

E 2001(E)1976/17/147
[DoDiS-30751]

La Banque nationale suisse aux représentations diplomatiques suisses

COMMUNICATIONS D'ORDRE MONÉTAIRE ET FINANCIER À L'INTENTION
DE NOS REPRÉSENTANTS DIPLOMATIQUES

R N° 187

Berne, 12 mars 1963¹

Depuis notre communication du mois d'août², la préoccupation principale des autorités monétaires suisses a continué d'être la lutte contre l'expansion exagérée de l'économie et contre le renchérissement des prix – ou ce qui revient au même contre la dépréciation monétaire – qui en résulte. Le maintien de la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie est particulièrement important pour un pays comme la Suisse, dont l'existence économique dépend aussi fortement des ventes à l'étranger. La défense de notre force concurrentielle est rendue plus indispensable que jamais par l'incertitude qui, depuis l'échec des négociations entre l'Angleterre et le Marché commun, règne quant à la possibilité d'une entente avec cette Communauté.

De la fin du mois d'avril 1961, date à laquelle le mouvement de hausse s'est amorcé, au mois de janvier 1963, l'indice des prix à la consommation est passé de 184,3 à 198,0 points, ce qui représente une hausse de 7,5% en une vingtaine de mois. C'est là une des conséquences les plus immédiates et à la fois les plus dangereuses de l'état de surexpansion dans lequel se trouve l'économie suisse. Nous avons dit, dans nos bulletins précédents³, que ce mouvement de surexpansion était parti des exportations, pour s'étendre ensuite aux investis-

1. Il s'agit de la date à laquelle le Département politique envoie ce rapport, rédigé à la fin février 1963.

2. Cf. le rapport N° 186 de la Banque nationale suisse, daté de la mi-août 1962, non reproduit.

3. Cf. notamment le rapport N° 182 du mois d'août 1962 (DoDiS-30757) et le rapport de W. Schwegler du 16 juin 1961 (DoDiS-30758).



sements et à la consommation intérieure, et qu'il avait en outre été favorisé par un puissant afflux de fonds venus de l'étranger. Nous ne reviendrons donc pas sur les causes de cette évolution. Nous avons aussi déjà signalé, à côté de la hausse des prix, deux autres conséquences du développement exagéré de la conjoncture, à savoir: l'appel toujours plus fort à la main-d'œuvre étrangère (645'000 travailleurs étrangers soumis au contrôle en août dernier) et le déficit croissant de la balance commerciale.

Cette détérioration de la balance du commerce extérieur est importante en raison de ses répercussions sur le plan monétaire. Elle est due au fait que – notre capacité de production étant utilisée à l'extrême – les exportations n'ont pas pu se développer au même rythme que les importations qui, elles, ont été poussées par la demande interne en biens d'équipement et en biens de consommation. Ainsi, sous l'effet de la haute conjoncture, le déficit traditionnel de la balance commerciale est passé de 1 milliard en 1959 à 3,4 milliards en 1962. Ce gros déficit n'a pas pu être compensé par l'excédent de la balance des transactions invisibles, si bien que notre balance des revenus, d'active qu'elle était à l'ordinaire, est devenue passive. Elle a dû se solder, en 1962, par un déficit de l'ordre de 1,3 milliard, alors qu'elle accusait encore, en 1959, un excédent de 0,8 milliard.

*Evolution du solde de la balance des revenus de 1959 à 1962
(en milliards de francs)*

	1959	1960	1961	1962
Balance commerciale	-1,0	-1,5	-2,8	-3,4
Balance des invisibles	+1,8	+1,9	+1,9	+2,1
Balance des revenus	0,8	0,4	-0,9	-1,3

Si l'on considère l'importance des investissements intérieurs et les exportations de capitaux, les déficits accusés depuis deux ans par la balance des revenus auraient dû entraîner un sensible resserrement du marché financier et monétaire, qui aurait probablement imposé un frein au développement de la conjoncture. Si ce resserrement ne s'est pas produit, c'est, comme on le sait, parce que l'afflux net des capitaux venus de l'étranger a compensé, et au delà, le déficit de la balance des revenus.

