

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

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

-----

### L'évolution de l'économie mondiale

Une pression soutenue de la demande et des tendances inflationnistes à la hausse des salaires et des prix ont continué de caractériser l'évolution de l'économie mondiale au cours des derniers mois de cette année. Aux Etats-Unis, la conjoncture commence à peine à s'affaiblir, mais la hausse des prix ne s'atténue pas; dans la plupart des pays d'Europe continentale, l'économie est en forte expansion et la hausse des salaires s'accélère fortement. En général, les ressources de la productivité et du marché de l'emploi sont entièrement utilisées. En Grande-Bretagne également, on constate à nouveau au cours des derniers mois une expansion accélérée de la demande intérieure.

D'après les calculs de l'OCDE, la hausse générale des prix, mesurée pour l'ensemble du produit national brut, doit avoir atteint près de 5 % en moyenne dans les Etats membres de cette organisation, contre moins de 4 % l'an dernier et 2,5 % seulement en moyenne durant les dix années précédentes (1958/67). En dépit du fléchissement constaté aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, la croissance réelle est demeurée vigoureuse en raison de l'expansion inflationniste qui s'est produite en Europe et au Japon. Elle a atteint près de 5 % pour l'ensemble des pays de l'OCDE contre 6 % en 1968. La hausse accrue des prix et, pour une part, le fait que l'expansion économique se déplace des Etats-Unis vers un grand nombre de petits pays ont provoqué un vigoureux essor du commerce international. Le volume commercial des pays de l'OCDE a augmenté d'environ 16 % en 1969 alors qu'en 1968, l'accroissement n'avait pas tout à fait atteint 12 %. Dans l'ensemble, les mesures prises jusqu'ici pour réfréner les tendances à la surchauffe se sont révélées peu efficaces. En Europe surtout, les efforts devront s'intensifier pour que la hausse inflationniste des salaires et des prix puisse de nouveau être contrôlée dans une certaine mesure.

Ces derniers temps, aux Etats-Unis, les tendances à la détente de la conjoncture paraissent reprendre peu à peu le dessus, mais elles ne progressent que très lentement. On s'attend

à ce que l'activité économique continue de se ralentir durant la première moitié de l'année prochaine, mais selon les prévisions officielles, ce ralentissement devrait être suivi d'une relance vers le milieu de l'année. Tous les indicateurs dont on dispose laissent prévoir qu'en Europe, les poussées conjoncturelles persisteront au cours des prochains mois.

Aux Etats-Unis, les perspectives conjoncturelles sont devenues plus précises. D'importants indicateurs économiques, qui auparavant laissaient prévoir une expansion semblent maintenant annoncer un fléchissement de l'activité économique. C'est le cas notamment en ce qui concerne les investissements de l'industrie. Le Congrès paraît vouloir approuver la prolongation de la surtaxe fiscale, en la ramenant il est vrai de 10 % à 5 % pour le premier semestre de 1970. Il semble également favorable à la suppression des allègements fiscaux dont bénéficient les investissements. Ainsi, pour l'instant, les finances publiques ne contribueront guère à stimuler la conjoncture.

La construction de logements d'abord a fortement régressé sous le coup du resserrement et du renchérissement du crédit, puis vers la fin de l'été, un recul progressif s'est produit dans la croissance de la production industrielle. Le ralentissement a été particulièrement prononcé dans la production d'appareils ménagers, dans l'industrie textile et dans l'industrie automobile; il est vrai que dans cette branche des grèves ont contribué à freiner la production. Comme la demande de consommation a perdu de son côté une bonne part de son élan, en raison de la résistance croissante que les acheteurs opposent aux augmentations de prix, les stocks de produits terminés ont fortement augmenté. Le taux d'accroissement des projets d'investissements privés a fléchi également ces derniers temps. Les marges de bénéfice des entreprises ont de nouveau diminué au cours du troisième trimestre. On s'attend à ce que le taux d'accroissement du produit national brut réel, qui avait été de 5 % en 1968, diminue de moitié en 1969. En revanche, aucun signe de fléchissement n'est encore apparu dans le chiffre de l'emploi, ni dans l'évolution des salaires et des prix. Le taux de chômage reste toujours inférieur à 4 %. La hausse des salaires a atteint environ 7 % au troisième trimestre, alors que l'augmentation du coût de la vie était dans les derniers mois d'environ 6 % par rapport à l'année précédente. Les taux d'intérêt, qui avaient momentanément baissé un peu se maintiennent à un niveau record.

L'activité économique s'est sensiblement ranimée en Grande-Bretagne où aucune croissance réelle n'avait été enregistrée au premier semestre. Le faible accroissement de la demande intérieure au début de l'année a permis à l'exportation de

disposer d'une part nettement plus élevée de la capacité productive. Jusqu'à la fin de l'année, les exportations de marchandises ont progressé de façon réjouissante. La conjoncture favorable dans ce secteur a certainement contribué pour une part appréciable, à stimuler les investissements au cours du deuxième semestre. Dans les derniers mois de l'année, le taux de croissance réelle approchait de nouveau la limite de capacité et s'accompagnait d'une hausse notable de la productivité. La demande intérieure de consommation, tout comme les dépenses des pouvoirs publics, n'ont progressé que lentement au cours des derniers mois, comme le voulait le gouvernement britannique. Sa politique qui combine un excédent budgétaire et des restrictions monétaires, s'est donc avérée efficace. Il importe avant tout qu'elle parvienne au cours des prochains mois à maintenir la demande intérieure dans des limites qui n'excèdent pas le potentiel de croissance et n'entravent pas non plus les exportations. Le développement du marché de l'emploi et des conditions de salaires joueront sans doute un rôle décisif sous ce rapport.

