

R a p p o r t
sur la situation économique et monétaire
remis au Conseil de banque de la Banque nationale suisse
pour sa séance du 8 septembre 1972
par
Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

L'évolution de l'économie mondiale

Au cours des mois passés, la relance économique qui s'était amorcée en Europe comme au Japon durant le premier semestre s'est développée un peu plus lentement qu'on ne s'y attendait. En revanche, aux Etats-Unis et au Canada, l'essor conjoncturel s'est étendu et s'est intensifié. Sur la base de cette évolution, le secrétariat de l'OCDE estime que le produit national brut des pays membres s'élèvera de 6,5 % p.a. au deuxième semestre de 1972 et de 6 % au premier semestre de 1973, contre respectivement 3,7 % et 5 % une année auparavant.

Tandis que, en Amérique du Nord, l'expansion paraît gagner peu à peu tous les secteurs de la demande intérieure, dans la plupart des pays européens et au Japon, elle se limite principalement à la consommation privée, aux investissements dans la construction de logements et aux dépenses publiques. Dans ces derniers pays, les investissements de l'industrie et de l'artisanat ne laissent apparaître que des signes isolés de reprise.

Même pendant le fléchissement conjoncturel en Europe et au Japon, l'inquiétante poussée des prix, qui est apparue ces dernières années, ne s'est guère ralentie. L'OCDE estime que, durant l'année en cours, l'indice des prix du produit national brut augmentera de 4 3/4 %, contre 5,6 % en 1971, dans l'ensemble des Etats membres, de 6 %, contre 7,2 %, en Europe, et de 4 1/2 %, contre 4,4 %, au Japon. Depuis la dernière guerre, la tendance au renchérissement s'est accrue d'un cycle conjoncturel à l'autre. Auparavant, le niveau des prix baissait temporairement lors d'une récession. Jusqu'à la première moitié des années soixante encore, l'évolution tendait au moins à se stabiliser momentanément au cours d'une telle période. Actuellement, même lorsque la conjoncture fléchit, la poussée des prix ne semble guère freiner son élan, de sorte que l'économie entre dans une nouvelle période d'expansion sans avoir résolu le problème de l'inflation.

Il convient de relever ce qui suit à propos de l'évolution économique dans les différents pays.

Aux Etats-Unis, l'expansion s'est accentuée au cours du deuxième trimestre de 1972. Le produit national brut en valeur réelle s'est élevé à raison d'un taux annuel de 8,9 %, atteignant ainsi la plus forte croissance trimestrielle depuis 1965. Le fort développement des stocks, attendu depuis longtemps, et une augmentation de la consommation privée, notamment, ont contribué à cette croissance.

L'évolution des prix offre une image hétérogène. Depuis que la seconde phase de la politique des revenus a commencé, en décembre 1971, l'indice des prix de gros, dont le taux d'accroissement annuel atteint presque 6 %, est monté davantage qu'avant le 15 août 1971. En revanche, par rapport à l'année précédente, l'accroissement de l'indice des prix à la consommation est tombé au-dessous de 3 % au mois de juin 1972, ce qui ne s'était plus produit depuis 1967. Au mois de juillet toutefois, la progression de l'indice s'est accentuée quelque peu. En juin et en juillet, le taux du chômage, qui était de 6 % depuis plus d'un an, est redescendu à 5,5 %. Il semble que l'expansion économique commence, avec un certain retard, à agir également sur le chômage.

La construction de logements et la consommation privée surtout ont contribué au vigoureux développement de l'économie britannique au cours du deuxième trimestre. Les dépenses publiques paraissent aussi s'être accrues nettement. Par contre, les investissements industriels et artisanaux sont demeurés faibles, bien que les bénéficiaires aient été, en général, satisfaisants. La hausse des prix, qui s'était sensiblement ralentie durant le second semestre de 1971, s'est renforcée depuis le début de 1972. Tant les prix à la consommation que les prix de gros ont augmenté d'environ 6,5 % par rapport à l'année précédente. Le nombre des chômeurs a diminué depuis le début de l'année, tout en demeurant relativement élevé.

En République fédérale d'Allemagne, le redressement conjoncturel constaté depuis le tournant de l'année s'est poursuivi, non sans quelque hésitation. Il est dû à la construction intense de logements, à la consommation privée et à l'augmentation des dépenses publiques. Les investissements industriels et artisanaux sont d'abord restés à la remorque. Les entrées de commandes intérieures et extérieures tendent à s'accroître. Comme les livraisons de l'industrie ont augmenté à peu près dans la même mesure, les carnets de commandes n'ont pratiquement pas changé. Les prix ont continué de monter. Au mois de juin, le coût de la vie dépassait de 5,4 % le niveau enregistré un an auparavant.