C'est là une situation assez paradoxale. En effet, normalement les capitaux ne sont guère attirés par les pays dont la balance des revenus est déficitaire; on les voit plutôt fuir ces pays. L'explication du paradoxe est complexe. Pour une bonne part, les mouvements de fonds vers notre pays ont leur origine dans des événements politiques (affaire de Cuba par exemple). En pareil cas, les considérations politiques priment généralement les considérations purement économiques. L'afflux de fonds peut aussi être formé en majeure partie de capitaux suisses qu'on rapatrie, en attendant de pouvoir les replacer à l'extérieur de façon sûre et rémunératrice (ainsi lors de la chute du cours des actions à la bourse de New York, en mai 1962). Il semble aussi que l'étranger, qui cherche un refuge pour ses capitaux, considère moins l'évolution de notre balance des revenus que l'importance de nos réserves monétaires et la tenue du franc

suisse sur le marché des changes. Or il se trouve que les capitaux fugitifs qui se déversent dans notre pays concourent eux-mêmes à l'augmentation de nos réserves monétaires et à la fermeté de notre monnaie! D'une façon générale, on peut dire que la réputation du franc suisse est telle, que la confiance dont il jouit ne paraît être entamée ni par l'évolution déficitaire de notre balance des revenus, pas plus que par la diminution du pouvoir d'achat intérieur de notre monnaie.

Monétairement, cela n'est pas nécessairement un bien, car cela nous expose, suivant les événements politiques ou monétaires, à demeurer le lieu de refuge des capitaux fugitifs, ce qui n'est nullement souhaitable, particulièrement dans la période de surexpansion économique que nous traversons.

L'influence des mouvements internationaux de fonds sur notre marché monétaire et financier et, partant, sur notre économie explique que la Banque nationale, à côté des mesures d'ordre interne auxquelles nous reviendrons plus bas, a été conduite à vouer un soin particulier à la collaboration monétaire internationale, dont un des buts est précisément de décourager autant que possible les mouvements de hot money, ou tout au moins de neutraliser leurs effets.

Déjà le Gentlemen's Agreement conclu avec les banques en été 1960 en vue d'enrayer l'afflux de fonds étrangers⁴ peut être considéré comme une contribution – autonome celle-là – à la sauvegarde de la stabilité monétaire internationale, puisqu'en décourageant les fonds étrangers de venir chercher asile chez nous, on incite en même temps ces fonds à demeurer dans le pays qu'ils ont tendance à fuir. Ce Gentlemen's Agreement, qui avait déjà été prolongé à deux reprises, vient de l'être une nouvelle fois⁵, cela pour une période de six mois. L'afflux de fonds consécutif à la crise de Cuba a en effet montré que la Suisse n'était pas encore à l'abri des mouvements de fonds perturbateurs. Dans ces conditions, et compte tenu de la tension conjoncturelle, il eût été imprudent de renoncer à cet instrument de politique monétaire.

Nous avons exposé, dans notre communication d'août 1962⁶, le mécanisme des accords de «swap» passés en juillet entre la Federal Reserve Bank de New York, d'une part, et la Banque nationale suisse et la Banque des règlements internationaux, d'autre part. En vertu de ces accords, la Banque nationale et la Banque des règlements internationaux peuvent être appelées à mettre des francs suisses à la disposition de la Federal Reserve Bank, contre des dollars, pour une durée fixée en principe à trois mois, mais qui peut être prolongée. Le cours auquel les montants échangés sont restitués au terme de l'opération étant fixé, les dollars mis à disposition de la Banque nationale et de la Banque des règlements internationaux bénéficient d'une garantie de change⁷.

4. Sur ce Gentlemen's Agreement, passé entre les établissements bancaires et la Banque nationale le 15 août 1960, cf. E 6100(B)1984/59/13. Cf. aussi la lettre de la Banque nationale à l'Association suisse des banquiers du 28 juillet 1961 (DoDiS-30755) et la conférence du 7 juin 1963 de R. Motta devant l'Association des banquiers privés de Suisse (DoDiS-30756). Cf. aussi Nos 125, note 7, et 176 dans le présent volume.

5. Sur cette prolongation, cf. E 6100(B)-01/1984/59/13 et E 7110(-)1974/31/8.

6. Cf. note 2.

Lors d'un afflux de dollars vers la Suisse, ces «swap» permettent aux Etats-Unis, avec les francs suisses mis à la disposition de la Federal Reserve Bank, d'acheter à la Banque nationale les dollars qui ont afflué chez elle, de sorte que la Banque nationale, qui ne garde jamais qu'une partie de ses réserves monétaires en dollars, n'a pas besoin de demander aux Etats-Unis la conversion de ces dollars en or. En même temps ces opérations de «swap» permettent de procéder à un épongeage de fonds combiné avec une exportation de capitaux. Dans le cas d'un «swap» entre la Federal Reserve Bank et la Banque nationale, cette dernière cède aux banques, contre des francs suisses, les dollars qui ont été mis à sa disposition par la Federal Reserve Bank et qui, nous l'avons vu, bénéficient d'une garantie de change; les banques utilisent ces dollars pour des placements aux Etats-Unis. Dans le cas d'un «swap» entre la Federal Reserve Bank et la Banque des règlements internationaux, cette dernière utilise les dollars qu'elle reçoit pour des placements qu'elle fait aux Etats-Unis; l'effet d'épongeage est obtenu par le fait que la Banque des règlements internationaux se procure les francs suisses qu'elle doit remettre à la disposition de la Federal Reserve Bank en les empruntant aux banques suisses ou en les prélevant sur ses avoirs.

En juillet dernier, sur la base des accords conclus à cet effet, un «swap» de 50 millions de dollars avait été exécuté entre la Banque nationale et la Federal Reserve Bank de New York. Deux autres «swap», d'un montant total de 60 millions de dollars avaient été exécutés entre la Banque des règlements internationaux et la Federal Reserve Bank. Par la suite, le montant des «swap» exécuté par la Banque des règlements internationaux a pu être ramené à 35 millions de dollars, tandis que, pour le reste, les opérations étaient renouvelées.

Lors de l'affaire de Cuba, en octobre dernier, une importante vague de capitaux s'est de nouveau déversée sur la Suisse. En quelques jours, la Banque nationale a dû reprendre pour 230 millions de francs de dollars au marché; en outre des dollars représentant une quarantaine de millions de francs ont été achetés pour le compte de la Federal Reserve Bank. Pour décharger le portefeuille de devises de la Banque nationale, un nouveau «swap» de 20 millions de dollars a été exécuté entre la Banque des règlements internationaux et la Federal Reserve Bank. Comme dans les opérations précédentes, cette dernière a utilisé les francs suisses mis à sa disposition pour acheter une partie des dollars qui avaient afflué à la Banque nationale. Cette fois la Banque des règlements internationaux s'est procuré les francs suisses destinés à la Federal Reserve Bank en effectuant un «swap» or contre francs suisses avec la Banque nationale. En effet, vu l'approche de l'échéance de fin d'année, il n'était pas indiqué de demander ces francs suisses aux banques, surtout qu'une autre opération – l'achat de dollars à terme par la Federal Reserve Bank – permit, comme nous l'expliquerons plus bas, d'enlever des fonds au marché.

A l'heure actuelle, les opérations de «swap» avec la Federal Reserve Bank portent donc sur 105 millions de dollars (Banque nationale 50 millions, Banque des règlements internationaux 55 millions). Si notre balance des revenus – ce qui est à prévoir – continue d'être déficitaire, et si de nouveaux événements politiques ou monétaires ne provoquent pas de nouveaux mouvements de capitaux vers la Suisse, la Banque nationale suisse devrait peu à peu être amenée à vendre des dollars au marché. Comme elle aurait à acheter ces dollars aux

Etats-Unis, cela procurerait à la Federal Reserve Bank les francs suisses qui lui sont nécessaires pour la liquidation des opérations «swap».

Nous avons fait allusion, quelques lignes plus haut, à propos des mouvements de fonds déclenchés par l'affaire de Cuba, à l'achat à terme de dollars par la Federal Reserve Bank sur le marché suisse. Il s'agit là d'une opération destinée à faciliter les placements aux Etats-Unis et, par là même, à dégorger le marché suisse. Il en a été fait usage abondamment ces dernières années. La Federal Reserve Bank de New York charge la Banque nationale suisse – qui n'est pas autorisée à opérer elle-même à terme sur les devises – d'acheter des dollars à terme sur le marché suisse. Les banques disposent ainsi, pour des placements aux Etats-Unis, de dollars dont le cours est assuré. Ces opérations ont pour autre effet, en affermissant le cours du dollar à terme, de réduire l'écart entre ce cours et le cours du dollar comptant, ce qui réduit le coût de l'assurance contre le risque de change et favorise par là également les placements aux Etats-Unis. Les transactions à terme faites pour le compte de la Federal Reserve Bank, qui portaient sur 146 millions de dollars au début de l'année 1962 ne portent plus actuellement que sur une cinquantaine de millions de dollars.

Il faut rapprocher des opérations faites par la Banque nationale à des fins, à la fois, de politique conjoncturelle et d'entraide monétaire internationale, la politique financière de la Confédération. On sait que la Confédération, pour ne pas augmenter la liquidité du marché, a renvoyé à plus tard le remboursement de dettes que l'état de ses finances lui aurait permis d'éteindre. Ces fonds, du point de vue conjoncturel, sont donc neutralisés. En revanche, on ne peut pas dire qu'ils soient stérilisés, car, pour la majeure partie, ils ont été placés soit en bons du Trésor américain en dollars, soit en dollars ou en livres sterling auprès de banques suisses, soit en dollars, livres ou francs suisses auprès de la Banque des règlements internationaux, soit, nouvellement et comme nous allons le voir ci-dessous, en obligations du Trésor américain libellées en francs suisses. Au total, ces placements de la Confédération représentent environ un milliard et demi de francs suisses.

La coopération monétaire entre la Suisse et les Etats-Unis s'est enrichie, en octobre 1962, d'un nouvel instrument: l'émission par le Trésor américain de titres libellés en francs suisses. L'émission de ces titres facilite les placements aux Etats-Unis. En effet, ces papiers étant libellés en francs suisses, il n'est pas nécessaire, comme c'est le cas pour les placements en dollars, de se couvrir contre le risque de change en revendant les dollars à terme, ce qui a le désavantage de peser sur le cours à terme de cette devise. Les titres du Trésor américain en francs suisses sont de deux sortes. La première catégorie est constituée par des obligations d'Etat, dont l'échéance est de 15 ou 16 mois. Ces titres sont destinés à la Confédération, qui a ainsi pu placer jusqu'ici 350 millions de francs suisses aux Etats-Unis et relever des placements en dollars assurés contre le risque de change. La seconde catégorie est constituée par des bons du Trésor américain dont l'échéance est de cinq ou huit mois et qui peuvent être dénoncés rapidement. Ces bons du Trésor sont destinés à la Banque nationale, qui en détient pour 207 millions de francs. Grâce à ce placement, la Banque nationale compense une partie des frais d'intérêts que lui occasionnent les rescriptions de stérilisation, d'un montant de 400 millions de

francs, qui ont été émises en octobre 1960. Pour les Etats-Unis, l'émission de titres en francs suisses a l'avantage de procurer au Trésor américain des francs suisses à court terme ou à moyen terme, qui peuvent être utilisés par exemple pour l'achat d'or auprès de la Banque nationale.

On constate que toutes les opérations de coopération monétaire précitées visent à la fois un effet interne – actuellement modération de la conjoncture – et un effet externe: affermissement des monnaies clés. La Suisse a d'ailleurs un intérêt éminent à la stabilité de ces monnaies, en raison des inconvénients que lui causent les mouvements de hot money. C'est pourquoi la Suisse entend poursuivre et, au besoin, intensifier sa collaboration sur le plan monétaire international. C'est ainsi que des pourparlers sont en cours entre la Confédération et le Fonds monétaire international, en vue de préparer la participation de la Suisse à l'aide monétaire qui a été convenue, en décembre 1961 à Paris, entre dix pays industriels, membres du Fonds monétaire international⁸. Cet accord, on le sait, a pour but de mettre à disposition du Fonds monétaire international des ressources complémentaires, pour lui permettre d'agir efficacement dans l'hypothèse où des mouvements de fonds de caractère spéculatif mettraient en danger une des principales monnaies, le dollar ou la livre notamment. La Suisse n'étant pas membre du Fonds monétaire international, elle ne peut pas être partie à cet accord. On a cependant prévu une procédure particulière, qui doit permettre à la Suisse de collaborer aux mesures d'entraide prévues par l'accord de Paris. Sous forme d'un échange de lettres, la Confédération passera avec le Fonds monétaire international un accord qui servira de cadre aux conventions bilatérales d'assistance monétaire que la Suisse conclura avec les pays intéressés. Le montant maximal de l'aide suisse représentera probablement 860 millions de francs. C'est la Confédération qui assumera les obligations prévues par les arrangements à conclure, mais en principe leur exécution sera confiée à la Banque nationale.

Si la Banque nationale a essayé de mettre sa politique de change au service de sa politique conjoncturelle, elle n'a pas cessé pour autant de lutter contre la surexpansion de l'économie sur le plan intérieur. C'est ainsi, notamment, que les taux d'accroissement prévus par la convention sur la limitation des crédits entrée en vigueur en avril 1962 ont encore été réduits de 5% pour 1963. Le taux d'accroissement autorisé pour les comptes débiteurs, pour les avances à des corporations de droit public et pour les effets de change est de 82% de l'augmentation enregistrée en 1960 ou 1961. Pour les placements hypothécaires, la marge d'accroissement autorisée est de 108% de l'accroissement constaté durant l'année de référence. Par ailleurs, la Banque nationale a continué d'inciter, et les pouvoirs publics, et l'économie elle-même, à faire preuve de modération, notamment dans le secteur clé de la construction.

Pour autant qu'on puisse juger de la situation au début de cette année 1963, il ne semble pas qu'il faille s'attendre à un prochain relâchement de

7. A ce sujet, cf. E 2001(E)1976/17/131 et E 2200.36(-)1976/154/122.

8. A ce sujet, cf. Nos 31, 57 et 118 dans le présent volume. Sur la suite des pourparlers, cf. E 7110/1974/31/42.

l'activité économique. En effet, en dépit d'un certain ralentissement constaté çà et là à l'étranger et malgré le rythme peut-être moins rapide des entrées des nouvelles commandes, les carnets de commandes de notre industrie sont encore bien garnis. D'autre part, les projets de construction sont toujours très importants. Pour le seul secteur public, les projets d'investissements (constructions et commandes à l'industrie) pour les cinq prochaines années s'élèvent à non moins de 29 milliards de francs (13 milliards de plus que pour les années 1958 à 1962).

Quant au marché de l'argent et des capitaux, il continue à faire preuve d'une aisance qu'on peut qualifier de remarquable si l'on tient compte de l'importance des investissements. On a cependant assisté au raidissement de certains taux. C'est ainsi que la plupart des banques locales (mais non les banques cantonales qui sont restées à 3½%) ont maintenant augmenté de 3½ à 3¾% l'intérêt qu'elles servent sur les bons de caisse. On note la même tendance pour les emprunts publics par obligation, qui offrent un rendement supérieur d'environ ¼% au rendement des emprunts émis au début de 1962. Dans le secteur hypothécaire, les taux demandés par les banques pour leurs prêts sur des bâtiments industriels ou artisanaux ont été majorés çà et là. En outre, dans quelques régions, certains établissements de crédit foncier et certaines banques locales ont élevé de 3¾ à 4% le taux d'intérêt pour les nouvelles hypothèques en premier rang sur les maisons d'habitation. En revanche, les banques cantonales ont toutes maintenu, pour ces prêts, le taux de 3¾%. Les taux relatifs aux anciennes hypothèques n'ont pas subi de modification.

Il est probable que le marché demeurera relativement aisé au cours de ce premier trimestre. Différentes raisons permettent de le penser. Premièrement, la convention sur la limitation des crédits imposant aux banques une certaine retenue en matière de prêts, contribue à renforcer leurs liquidités. Deuxièmement, la Confédération aura à procéder prochainement à certains remboursements. Troisièmement, si notre balance des paiements avec l'extérieur devait devenir passive, la liquidation des «swap», dont nous avons parlé plus haut, ramènerait des fonds aux banques. Enfin, le froid et la neige qui ont marqué cet hiver ont imposé un frein naturel à l'activité dans le secteur du bâtiment. En revanche, la situation pourra être plus tendue dans les trimestres suivants, surtout si le déficit de la balance des revenus devait continuer d'augmenter et ne plus être compensé par un apport de fonds de l'extérieur.

Comme de coutume, nous joignons à ce rapport un aperçu des changements qui se sont produits dans les états de situation de la banque d'émission.

(en millions de fr.)	23. 2. 1962	31. 12. 1962	23. 2. 1963
Encaisse or	10'739	11'543	10'648
Devises	719	867	797
Portefeuille effets sur la Suisse	50	124	72
Avances sur nantissement	6	72	8
Bons du Trésor de l'étranger en CHF	–	207	207
Correspondants en Suisse	12	78	11
Billets en circulation	7023	8506	7603

N° 140 • 12. III. 1963

311

Engagements à vue Comptes de virements des banques, du commerce et de l'industrie	2317	2294	2392
autres engagements	579	506	142
Comptes de virements de banques temporairement liés:	1035	1035	1035
Engagement à terme	400	373	400
(en pourcent)	23. 2. 1962	31. 12. 1962	23. 2. 1963
Couverture-or des billets en circulation	152,92	135,71	140,04
Couverture-or de l'ensemble des engagements à vue:	108,27	102,10	105,03

Taux officiel d'escompte 2% depuis le 26 février 1959.

Taux officiel pour avances sur nantissement 3% depuis le 26 février 1959.