Au cours des mois passés, la République fédérale d'Allemagne est entrée dans une phase de surchauffe conjoncturelle aiguë. La capacité de production de l'industrie était, en automne, utilisée à 90 %, ce qui est un chiffre très élevé. A la fin de l'année, les commandes en portefeuille dépassaient largement les possibilités de livraison de l'industrie. Le marché de l'emploi est pratiquement épuisé. Le nombre des places vacantes est huit fois plus élevé que celui des demandes d'emploi. Le nombre des travailleurs étrangers a atteint 1,5 million; il dépasse d'un bon tiers celui de l'année précédente. Avant les élections, qui ont eu lieu à la fin de septembre, un fort mouvement s'est engagé sur le front des salaires. Les travailleurs ont réussi à obtenir une bonne partie des améliorations qu'ils revendiquaient, et les syndicats ont perdu en partie le contrôle de la situation. Selon les données du ministère de l'économie, les augmentations de salaires et les prestations supplémentaires qui ont été accordées, ont entraîné une majoration de 12 % environ du revenu des salariés. Des négociations sur les salaires doivent encore avoir lieu dans plusieurs branches. Il est hors de doute que, soutenue par cette forte progression des revenus, la demande de consommation va s'enfler davantage dans les mois à venir, tandis que les investissements de l'économie continueront au même rythme élevé. Peu après les élections, le nouveau gouvernement a décidé de réévaluer le mark de 9,3 % afin de restreindre la demande étrangère de marchandises allemandes au profit du marché intérieur pour abaisser le prix des produits importés en Allemagne. Jusqu'ici, le gouvernement n'a pas pris d'autres mesures en vue de freiner l'essor conjoncturel. Il a même annoncé pour l'année à venir certains allègements fiscaux, ainsi qu'un accroissement des pres-

tations sociales. En outre, la compensation des pertes de revenu subies par l'agriculture ensuite de la dévaluation se traduira par un supplément de dépenses par l'Etat. Les finances publiques n'auront donc pas un effet modérateur dans les mois qui viennent. Dans le secteur monétaire, l'exode de fonds abondant autant qu'inattendu qui s'est produit après la réévaluation a fortement resserré le marché de l'argent. Afin d'aider les banques à s'adapter à cette nouvelle situation et de s'opposer à la tendance à la hausse des taux d'intérêt, la Bundesbank a réduit de 10 % les réserves minimales obligatoires peu de temps après la réévaluation. Au début de décembre, elle a décidé de les réduire encore de 10 % pendant les échéances de fin d'année. Elle a cherché ainsi à atténuer le fort resserrement qui se produit en cette période. Elle a par ailleurs augmenté le taux des avances sur nantissement de 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub> à 9 % afin de parer à une mise à contribution excessive de son crédit lombard. Vu les tendances actuelles, il paraît douteux que la réévaluation du mark suffise à enrayer la surchauffe et la hausse des salaires et des prix. Au cours des prochains mois, de vives poussées conjoncturelles exercées par l'Allemagne se répercuteront dans une mesure encore accrue par la réévaluation sur les économies étroitement liées à celles de la République fédérale.

En France également, l'accroissement de la demande et de l'activité économique se heurte aux limites de la capacité de production. L'économie a fait de gros investissements, la demande de biens de consommation s'est fortement accrue et les exportations ont beaucoup augmenté. La propension à dépenser montre que la confiance dans la monnaie n'est pas encore complètement rétablie. Durant les mois passés, l'importation de biens étrangers a considérablement augmenté, en particulier en septembre, sans doute en prévision de la réévaluation du mark. Sur le marché de l'emploi, qui est très tendu, les troubles se sont accrus. Au début d'octobre, les salaires dépassaient de plus de 7 % le niveau de l'année précédente. Les syndicats ont cependant annoncé de nouvelles revendications, de sorte qu'il faut s'attendre à de nouvelles augmentations substantielles de salaires pour les prochains mois. Les prix ont de nouveau sensiblement monté au cours des derniers mois. En dépit du contrôle des prix en vigueur, l'indice des prix à la consommation dépassait en octobre de 5,7 % le niveau de l'année précédente. Jusqu'ici, les mesures prises par le gouvernement, principalement pour restreindre l'approvisionnement en argent et en crédits, ne sont pas encore parvenues à rétablir complètement l'équilibre économique. Pour le proche avenir, ce sont surtout le marché de l'emploi et le développement des salaires qui paraissent devoir poser de sérieux problèmes. Outre les consi-

dérations économiques, les préoccupations d'ordre social joueront certainement un rôle essentiel dans leur solution.