En même temps, les salaires horaires tarifaires dépassaient de 9 % ceux qui étaient accordés l'année précédente.

L'économie française a poursuivi sa forte expansion. Calculé sur une base annuelle, le produit national brut en valeur réelle paraît s'être accru de 5 à 6 %. Le commerce extérieur s'est développé de façon particulièrement favorable. Durant les sept premiers mois de l'année, les exportations et les importations ont augmenté de 15 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Dans le secteur de la demande intérieure, celle des ménages privés paraît avoir stimulé la production. Au cours du premier semestre de 1972, l'industrie a augmenté ses ventes à raison d'un taux annuel de 6 %. Le renchérissement s'est de nouveau accéléré; au mois de juillet, l'indice des prix à la consommation dépassait de 6 % le niveau de l'année précédente. Le chômage qui, en 1970 et en 1971, avait fortement augmenté malgré une vigoureuse expansion économique, est demeuré à peu près constant depuis la fin de 1971, mais, simultanément, le nombre de places vacantes s'est nettement accru.

Les prémices d'une légère relance de l'économie italienne sont apparues au cours des derniers mois. Au premier semestre de 1972, la production industrielle a dépassé quelque peu le niveau de l'année précédente, tout en restant inférieure au résultat du premier semestre de 1970. L'accroissement sensible des importations, qui s'est accompagné d'un ralentissement des exportations, montre aussi que la demande intérieure a repris. Le renchérissement qui, en 1971, était demeuré un peu inférieur à celui d'autres pays industrialisés s'est accéléré durant l'année; le taux d'accroissement annuel des prix à la consommation a atteint 5,5 %.

Dans la plupart des petits pays industrialisés d'Europe, on constate depuis le début de l'année une relance marquée de la conjoncture, qui semble résulter surtout d'une demande extérieure plus intense. Après s'être ralentie en 1971, la production industrielle a repris dans la plupart des secteurs. La consommation privée et les dépenses publiques surtout ont stimulé la demande intérieure, alors que les investissements continuaient de stagner. Malgré l'accroissement de la production, le chômage, dans bien des cas, s'est encore accru. Le renchérissement est demeuré généralement élevé.

L'expansion de l'économie canadienne se poursuit sans défaillance. Sous l'influence de bénéfices croissants, l'industrie a accéléré ses investissements. La consommation privée et la construction de logements ont fortement progressé aussi, grâce à l'amélioration des revenus. Le chômage a baissé par rapport au niveau record de 1971, tout en demeurant élevé, puisque le taux s'est inscrit à 6 % environ.

Après les importantes mesures d'encouragement que le gouvernement et la banque d'émission ont prises, l'économie du Japon présente depuis le début de l'année les signes d'une relance. La construction a fortement progressé, et la consommation privée s'est également ranimée. Dans certains secteurs de l'industrie, les entrées de commandes tendent à augmenter. De l'été 1971 à l'été 1972, les prix de gros sont restés à peu près stables. Dans le même temps, la hausse des prix à la consommation a fléchi quelque peu; elle s'est chiffrée à 5 % à peine.

La situation monétaire internationale

Durant la seconde quinzaine du mois de juin, une vague de spéculation contre la livre anglaise a perturbé les relations monétaires internationales. Les capitaux qui ont fui la Grande-Bretagne ont accru l'offre de dollars, ce qui a entraîné une pression sur la monnaie américaine également.

La dévaluation de 1967 avait contribué largement à permettre à la Grande-Bretagne de réaliser, dès 1969, mais surtout en 1971, un important excédent de ses balances du commerce et des revenus. Elle avait en outre reçu, dès le deuxième semestre de 1970, d'importants capitaux à court terme, qui avaient reflué des Etats-Unis vers l'Europe. L'excédent élevé de la balance des paiements qui en était résulté avait permis aux autorités monétaires britanniques de rembourser la totalité des crédits obtenus les années précédentes et de renforcer considérablement les réserves monétaires.

Au cours des mois passés, la forte hausse des coûts salariaux, qui persistait, liée aux conflits sociaux qui se multipliaient, a suscité des doutes quant au maintien de la capacité concurrentielle de l'économie britannique. La balance commerciale britannique, qui s'est régulièrement soldée par un déficit durant les cinq premiers mois de l'année, a renforcé encore ces craintes, bien que l'excédent réalisé dans le secteur des services eût dépassé ce déficit. Il est évident, d'autre part, que l'adhésion future de la Grande-Bretagne aux Communautés européennes, prévue pour le 1er janvier 1973, et qui devrait engendrer une concurrence accrue des pays d'Europe continentale, a exercé une influence non négligeable sur les marchés des devises. Lors du réajustement des cours convenu à Washington, la Grande-Bretagne avait accepté la dévaluation intégrale du dollar par rapport à la livre; à ce moment-là déjà, certains avaient craint que l'économie britannique ne pût supporter une telle correction des cours de change. En fait, il n'en est pas résulté, par rapport aux pays de la communauté des Six et par rapport au Japon,

une réévaluation de la livre mais, en moyenne pondérée, une légère dévaluation. Néanmoins, l'opinion s'est répandue que la Grande-Bretagne allait corriger son cours du change avant d'adhérer aux Communautés européennes. Dans ces conditions, il a suffi qu'un éminent politicien constate, à la mi-juin, que la livre devrait être dévaluée au cours des mois suivants pour provoquer sur-le-champ, en Grande-Bretagne, un retrait massif de fonds à court terme. De ce fait, la Banque d'Angleterre a perdu en peu de jours quelque 2,5 milliards de dollars, soit environ un tiers de ses réserves monétaires. Le gouvernement britannique, soucieux d'éviter une politique monétaire restrictive, a décidé alors, au matin du 23 juin 1972, de suspendre les interventions de la banque d'émission destinées à soutenir le cours du dollar et de laisser flotter le cours de la livre jusqu'à nouvel avis.

L'évolution en Grande-Bretagne s'est nécessairement répercutée sur d'autres monnaies. Si, lors de précédentes crises de la livre, les fonds retirés trouvaient refuge dans le dollar, ils se sont dirigés, cette fois, surtout vers des monnaies jugées plus fortes. On a pensé, à tort toutefois, que les pays qui voyaient affluer ces dollars ne pourraient maintenir les cours de change convenus à Washington, ni poursuivre leurs opérations de soutien. Par ailleurs, les discussions portant sur un flottement commun des monnaies de la CEE, en tant que mesure possible de défense, ont encore renforcé de telles spéculations. L'insécurité planant sur les relations monétaires a contribué vraisemblablement à relever le prix libre de l'or qui, par moments, a atteint jusqu'à 70 dollars l'once.

Lors de la réunion qu'ils ont tenue à Londres les 17 et 18 juillet 1972, les ministres de l'économie et des finances des pays de la CE ont cependant réaffirmé leur résolution de maintenir les cours de change convenus à la conférence de Washington; les autres pays qui ont participé à cet accord ont eu la même attitude. Pour le reste, les différents pays ont réagi de façon individuelle, chacun selon ses conditions propres, à la situation résultant de la crise de la livre. Plusieurs pays européens ont dû prendre des mesures supplémentaires pour empêcher ou neutraliser les afflux indésirables de fonds. Nous décrirons ailleurs les mesures prises par la Suisse.

En République fédérale d'Allemagne, le dépôt obligatoire que les personnes et les sociétés allemandes empruntant des fonds à l'étranger doivent effectuer a été augmenté, et la franchise liée à cette obligation a été abaissée. En outre, l'achat par des étrangers de reconnaissances de dette nominatives ou au porteur a été soumis à autorisation; la vente à des étrangers de créances sur des personnes de nationalité allemande doit être annoncée. Enfin, les réserves minimales des établissements

de crédit, en particulier sur les engagements envers l'étranger, ont été augmentées, et les limites de réescompte à la Banque fédérale, réduites.

La France, qui connaît depuis l'an dernier un double marché des devises, a élevé le taux des réserves minimales tant sur les engagements dans le pays que sur les engagements envers l'étranger, afin d'éponger l'accroissement des liquidités bancaires consécutif aux afflux de fonds. En Belgique, où le marché des devises est également divisé, l'institut d'émission a passé avec les banques commerciales une convention destinée à stériliser une partie des avoirs nés de l'afflux de devises. Les Pays-Bas qui, depuis quelque temps déjà, soumettaient à des dispositions spéciales l'achat d'obligations par des étrangers, ont pris diverses mesures en vue de limiter, en particulier, le recours à des crédits de l'étranger. De son côté, le Japon a fortement accru le taux des réserves minimales sur les comptes en yens librement convertibles appartenant à des étrangers, qui a passé de 25 à 50 %. Il a renforcé aussi le contrôle des changes en prenant d'autres mesures concernant le paiement anticipé des exportations japonaises et l'acquisition de titres japonais par des étrangers.

Alors que les pays dont nous venons de parler ont dressé des barrières pour endiguer les afflux indésirables de capitaux, les autorités monétaires italiennes se sont efforcées, au contraire, de contenir l'exode soutenu de capitaux. Ainsi, elles ont interdit de créditer les comptes étrangers transférables des billets de banque italiens rapatriés. En outre, l'Italie a demandé aux autres pays de la Communauté européenne de la libérer de l'obligation d'intervenir dans les monnaies des pays membres, et cela, d'abord, jusqu'à la fin du mois de septembre 1972. La banque d'émission italienne peut de nouveau ne céder que des dollars pour soutenir le cours de la lire, sur lequel des pressions s'étaient exercées parfois après la crise de la livre. L'Italie observe cependant envers les autres pays de la CE les marges de fluctuation réduites à $2\frac{1}{4}$ %.

Parmi les quatre candidats à l'adhésion, qui, à la fin du mois d'avril, s'étaient déclarés prêts à participer à la réduction des marges de fluctuation et au nouveau système d'intervention, l'Irlande et le Danemark ont dénoncé également ces engagements après la libération du cours de la livre. Tandis que l'Irlande laisse flotter le cours de sa monnaie parallèlement au cours de la livre, le Danemark est revenu à la marge de fluctuation de $4\frac{1}{2}$ %. Ainsi, seuls cinq des six pays de la CE, de même que la Norvège observent encore intégralement la convention sur la réduction des marges de fluctuation. Il devrait en résulter,

dans une première phase, un ralentissement des efforts tendant à développer et à renforcer l'intégration monétaire projetée au sein de la CE. Avant de trancher les questions actuelles portant sur l'aménagement du Fonds européen et sur une participation éventuelle des pays non membres de la CE, il convient sans doute d'attendre que l'Italie et les pays candidats à l'adhésion soient revenus au système d'intervention. Il paraît également nécessaire, et ce n'est pas la moindre des exigences, de fixer un nouveau cours de change de la livre. Il convient de relever tout particulièrement que les Etats-Unis ont manifesté aussi de façon démonstrative, leur intérêt au maintien des cours de change convenus au mois de décembre 1971. Pendant la seconde quinzaine du mois de juillet, les autorités monétaires américaines ont commencé, pour la première fois, à soutenir le cours du dollar en vendant des devises. Afin de se procurer les fonds nécessaires, elles ont appliqué de nouveau les conventions swap conclues avec d'autres banques d'émission, qui étaient suspendues depuis la mi-août 1971.

Au cours des mois passés, une entente est intervenue sur l'organe chargé de préparer la réforme du système monétaire international. Les entretiens doivent se dérouler au sein d'un comité spécial, le "Comité pour la réforme du système monétaire international et l'étude de ses conséquences", ou, en d'autres termes, le "Comité des Vingt". La tâche de ce comité, constitué dans le cadre du Fonds monétaire international, consiste à consulter le Conseil des gouverneurs, à lui faire rapport sur tous les aspects de la réforme du système monétaire international, et à lui soumettre les propositions tendant à modifier les statuts. Il doit tenir compte, ce faisant, des relations entre le système monétaire et le commerce international, les mouvements de capitaux, ainsi que le financement de l'aide au développement, c'est-à-dire d'un éventail extrêmement large de questions et de problèmes. Le comité sera formé probablement lors de la réunion annuelle du Fonds monétaire, qui aura lieu à la fin du mois de septembre, à Washington; son activité pourrait débiter vers la fin de l'année. Les directeurs exécutifs ont élaboré un rapport sur les problèmes essentiels de la réforme et sur des solutions possibles. Ce rapport, qui doit servir de base de discussion au Comité des Vingt, révèle certaines opinions divergentes. Le comité devra soumettre ses propositions de réforme aux gouverneurs du Fonds monétaire. On espère que les premiers résultats seront atteints dans une année.

Si l'on veut surmonter la situation monétaire internationale instable et sujette aux crises, si l'on veut rapporter les restrictions que cette situation a imposées aux paiements internationaux, l'établissement d'un meilleur équilibre des balances des paiements entre les principaux pays industrialisés d'Occident paraît importer davantage, dans l'immédiat, que les

efforts visant à réformer le système monétaire. Le déséquilibre chronique qui caractérise les paiements courants entre les Etats-Unis et une série d'importants pays industrialisés n'a pas diminué durant l'année. Il s'est toutefois concentré principalement sur les relations entre les Etats-Unis et le Japon, tandis qu'en Europe, y compris dans les pays de la CE, les balances des paiements accusent des excédents moins élevés.

Au deuxième trimestre de 1972, la balance américaine du commerce s'est soldée par un déficit encore un peu plus élevé qu'au premier trimestre, de sorte que le déficit du premier semestre a atteint 3,6 milliards de dollars, contre 0,7 milliard au premier semestre de 1971 et 2,0 milliards au second. Comme la balance des services s'est également dégradée, le déficit de la balance des revenus a augmenté quelque peu au cours du premier semestre. On s'attend à ce que, dès l'an prochain, la dévaluation du dollar influence favorablement les balances du commerce et des revenus. Un taux d'inflation plus faible, ces derniers temps, que celui de la plupart des pays industrialisés, ainsi qu'une croissance accrue de la productivité et d'importantes ventes de céréales à l'Union soviétique pourraient agir dans le même sens.

Au déficit de la balance américaine des revenus répond un excédent de la balance japonaise, qui s'est élevé à 2,2 milliards de dollars au premier semestre de 1972. Au cours de la même période, la balance japonaise du commerce a enregistré un excédent de 3,7 milliards de dollars, contre 7,9 milliards de dollars pour toute l'année 1971. La majeure partie de cet excédent est imputable au commerce avec les Etats-Unis.

L'évolution économique en Suisse

La situation conjoncturelle de la Suisse ne s'est pas modifiée fondamentalement au cours des mois passés. Dans l'ensemble, la surchauffe continue de se manifester nettement, et le rythme alarmant de l'inflation par les salaires et les prix se maintient sans défaillance.

L'économie intérieure, et surtout le secteur saturé de la construction continuent d'engendrer les forces expansionnistes. Si la construction de logements en particulier stimule l'activité débordante qui règne dans l'industrie du bâtiment, les constructions publiques jouent également un rôle important. En outre, la consommation privée libère aussi des tendances expansionnistes. La progression des revenus, consécutive aux hausses de salaires extraordinairement fortes consenties l'an dernier, a gonflé nettement la demande, principalement celle de biens de

consommation durables et de services. Ainsi, certaines branches du secteur des services connaissent également des tensions qui favorisent l'inflation. L'approvisionnement en liquidités, qui, ensuite de nouveaux afflux de fonds, demeure très abondant, a accentué encore la mise à contribution excessive dont pâtit notamment le secteur de la construction. En dépit des besoins de financement extraordinairement élevés, on ne décèle jusqu'ici aucun signe de resserrement dans l'obtention des capitaux nécessaires.

Par contre, la demande extérieure ne s'est ranimée que partiellement et non sans peine. La demande de biens d'équipement, en particulier, paraît encore hésitante. Au cours du premier semestre de 1972, les carnets de commandes de l'industrie des machines se sont dégarnis. Les taux de croissance de la production industrielle paraissent avoir quelque peu fléchi. L'évolution dans l'industrie s'est différenciée davantage. Tandis que certaines branches, telles l'industrie des textiles, annoncent une activité intense, il n'en va pas de même dans d'autres, telles l'industrie des machines, comme nous l'avons déjà mentionné, et l'horlogerie. La vive concurrence étrangère rend particulièrement difficile l'absorption des coûts salariaux qui croissent rapidement. Toutefois, en moyenne, l'appareil de production de l'industrie reste bien utilisé. La demande de main-d'oeuvre également demeure animée. En raison de la tendance à la relance conjoncturelle qui se manifeste dans les pays industrialisés importants, on estime généralement que les perspectives de l'industrie d'exportation sont favorables. Si réjouissant qu'il puisse paraître aux entreprises intéressées, un nouvel essor de la demande extérieure ne manquerait pas d'attiser encore les tendances intérieures à la surchauffe et d'aggraver en particulier la poussée inflationniste toujours aussi forte des salaires et des prix. Il demeure par conséquent indispensable de poursuivre les efforts visant à modérer la conjoncture, en particulier dans le secteur de la construction. Au cours de la seconde quinzaine du mois d'août, le Conseil fédéral a fait un pas dans ce sens, en étendant et en renforçant les dispositions de l'arrêté sur la construction.

Au début de l'année déjà, la croissance du commerce extérieur, exprimée en valeur, s'était accélérée légèrement. Cette évolution s'est poursuivie au cours des derniers mois. Les taux d'accroissement des exportations ont été un peu plus élevés que ceux des importations, ce qui semble toutefois résulter surtout de la hausse plus forte des prix à l'exportation.

Du mois de janvier au mois de juillet 1972, la valeur des exportations, comparée à celle de l'année précédente, a augmenté de 9,3 %, contre 6,7 % en 1971. Les hausses les plus importantes ont porté sur la valeur des exportations vers la Pologne (+ 70,2 %), vers l'Union soviétique (+ 26,9 %), vers l'Espagne (+ 21,1 %) et vers le Canada (+ 18,7 %). Les exportations en République fédérale d'Allemagne (+ 12,0 %), en France (+ 13,4 %), en Belgique et au Luxembourg (+ 12,2 %), en Autriche (+ 13,7 %), en Grande-Bretagne (+ 11,1 %) et au Brésil (+ 13,4 %) ont accusé des taux de croissance supérieurs à la moyenne. Les exportations aux Etats-Unis, qui avaient diminué l'an dernier, ont augmenté de 7,5 %. En revanche, les exportations vers l'Italie, vers les Pays-Bas, vers la Norvège et vers la Suède sont restées pratiquement au niveau de l'année précédente. Durant les sept premiers mois, la valeur des exportations dans les pays de la CEE a augmenté de 8,7 % par rapport à l'année précédente, contre 7,1 % en 1971, et celle des exportations dans les pays de l'AELE de 8,6 %, contre 14,6 %. Les taux d'accroissement ont été de 5,7 % pour les exportations de machines et d'appareils, de 14,4 % pour celles des produits de l'industrie chimique, de 8,5 % pour celles de l'industrie des textiles et de l'habillement et de 1,9 % pour celles de l'horlogerie. Les exportations de l'industrie des denrées alimentaires et des boissons ont régressé de 9,6 %.

La valeur des importations s'est accrue de 6,3 % pendant les sept premiers mois, alors qu'elle avait augmenté de 6,9 % l'année précédente. En revanche, la vigoureuse progression des importations de biens de consommation s'est poursuivie à un rythme soutenu; elle a atteint 17,1 %, contre 11,6 % l'année précédente. Si l'on déduit les importations sporadiques d'avions, le taux d'accroissement des importations de biens d'équipement a été de 9,7 %, contre 8,6 % en 1971. Les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés n'ont augmenté que modestement, soit de 2,4 %, alors qu'elles avaient diminué de 2,7 % en 1971. Les achats dans les pays de la CEE se sont accrus de 9,2 %, contre 7,6 % l'année précédente, et les livraisons des pays de l'AELE, de 9,8 %, contre 9,9 %.

Grâce à l'expansion un peu plus rapide des exportations, le déficit de la balance commerciale a diminué légèrement par rapport à l'année précédente. Au cours des sept premiers mois, il s'est élevé à 3 608 millions de francs, contre 3 784 millions en 1971.

L'accroissement de la production industrielle paraît avoir quelque peu faibli. Ce fléchissement, semble-t-il, n'est que partiellement imputable à la demande. L'utilisation intégrale des capacités disponibles, en particulier de la main-d'oeuvre, a joué également un rôle important. A la fin du mois de mars 1972, l'indice de la production industrielle était monté de 3 % par rapport à l'année précédente, contre 4 % un an auparavant. Il faut relever que la part de l'industrie de la pierre et de la terre à cette augmentation est de 18 %, celle de l'industrie chimique, de 12 %, celle de l'industrie des textiles, de 10 %, celle de l'habillement et de la lingerie, de 7 %, celle de l'industrie horlogère, de 6 % et celle des denrées alimentaires et des boissons, de 5 %. Dans la métallurgie et dans l'industrie des machines, dans celle des cuirs et du caoutchouc comme dans les arts graphiques, la production est restée au niveau de l'année précédente, tandis qu'elle a régressé dans l'industrie du bois et du papier.

Pendant le premier semestre, le chiffre d'affaires du commerce de détail par jour de vente a augmenté de 9,8 %, soit un peu plus qu'un an auparavant, où il était monté de 9,4 %. L'expansion accélérée de la demande de biens de consommation ressort encore plus nettement de la forte augmentation des importations de ces biens, que nous avons déjà relevée. Les indicateurs révèlent par ailleurs une augmentation rapide de la consommation de services des ménages privés.

L'intensité de la construction de logements apparaît dans la statistique des logements nouvellement construits dans les 92 villes. Au cours des sept premiers mois, 15 716 logements ont été construits, soit 6 % de plus que dans la période correspondante de l'année précédente. En 1971, ce chiffre était inférieur de 4 % à celui de 1970. Simultanément, le nombre de permis de construire délivrés a diminué de 5 %, contre 13 % en 1971.

L'évolution des projets acceptés par l'Inspectorat des fabriques révèle une rationalisation plus poussée des investissements de l'économie privée. Alors que, par rapport à l'année précédente, le nombre total de projets a baissé de 0,8 % au premier trimestre et de 5,4 % au second, le cubage des nouvelles constructions et des agrandissements a augmenté de 8,6 % et de 28 % respectivement.

La pénurie accentuée de main-d'oeuvre continue de caractériser le marché du travail. La situation est particulièrement tendue dans le bâtiment et dans certaines branches du secteur des services. A la fin du mois de juin 1972, l'indice de l'emploi dans l'industrie du bâtiment était de 4,7 % supérieur au niveau de l'année précédente, alors que l'indice de l'emploi dans l'industrie régressait de 2,6 %. L'industrie semble pallier la pénurie de main-d'oeuvre en recourant davantage aux saisonniers et aux frontaliers, qui ne tombent pas sous

le coup des restrictions. On comptait à la fin du mois d'avril 1972 152 817 saisonniers et 95 247 frontaliers, ce qui correspond à un accroissement annuel de 9,9 % pour les saisonniers et de 13,6 % pour les frontaliers.

La poussée des salaires s'est poursuivie à un rythme soutenu. A la fin du mois de juin 1972, les salaires avaient augmenté de 9 % par rapport au niveau de 1971, tandis que la croissance globale de la productivité dépasse à peine 3 %. Au cours du deuxième trimestre, les salaires ont été fortement majorés dans l'industrie des métaux et des machines, dans l'horlogerie et dans l'habillement, de même que dans les arts graphiques.

La hausse de l'indice des prix à la consommation indique que la poussée des prix n'a guère faibli durant les mois passés. A la fin du mois de juillet, l'indice des prix à la consommation était monté de 6,4 % en une année, contre 6,7 % en 1971. Cette tendance persistante est d'autant plus inquiétante que, exception faite de l'indice partiel du chauffage et de l'éclairage, elle s'étend à tous les secteurs englobés dans l'indice général.

L'évolution des prix de gros s'est nettement modifiée au cours des derniers mois. La régression des prix des biens importés, qui prévalait depuis le mois de novembre 1970, a fait place à une hausse, alors que le renchérissement des biens du pays s'est ralenti quelque peu. Il en est résulté une augmentation accélérée des prix de gros, dont l'indice, à la fin du mois de juillet, accusait une hausse de 3 %, contre 2,2 % en 1971. L'expérience montre que l'accroissement des prix de gros se répercute, avec quelque retard, sur les prix des biens de consommation. La nouvelle tendance des prix de gros est par conséquent peu réjouissante.

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

La crise de la livre anglaise, qui a éclaté peu avant l'échéance semestrielle, a contrecarré les efforts visant à neutraliser l'excédent de liquidité qui subsistait depuis l'année précédente.

En introduisant l'obligation de convertir à la Banque nationale une partie des capitaux exportés, libellés en francs suisses, en majorant les avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements envers l'étranger et en prélevant des avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements en Suisse, il a été possible de résorber, jusqu'au début du mois de juin, une part importante de la liquidité excédentaire consécutive à la crise du mois d'août 1971. La Banque nationale espérait absorber

le solde dans le courant de l'été par des avoirs minimaux supplémentaires et par la conversion de capitaux exportés. A cette fin, la Direction générale a engagé au cours du mois de juin, avec l'Association suisse des banquiers, des pourparlers visant à relever les taux des avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements tant en Suisse qu'envers l'étranger.

Comme la liquidité avait presque rejoint son niveau normal, les banques ont sollicité, au cours de la seconde quinzaine du mois de juin et pour la première fois depuis une année, une aide assez large de la banque d'émission, afin de faire face à l'échéance semestrielle. Au total, les établissements de crédit se sont procuré 4,2 milliards de francs à l'institut d'émission, dont 3,5 milliards par la conclusion de swaps de devises contre francs. La crise de la livre a éclaté pendant que se déroulaient ces opérations.

Comme la situation monétaire internationale demeurait instable, les importants fonds à court terme qui refluaient de Grande-Bretagne ont réveillé la crainte que la Suisse ne devînt une fois de plus le refuge des mouvements internationaux de capitaux. Aussi, dès que la libération du cours de la livre a été annoncée, le 23 juin, la Banque nationale a suspendu ses interventions sur le marché des changes, afin d'éviter des afflux de fonds inutiles que pouvaient provoquer des réactions précipitées, consécutives au premier moment de confusion. Jusqu'au 30 juin, période durant laquelle elle est restée à l'écart du marché, le cours du dollar a parfois oscillé légèrement au-dessous du point d'intervention inférieur.

D'entente avec la Direction générale, le Conseil fédéral a pris immédiatement des mesures afin de pouvoir mieux protéger l'économie intérieure contre les afflux de fonds déferlant de l'étranger. L'arrêté fédéral sur la sauvegarde de la monnaie, du 8 octobre 1971, édicté à titre préventif à la suite des événements des mois de mai et d'août 1971, a permis, cette fois, d'agir rapidement. La situation conjoncturelle tendue, le taux d'inflation élevé et le montant énorme, supérieur à toute proportion raisonnable, des fonds étrangers en Suisse ont emporté, même si ce n'était pas de gaîté de coeur, les hésitations à restreindre la liberté traditionnelle des paiements avec l'étranger. Une interdiction de placer des fonds étrangers dans des immeubles en Suisse (arrêté du Conseil fédéral du 26 juin 1972 interdisant le placement de fonds étrangers dans des immeubles en Suisse), ainsi qu'en papiers-valeurs suisses et en hypothèques grevant des immeubles suisses (ordonnance du 26 juin 1972 concernant le placement de fonds étrangers) devrait empêcher les fonds étrangers en quête de placement d'affluer,

et l'hypertrophie inflationniste de la demande qui en résulte dans le secteur des immeubles et des titres de s'étendre. Pour compléter ces restrictions, l'obtention de crédits à l'étranger a été soumise à autorisation (ordonnance du 5 juillet 1972 portant obligation de solliciter une autorisation pour recueillir des fonds à l'étranger), car, selon les expériences faites au cours des dernières années, les fonds étrangers peuvent, par ce biais également, avoir accès au marché intérieur, sans qu'il soit possible de les contrôler. En outre, les banques ont été astreintes à couvrir chaque jour leurs engagements en monnaies étrangères, y compris les opérations à terme, par des avoirs en monnaies étrangères (ordonnance du 5 juillet 1972 concernant les positions en monnaies étrangères des banques), afin d'éviter de nouveaux afflux de devises dans ce secteur également.

Avant de reprendre, le 3 juillet, ses interventions sur le marché des changes, la Banque nationale a informé les banques que d'autres mesures s'imposeraient au cas où, malgré l'interdiction visant les placements, elle recevrait de grandes quantités de dollars. Elle a laissé entendre qu'il y aurait lieu alors d'envisager la perception d'une commission sur l'accroissement des avoirs en francs suisses détenus par des étrangers, afin de renforcer l'interdiction de rémunérer ces fonds. Malgré cette menace, la Banque nationale a reçu d'importants montants en dollars au cours des premiers jours qui ont suivi la reprise de ses interventions. Aussi le Conseil fédéral a-t-il décidé, le 4 juillet, de percevoir une commission trimestrielle de 2 % sur l'accroissement des avoirs étrangers depuis le 30 juin 1972, à l'exception des avoirs crédités sur des livrets ou comptes d'épargne ou de dépôt jusqu'à fr. 50 000.--. Simultanément, l'interdiction de rémunérer l'accroissement des fonds étrangers depuis le 31 juillet 1971, basée jusqu'alors sur une convention conclue avec un nombre restreint de banques (convention concernant les avoirs minimaux extraordinaires et la rémunération des fonds étrangers, du 20 août 1971) a été introduite dans l'ordonnance et étendue ainsi à tous les établissements soumis à la loi sur les banques. De plus, il s'est révélé opportun de donner une nouvelle base aux avoirs minimaux extraordinaires sur l'accroissement des fonds étrangers, également prévus par la convention. Le Conseil fédéral a donc publié, le 5 juillet 1972, une autre ordonnance (ordonnance concernant les avoirs minimaux sur les fonds étrangers), qui a abrogé la convention du 20 août 1971.

En dépit de ces mesures, la Banque nationale a dû reprendre, au cours de la deuxième semaine du mois de juillet, des dollars pour la contre-valeur de 3,8 milliards de francs. Des rumeurs portant sur un flottement commun des monnaies de la CEE par rapport au dollar avaient précédé la conférence du Groupe des Dix des 17 et 18 juillet 1972 et renforcé la tendance à fuir le

dollar. Le rapatriement de fonds suisses placés à l'étranger doit avoir contribué largement à ces nouveaux afflux de dollars. Les devises que la Banque nationale a reprises pendant la première quinzaine de juillet ont atteint 4,7 milliards de francs. Il en est résulté un nouveau gonflement de la liquidité, déjà excédentaire, dont dispose le système bancaire. Certes, l'institut d'émission a pu céder des dollars, soit aux banques, en raison des conversions auxquelles sont soumises les exportations de capitaux, soit à l'administration fédérale, pour ses paiements à l'étranger; ces ventes toutefois ne parviennent que lentement à résorber le nouvel excédent de liquidité. