sa propre compétence pour étayer nos mesures monétaires. Le Conseil fédéral a, comme vous le savez, fait un premier pas en ce sens en adressant aux gouvernements cantonaux une circulaire relative aux objectifs actuels d'une saine politique budgétaire.

Comme le Conseil fédéral n'a pas encore pu se prononcer sur l'ensemble des propositions que nous lui avons soumises, nous ne pouvons pas encore vous en exposer les détails. De façon générale, la contribution que l'on peut attendre des pouvoirs publics dans la lutte contre la surchauffe ne suffirait pas, à elle seule, à enrayer les poussées d'inflation, mais elle constituerait un précieux soutien pour les mesures d'ordre monétaire.

VI. Influence probable sur les taux d'intérêt

L'évolution des taux demeurera sous l'influence du marché des euro-devises, qui est lui-même le reflet de la politique monétaire des Etats-Unis. La Suisse est l'un des pays où les principaux taux nationaux ont réagi le plus lentement à la tendance mondiale à la hausse des taux. Les banques qui travaillent beaucoup avec l'étranger ressentent cependant le besoin de rattraper ce retard. Sous l'effet de la concurrence des banques étrangères, ces établissements doivent offrir à une part croissante de leur clientèle des taux approchant ceux du marché des euro-devises. Les taux actifs appliqués actuellement à l'intérieur du pays ne semblent pas assez élevés pour assurer la rémunération de ces fonds. Il n'est donc pas exclu que les banques qui ont des relations étroites avec l'étranger profitent de l'adoption par la Banque nationale de mesures qui permettraient de justifier une hausse des taux actifs, pour accélérer l'ajustement de ces taux. Il faut cependant se rendre compte que cette hausse ne serait pas la conséquence de la limitation de l'accroissement des crédits, mais de l'évolution du marché international. En raison de l'évolution internationale des taux, nous avons déjà dû autoriser récemment les grandes banques et les banques cantonales à majorer de $1/4$ % le taux de leurs obligations de caisse; le taux des obligations de caisse d'une durée de trois à quatre ans a été porté à 5 % et celui des titres d'une plus longue durée à $5\frac{1}{4}$ %. Les banques locales peuvent ramener de cinq à trois ans la durée minimale de leurs obligations de caisse $5\frac{1}{4}$ %. Le renchérissement des fonds provenant de l'émission d'obligations de caisse est aussi de nature à favoriser la hausse des taux actifs, notamment des taux hypothécaires, d'autant plus que les banques qui opèrent presque exclusivement à l'intérieur du pays ont besoin, elles aussi, d'un volume accru de fonds à moyen et à long terme pour consolider l'extraordinaire expansion des crédits promis pour la construction.

Les banques qui travaillent beaucoup sur le marché international voudraient également que la Banque nationale majore le taux d'escompte officiel; si elles désirent que ce taux soit majoré, ce n'est certainement pas pour obtenir de la banque d'émission qu'elle renchérisse les crédits qu'elle leur

accorde, mais au contraire pour créer un climat propice à la majoration de leurs propres taux actifs. Nous ne pourrions pas nous dispenser d'ailleurs de rapprocher notre taux d'escompte et notre taux lombard des conditions du marché, et cela d'autant moins que les progrès de l'inflation justifient malheureusement une certaine hausse des taux.

L'entente sur la limitation de l'expansion des crédits est cependant de nature à restreindre la hausse conjoncturelle des taux, car elle contribue à prévenir une crise de consolidation. Dans les conditions actuelles, elle doit permettre d'atténuer également l'influence de la hausse des taux étrangers. L'expansion des crédits étant limitée, les banques pourront se dispenser dans une certaine mesure de placer à l'intérieur du pays des fonds qu'elles doivent rémunérer aux conditions du marché des euro-devises. Il devrait ainsi leur paraître moins nécessaire d'adapter les taux des crédits intérieurs à ceux du marché international.