Au cours des mois écoulés, l'économie de l'Italie a souffert de troubles sociaux et politiques croissants. Les mesures que le gouvernement a prises au début de l'année pour stimuler la demande intérieure visaient avant tout à réduire l'excédent des recettes dans la balance des revenus; elles ont fortement élargi la demande intérieure et accru l'activité dans la plupart des secteurs de l'économie. Après les vacances d'été, les revendications massives des ouvriers, appuyées par de nombreuses grèves, ont déclenché une véritable vague d'augmentations de salaires qui, pour l'instant, n'est pas encore retombée. D'après les estimations dont on dispose, les améliorations de salaires obtenues jusqu'ici doivent avoir entraîné une majoration de 20 % au moins des charges salariales. L'expansion rapide de la demande intérieure, liée à une demande d'exportation toujours élevée, stimulée encore, semble-t-il, par la réévaluation du mark, ainsi que la hausse des salaires, vont très probablement accentuer la poussée des prix. Jusqu'à quel point cette évolution pourra-t-elle être contenue ? Cela dépend avant tout du cours que prendront les événements politiques.

Sous l'influence des poussées conjoncturelles qui se maintiennent, voire se renforcent, dans les principaux pays d'Europe, le problème de la surchauffe se pose depuis quelque temps dans les pays du Benelux, les Etats scandinaves et en Autriche. En Extrême-Orient, l'expansion économique du Japon, après s'être ralentie temporairement au début de l'année, reprend avec une extrême vigueur, ce qui se traduit également par une forte hausse des salaires et des prix. Jusqu'ici, la politique restrictive engagée par le gouvernement dans le secteur de l'argent et du crédit pour refréner cette poussée n'a pas eu d'effets sensibles.

### La situation monétaire internationale

Les discussions sur le mark et la décision prise par le nouveau gouvernement allemand, le 24 octobre, de le réévaluer de 9,3 %, ont été les faits saillants de la vie monétaire internationale au cours des derniers mois. La question de savoir s'il fallait ou non modifier le cours du mark était devenue l'un des principaux objets de controverse dans les débats électoraux et la spéculation sur une réévaluation du mark s'est accentuée à mesure qu'approchait le jour des élections. En septembre, des fonds étrangers d'une valeur de 4,3 milliards de marks ont afflué dans la République fédérale. Il s'agissait en majeure partie de fonds qui n'ont pas été déposés directement dans les banques et qui, par conséquent, échappaient aux mesures restrictives prises par la Bundesbank. Vu cette situation, le

gouvernement de coalition avait décidé, quelques jours avant les élections, de fermer provisoirement le marché officiel des devises. Le lundi après les élections, lorsque la Bundesbank dut reprendre en une heure 250 millions de dollars du marché, le gouvernement encore en charge décida de libérer provisoirement le cours du mark jusqu'à la formation du nouveau gouvernement. Avec l'assentiment du Fonds Monétaire International, la Bundesbank fut déliée de l'obligation de maintenir par des interventions appropriées le cours du mark dans les marges de fluctuation fixées de part et d'autre de la parité officielle. Le cours du mark augmenta immédiatement; peu avant la réévaluation, l'agio par rapport à la parité existante, était de 7,5 %. La Bundesbank a dû, à vrai dire, intervenir pour appuyer la hausse, car l'exode de fonds qui avait commencé sitôt après la libération du cours du mark exerçait une pression sur le cours. La phase transitoire au cours de laquelle la Bundesbank avait suspendu ses interventions pour maintenir la parité ne saurait donc en aucun cas être considérée comme une expérience concluante avec des cours de changes flexibles. Contrairement aux conseils donnés de diverses parts, et notamment par le conseil des experts, le gouvernement et la Bundesbank ont estimé que l'intérêt de l'économie extérieure allemande, comme celui de la stabilité monétaire internationale commandait de revenir le plus rapidement possible à une parité fixe. Le taux de réévaluation que les autorités allemandes ont choisi le 24 octobre était plus élevé que l'on ne s'y était généralement attendu. Il s'agissait à la fois d'éliminer toutes les spéculations sur une nouvelle adaptation du cours et d'assurer les effets attendus d'une compression des exportations et d'une réduction des excédents de la balance commerciale. La modification du cours du mark a indubitablement amené une détente sur les marchés internationaux des changes. Les fonds qui, en mai, et surtout en septembre, avaient afflué en République fédérale par les voies les plus diverses, ont rapidement reflué vers l'étranger; la Bundesbank a dû céder au marché, entre le début d'octobre et la fin de novembre, des dollars pour une valeur de 16 milliards de marks. Toute une série de pays tels que la Grande-Bretagne, l'Italie, la Belgique, le Danemark et la France ont enregistré des entrées de fonds, qui, pour eux, étaient les bienvenues.

Il est difficile de dire actuellement si, à ce stade déjà avancé d'une surchauffe, la réévaluation du mark va atteindre son principal objectif qui est d'améliorer l'équilibre extérieur de l'économie et d'atténuer la poussée des prix. Les efforts des exportateurs pour maintenir autant que possible leurs marchés extérieurs, et l'expansion de la demande qui s'est engagée parmi les principaux pays européens partenaires de la République fédérale, tendent à contrebalancer l'influence modé-

ratrice que la réévaluation exerce sur les exportations. La hausse inflationniste des coûts et des prix sur le plan mondial semble devoir faciliter aux exportateurs allemands la défense de leur position concurrentielle. Il faut tenir compte du fait que l'expansion de la demande d'importation, favorisée en République fédérale par la réévaluation, contribue à renforcer le boom qui s'engage dans les autres pays, ce qui relance à nouveau la demande d'exportations allemandes. A vrai dire, en période de haute conjoncture, le consommateur ne bénéficiera guère de la baisse des prix à l'importation. Depuis les débats relatifs à la réévaluation, il semble que, de plus en plus, les livraisons en République fédérale sont facturées en marks. S'il en est ainsi, on doit moins s'attendre à une diminution des prix dans ce pays qu'à une augmentation des prix et des bénéfices dans ceux qui exportent en Allemagne.

Pendant les dix premiers mois de l'année, l'excédent de la balance commerciale allemande a été de 11 % moins élevé que dans la période correspondante de l'année précédente. Quant à l'excédent de la balance des revenus, il a diminué de 1,9 milliard pour s'inscrire à 6,4 milliards de marks. Les capitaux à court terme attirés par la spéculation sur le mark, ont reflué à l'étranger ces dernières semaines; d'autre part, les exportations de capitaux à long terme ont atteint un volume très élevé. La balance générale des paiements de la République fédérale se solde par conséquent par un déficit qui se traduit par un recul des réserves de devises.

Etant donné l'évolution qui s'est produite ces dernières semaines, la Bundesbank a cherché à se procurer des devises supplémentaires, car ses réserves monétaires ne comprenaient plus que le stock d'or monétaire et des créances qui ne sont pas immédiatement réalisables. Elle a annoncé récemment son intention de faire valoir tout d'abord les créances résultant des tirages en marks d'autres pays sur le Fonds Monétaire International, ("super-tranche or"), d'un montant de 540 millions de dollars, puis de tirer les 550 millions de dollars auxquels elle a droit dans le cadre des "Arrangements généraux de crédit". Pour ces montants, elle recevra du Fonds Monétaire International diverses monnaies convertibles qu'elle pourra à son gré convertir en dollars.

Le changement de parité en République fédérale a repoussé quelque peu à l'arrière-plan un autre événement important, à savoir l'apparition d'un solde actif dans la balance des paiements de la Grande-Bretagne. Après une longue période de déficit, la balance commerciale britannique a présenté un excédent dans les mois d'août, septembre et octobre. Ce phénomène, lié au développement favorable de la balance des "invisibles", qui avait déjà entraîné un léger surplus de la balance des revenus au premier et au deuxième trimestres, a per-

mis de réaliser au troisième trimestre un excédent d'environ 141 millions de livres. Comme les mouvements de capitaux ont aussi évolué dans un sens favorable à la Grande-Bretagne, la balance générale des paiements doit présenter pour cette période un solde actif de l'ordre de 214 millions de livres. Comme elle accusait déjà un léger excédent au premier semestre et que des fonds ont afflué en Grande-Bretagne après la réévaluation du mark, l'objectif du gouvernement, qui est d'obtenir un excédent de 300 millions de livres jusqu'au mois de mars 1970 semble déjà presque atteint. L'évolution favorable de la balance des paiements a permis aux autorités britanniques de procéder à différents remboursements sur les crédits de soutien qui leur ont été accordés.

L'amélioration de la balance commerciale britannique a résulté d'une part du fléchissement des importations. Conséquence du ralentissement de croissance de la demande intérieure dû à la politique monétaire et à la politique fiscale restrictives du gouvernement, ce fléchissement des importations a coïncidé d'autre part, avec une nette progression des exportations. Si l'on fait abstraction d'une amélioration due à la révision du procédé statistique, la progression des exportations s'explique notamment par la limitation de la demande intérieure et par l'expansion vigoureuse du commerce mondial. L'amélioration de la balance des paiements ne pourra cependant être durable que dans la mesure où l'on parviendra à maintenir le développement des revenus et de la demande dans les limites de la croissance de la production. Les grèves et les revendications de salaires qui se multiplient ces derniers temps ne semblent pas être de nature à faciliter cette tâche. Les autorités britanniques ont quelque peu réduit les dépôts à l'importation introduits en 1968, mais elles les ont cependant maintenus, tout comme les restrictions de change applicables aux touristes.

A part les progrès réalisés par la République fédérale d'Allemagne et la Grande-Bretagne, les efforts tendant à mieux équilibrer les balances des paiements n'ont eu que de modestes résultats. Aux Etats-Unis, la balance commerciale présentait pendant les dix premiers mois de l'année un solde actif de 888 millions de dollars, de sorte que l'on peut compter pour l'année entière avec un excédent d'environ 1 milliard de dollars, soit guère plus que l'année précédente. En 1967, la balance commerciale américaine accusait encore un excédent de près de 4 milliards de dollars. En raison de l'évolution défavorable des services, le déficit de la balance des revenus a augmenté par rapport à l'année précédente. La balance générale des paiements qui, calculée sur la base des engagements envers des autorités monétaires étrangères (official settlements), présentait encore au premier semestre un solde actif d'un peu plus de

2 milliards, accusait au troisième trimestre un déficit de 933 millions de dollars. Cette détérioration est due en premier lieu au fait que, depuis les mois d'été, les Etats-Unis ont prélevé beaucoup moins de fonds sur le marché des euro-devises; ces prélèvements avaient amenuisé les réserves de devises de divers pays d'autres continents. Les autorités monétaires américaines ont en effet obligé les banques de constituer des réserves minimales sur l'accroissement de leurs engagements envers leurs succursales à l'étranger et à l'égard des étrangers, si bien que le prélèvement de fonds sur le marché des euro-devises est devenu moins intéressant. En même temps, les mouvements de capitaux vers la République fédérale d'Allemagne provoqués par la spéculation sur le mark paraissent avoir réduit l'exode de fonds vers les Etats-Unis. On s'est parfois demandé si un nouveau tournant dans l'évolution des mouvements internationaux de capitaux, des taux d'intérêt et de la balance américaine des paiements ne commençait pas à se dessiner. Les afflux de capitaux vers les Etats-Unis dus avant tout, en ce qui concerne les fonds à court terme, au resserrement du crédit et à l'augmentation du taux de l'intérêt en Amérique, ont rééquilibré la balance américaine des paiements et entraîné du même coup un resserrement des marchés européens. Si l'exode de capitaux européens aux Etats-Unis cesse, ou même si des fonds prêtés antérieurement refluent vers l'Europe, il se produira certainement une détente sur les marchés européens de l'argent et des capitaux, mais la balance américaine des paiements redeviendra déficitaire et il pourra y avoir d'importants afflux de dollars dans quelques pays européens. Autant on pourrait se réjouir de voir régresser les taux d'intérêt qui, surtout dans les opérations à court terme, sont montés de façon excessive, autant un reflux massif de dollars dans les réserves monétaires des banques centrales paraît peu souhaitable. Si elles se produisaient ces prochains mois, ces entrées de dollars pourraient rendre encore plus difficile la lutte contre l'inflation en Europe.

En France, bien que la balance commerciale se soit peu à peu améliorée au cours des derniers mois grâce à un accroissement exceptionnel des exportations, la balance des revenus se soldera probablement cette année par un déficit plus élevé que l'an dernier. Le gouvernement espère toutefois équilibrer la balance des paiements d'ici au milieu de l'année prochaine. Le reflux de fonds qui s'est produit après la réévaluation du mark a renforcé en novembre la position des réserves monétaires et amené le gouvernement à alléger les restrictions de change frappant les touristes français. En revanche, le contrôle des changes est maintenu en principe.

Alors que le déficit de la balance française des paiements persiste, la balance japonaise se solde par un excédent très élevé. Le gouvernement japonais a pris diverses mesures pour

réduire ce solde actif, en supprimant notamment les restrictions à l'importation. En Italie, enfin, le fort excédent de la balance courante s'est réduit dans les derniers mois, en raison de la forte augmentation des importations. Dans la même période, les sorties de capitaux ont dépassé toujours davantage l'excédent de recettes de la balance des revenus, de sorte qu'on doit s'attendre, pour l'année courante, à un déficit de la balance générale des paiements en dépit de certains reflux de fonds après la réévaluation du mark.

L'assemblée annuelle des Institutions de Bretton Woods, où l'on a beaucoup parlé du mark allemand, a décidé, comme on s'y attendait, de mettre en vigueur les droits de tirage spéciaux et elle a fixé leur montant à 9,5 milliards de dollars pour les trois prochaines années. Le problème de l'assouplissement des cours de change, qui avait été soulevé peu avant l'assemblée et qui avait été abordé dans de nombreuses interventions au cours de celle-ci, a perdu beaucoup de son actualité après la réévaluation du mark. Il est donc probable que les différentes propositions faites à ce sujet reprendront pour la plupart le chemin des dossiers. En revanche, les sondages effectués dans le cadre de la révision quinquennale des quotes-parts au Fonds Monétaire International ont pris une forme concrète. Après des pourparlers approfondis au sein du "Groupe des Dix" et à la direction du Fonds Monétaire International, il semble qu'un accord s'est fait sur une majoration massive des quotes-parts, de 33 %, pour l'année prochaine. Cette majoration, la troisième dans l'histoire du Fonds Monétaire, consiste en une augmentation générale des quotes-parts d'environ 25 % et d'adaptations individuelles pour les pays dont la quote-part ne correspond plus à leur importance économique. Ce sont en particulier la France, l'Italie, la République fédérale d'Allemagne, le Japon et le Canada. Aussi compréhensible que soit le souci d'adapter les quotes-parts à la situation économique des états membres, l'importance de l'augmentation proposée, au moment même où les réserves monétaires vont être complétées pour la première fois par la création de réserves additionnelles, ne manque pas de susciter quelque crainte. En effet, la majoration des quotes-parts accroît du même coup les facilités de crédit auprès du Fonds monétaire. On peut se demander si l'on peut encore parler d'une simple précaution en vue d'éviter un éventuel resserrement des disponibilités internationales. Il serait extrêmement regrettable que cela porte atteinte aux efforts déployés depuis des années pour mieux équilibrer les balances des paiements. Ce risque est particulièrement grand au moment où les tendances inflationnistes prédominent partout. A en juger d'après l'évolution actuelle du marché international de l'or, il n'est d'ailleurs pas exclu que les réserves traditionnelles soient, elles aussi, réalimentées dans un proche avenir. La consommation in-

dustrielle et artisanale de ce métal ne semble pas être aussi importante qu'on l'avait parfois admis. Comme on admet généralement qu'il ne faut pas s'attendre à une augmentation du prix officiel de l'or, le principal attrait de la thésaurisation privée a disparu, de sorte qu'il y aura davantage d'or disponible pour compléter les réserves monétaires.

### La situation économique en Suisse

Les signes précurseurs d'une surchauffe de la conjoncture deviennent toujours plus nombreux. L'opinion publique alertée par la réévaluation allemande et par le débat relatif aux conséquences qu'elle pourrait avoir pour notre économie, se montre de plus en plus troublée par l'évolution actuelle. La progression des exportations se poursuit sans fléchir; étant donné l'expansion conjoncturelle en cours dans les pays voisins et surtout la réévaluation du mark, il ne semble pas qu'elle se ralentira les mois à venir. D'autre part, à l'intérieur du pays, les investissements et la demande de consommation s'accroissent toujours plus vigoureusement. La tension sur le marché de l'emploi s'est fortement accentuée. Les salaires et les prix, surtout dans le secteur de la construction, montent à un rythme accéléré.

Les exportations ont continué d'augmenter au cours des derniers mois. Cet essor se poursuit sans interruption depuis octobre 1967; il a donc duré plus longtemps que lors des précédentes périodes d'expansion de l'après-guerre. Au cours des onze premiers mois, le taux d'accroissement par rapport à la période correspondante de l'année précédente a été de 14,5 %, contre 14,4 % pour l'ensemble de l'année dernière. C'est dans les pays où l'essor conjoncturel est particulièrement prononcé que nos livraisons de marchandises ont le plus progressé. Les taux d'accroissement les plus élevés concernent l'Extrême-Orient, soit le Japon et Hong-Kong, suivis de près par nos voisins, la République fédérale d'Allemagne, la France et l'Italie. Les exportations aux Etats-Unis ont continué de fléchir, tandis que nos livraisons dans les pays de l'AELE, y compris la Grande-Bretagne, ont progressé dans les deux derniers mois à un rythme plus rapide, en raison notamment de l'essor conjoncturel qui commence à se manifester dans ces pays également. Bien que, pratiquement, toutes les branches de notre économie d'exportation bénéficient de l'expansion de la demande étrangère, l'accroissement a porté principalement sur les produits de l'industrie des machines et appareils (taux d'accroissement de 18,1 % pendant les dix premiers mois), de l'industrie chimique (+ 20,5 %), de l'industrie textile (+ 17,9 %) et de l'industrie des produits alimentaires (+ 17,5 %). En revanche, la croissance des expor-

tations d'horlogerie a tendu à se ralentir encore ces derniers mois. Les commandes étrangères ont fortement augmenté, avant même que se fasse sentir l'impulsion due à la réévaluation du mark.

La loi économique en vertu de laquelle les importations se développent plus rapidement que les exportations en période de haute conjoncture se manifeste à vrai dire lentement, mais de plus en plus nettement. De janvier à juillet, le taux d'accroissement des exportations dépassait encore celui des importations; pour la période de janvier à novembre par contre, le taux d'accroissement de 16,3 % atteint par les importations dépasse légèrement celui des exportations. L'augmentation des importations porte sur toutes les catégories de biens: matières premières, biens d'investissement et de consommation. Seuls les achats de produits énergétiques accusent un accroissement inférieur à la moyenne. En général, la demande croissante a d'abord été satisfaite par l'absorption des stocks existants, ce qui paraît expliquer la reprise tardive des importations, mais il est probable qu'au cours des mois prochains, la reconstitution des stocks ira de pair avec une croissance accélérée de la demande, ce qui ne manquera pas d'entraîner une augmentation beaucoup plus forte des importations. Les prix à l'importation vont monter fortement en raison de la réévaluation en République fédérale d'Allemagne, qui est de loin notre principal fournisseur.

L'expansion un peu plus rapide des importations a porté le déficit de notre balance commerciale à 2,5 milliards de francs pour les onze premiers mois de 1969 (2 milliards de francs environ l'année précédente). Cependant, comme l'excédent de recettes dans le domaine des services doit avoir augmenté également l'excédent de la balance des revenus devrait atteindre approximativement le même montant qu'en 1969.

A l'intérieur, la croissance accélérée de la demande privée de biens de consommation se maintient. Pendant le troisième trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail sont montés de 6,3 %, ou deux fois plus que dans la période correspondante de l'année précédente. La construction de logements y a contribué dans une mesure appréciable, car les achats d'objets ménagers ont nettement augmenté. La demande de services, d'autre part, paraît avoir progressé de façon particulièrement vigoureuse, ce qui, naturellement, n'apparaît pas dans les chiffres d'affaires du commerce de détail.

La construction s'est fortement intensifiée, ce qui n'apparaît guère dans les statistiques disponibles actuellement. Le nombre des logements construits de janvier à octobre dans les 65 villes est de 20 720; ce qui représente une augmentation de 5 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Comme ce chiffre englobe à la fois les maisons

d'une famille, les très petits logements et les grands appartements, il ne fournit pas d'indications sûres concernant le développement effectif du volume de la construction, sans compter que la statistique porte sur une partie seulement du pays. Le volume effectif de la construction doit avoir augmenté bien davantage. L'évolution des demandes de permis de construire fait escompter pour les mois à venir une nouvelle progression de la construction de logements. Le nombre des permis délivrés dans les dix premiers mois dépasse de 11,7 % celui de la période correspondante de l'année précédente. Les investissements industriels et artisanaux dans la construction ont augmenté très fortement dans les derniers temps. Le nombre total des projets de constructions présentés au troisième trimestre à l'Inspectorat fédéral des fabriques a progressé de pas moins de 18,3 % par rapport à l'année précédente. Celui des constructions nouvelles et des agrandissements a même augmenté de 24,4 %; Leur cubage dépasse de 41 % le résultat de l'année précédente. Le développement pris par les importations de biens d'investissement montre que les dépenses d'équipement de l'industrie sont aussi en pleine augmentation. Les chiffres relatifs à la croissance de la production industrielle fournissent une indication de plus sur la vigueur de l'essor conjoncturel en cours. Selon les données du Bureau fédéral de statistique, au troisième trimestre, le volume de la production a augmenté de 13 % en chiffre rond par rapport à la période correspondante de l'année précédente, en dépit de la tension du marché de l'emploi et du fait que l'économie approche des limites de la capacité de production. Pour des raisons faciles à comprendre, c'est dans les branches essentiellement exportatrices, comme l'industrie chimique, celle des machines et appareils et l'industrie métallurgique, que l'expansion a été la plus forte. Le nombre des travailleurs étrangers soumis au contrôle, qui sont occupés dans l'industrie, ainsi que d'autres indices, semblent montrer que, pour la première fois, le chiffre de l'emploi a légèrement augmenté. On constate en même temps une prolongation des durées de travail effectives. L'accroissement de la productivité n'eut pas permis à lui seul d'augmenter la production à ce point. En dépit de ces prestations, l'industrie n'est pas parvenue, dans bien des cas, à suivre le rythme de la demande. D'après les résultats des enquêtes dont on dispose, les carnets de commandes ont continué de s'accroître notablement au cours des derniers mois. Dans l'industrie des machines, par exemple, les réserves de travail atteignaient à la fin de septembre un volume suffisant à assurer l'occupation pour 8,7 mois, contre 7,4 mois l'année précédente.

Dans l'évolution des prix, il convient surtout de signaler la hausse des prix de gros. L'indice accusait en novembre un taux d'accroissement de 4,6 % par rapport à octobre 1968. La hausse a été particulièrement forte (8,8 %) dans les marchandises importées, mais elle s'est également accentuée pour les marchan-

dises indigènes (+ 2,8%). A en juger d'après l'évolution de l'indice des prix à la consommation, la hausse n'a pas encore été sensible dans ce domaine. L'indice dépassait de 2,3 % en octobre et de 2,2 % en novembre le niveau qu'il avait atteint un an auparavant. Ce sont surtout les services où la part de travail est intense qui ont renchéri.

Le coût de la construction est fortement monté au cours des derniers mois. Le prix du fer, en particulier, a considérablement augmenté. L'indice zurichois du coût de la construction accuse pour la période allant du 1er octobre 1968 au 30 septembre 1969 une hausse de 6,3 %, contre 1,2 % seulement l'année précédente. Le renchérissement a eu lieu, pour les deux tiers environ, soit 4 %, d'avril à septembre. Il faut s'attendre à ce que le coût de la construction augmente encore davantage l'année prochaine. Les négociations qui ont eu lieu récemment dans le secteur du bâtiment ont en effet abouti à un accord en vertu duquel les charges salariales (salaires et autres prestations) augmenteront d'environ 10 %.

On n'a pas encore enregistré généralement une accélération notable de la hausse des salaires; leur taux annuel d'accroissement n'a guère dépassé 4 % au cours de chacun des trois premiers trimestres. Leur progression sera vraisemblablement plus forte en 1970. Outre les fortes augmentations de salaires dans le bâtiment, la nécessité de compenser, dans les régions jouxtant la République fédérale d'Allemagne, la perte de revenu (calculée en marks), que la réévaluation fait subir aux ouvriers frontaliers, contribue à la hausse des salaires. Pour éviter des disparités, les syndicats exigent que la même amélioration soit accordée aux non-frontaliers. Ainsi, les salaires vont certainement contribuer à accroître la surchauffe.

Le Conseil fédéral a soumis aux Chambres un budget équilibré, c'est-à-dire conjoncturellement neutre. Dans les débats, son représentant a souligné qu'il était urgent de s'opposer à la surchauffe. On examine actuellement quelles mesures il conviendra de prendre pour endiguer les poussées conjoncturelles.

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

Après le sensible resserrement que l'on avait observé vers la fin du troisième trimestre sur le marché de l'argent et sur celui des capitaux, la situation s'est notablement détendue au début d'octobre. Cette détente a duré jusque dans la seconde moitié de novembre. A la fin de septembre, comme à l'échéance correspondante de l'année précédente, les banques ont mis la banque d'émission à forte contribution (2,3 milliards de francs). Sur ce montant, les ventes définitives de dollars à la Banque nationale ont représenté 1,1 milliard de francs en chiffre rond. L'accroissement des disponibilités du

Le système bancaire qui en est résulté a contribué dans la suite à améliorer sensiblement la situation du marché de l'argent. Ainsi, après l'échéance trimestrielle de septembre, le taux de l'argent au jour le jour a régressé de 5 % à 2½ % dans l'espace de deux semaines; à la fin d'octobre, il s'inscrivait à 2 %. De plus, après la réévaluation du mark, des fonds ont afflué de la République fédérale vers la Suisse, où ils ont amélioré de façon sensible le climat du marché des capitaux. Il s'est agi pour l'essentiel du rapatriement de capitaux placés en Allemagne les mois précédents en prévision d'une réévaluation du mark. En revanche, contrairement à ce qui s'était passé en 1961, il n'y a pratiquement pas eu de spéculation sur une réévaluation du franc suisse. La Banque nationale n'a pas dû reprendre des dollars du marché. Le cours du dollar s'est tenu constamment au-dessus du point d'intervention inférieur, montant même par moments jusqu'à 4,34. Une partie des fonds qui ont reflué de la République fédérale ont été placés dans des valeurs suisses, en particulier dans des titres, mais les taux élevés du marché des euro-devises ont continué d'exercer une forte attraction sur les fonds en quête de placement.

L'évolution des bilans bancaires au cours du troisième trimestre montre très clairement comment les possibilités de placer avantageusement des fonds à court terme sur le marché des euro-dollars ont influencé notre approvisionnement en argent et en crédit. Cela apparaît, au passif, dans l'augmentation frappante des fonds à terme, qui représente 60 % de la croissance globale et, à l'actif, dans la forte progression des créances sur des banques étrangères, qui se sont accrues de 2,7 milliards de francs, ou de 10 % en chiffre rond. Le montant net des créances des banques suisses sur l'étranger a augmenté de 500 millions de francs en chiffre rond au cours de cette période; cette augmentation est plus faible que celle que l'on avait enregistrée au second trimestre. A la fin de septembre, le montant net des créances bancaires sur l'étranger s'élevait à 6,2 milliards de francs. Mesurée au développement des engagements de nos banques envers l'étranger, l'entrée de fonds étrangers s'est un peu ralentie au troisième trimestre, mais elle est demeurée tout de même très importante (1,8 milliard de francs).

L'expansion des crédits bancaires à l'intérieur du pays, qui avait déjà été relevée au deuxième trimestre, s'est fortement accentuée au troisième trimestre. Au cours de ces trois mois, les crédits utilisés dans le pays ont augmenté de 2,3 milliards de francs, contre 1,4 milliard dans la période correspondante de l'année précédente. Le taux d'accroissement annuel s'est élevé en août à 12,7 % (7,6 % l'année précédente) et à 12,5 % en septembre (8,2 % l'année précédente). En ce qui concerne les débiteurs, leur augmentation s'est faite jusqu'à concurrence de 60 % en chiffre rond dans le courant du mois d'août.

Etant donné cette accumulation des crédits intérieurs en août, il a paru opportun d'avancer du 31 août au 31 juillet 1969 la date-référence fixée par convention pour le calcul de l'accroissement autorisé des crédits.

Sur le marché des capitaux, la demande d'obligations d'emprunts et d'actions a nettement repris à partir du début d'octobre et les cours sont montés en conséquence. Les émissions ont été nombreuses, surtout sur le marché des actions, et elles ont trouvé bon accueil. Les souscriptions d'obligations d'emprunts ont parfois largement dépassé le montant offert. En ce qui concerne les conditions, l'intérêt des nouveaux emprunts suisses a été majoré de  $\frac{1}{4}$  %, en octobre, de sorte qu'actuellement, un taux de  $\frac{5}{2}$  % est usuel pour les obligations cantonales et celles de banques cantonales, et un taux de 6 % pour celles des sociétés d'électricité. Dans la première semaine de novembre, la Confédération a placé un emprunt de 150 millions de francs dont le taux était de  $5\frac{1}{4}$  % et le cours d'émission de 99 %. Si, dans les tout derniers temps, les émissions ont pu être placées intégralement, les souscriptions n'ont pas dépassé l'offre autant qu'en octobre. Ce léger revirement s'est aussi manifesté dans l'évolution du rendement des obligations de la Confédération qui, après être tombé de 5,42 % au début d'octobre à 5,22 % dans la première semaine de novembre, est remonté à 5,34 % jusqu'à la fin de novembre.

Malgré la légère détente survenue sur le marché de l'argent et des capitaux après l'échéance de septembre, la tendance à la hausse du niveau de l'intérêt, qui se manifestait depuis quelque temps s'est poursuivie au cours des mois passés. Il s'est agi pour l'essentiel d'adaptations quelque peu retardées à la hausse générale des taux d'intérêt qui, après s'être produite sur le plan international, gagne progressivement notre pays. Nous avons déjà parlé de l'évolution des conditions des emprunts; à partir du 11 novembre 1969, les taux d'escompte spéciaux pour effets de stocks obligatoires ont été majorés de  $\frac{3}{4}$  %, respectivement de  $\frac{1}{2}$  %, et portés ainsi à  $3\frac{3}{4}$  % pour les stocks obligatoires de produits alimentaires et de fourrages, et à 4 % pour les autres stocks. Après que les grandes banques et les banques cantonales eurent majoré les taux de leurs obligations de caisse de  $\frac{1}{4}$  % à partir de septembre, la Banque nationale, après avoir consulté les associations bancaires, a fait droit à la demande des banques locales et des caisses d'épargne tendant à majorer les taux de leurs obligations de caisse de  $\frac{1}{4}$  % pour les porter à  $5\frac{1}{2}$  % à partir du 8 décembre. Quelques banques cantonales et locales ont ensuite fait part de leur décision de majorer leurs taux hypothécaires - en particulier pour les prêts existants - de  $\frac{1}{4}$  % au 1er janvier 1970.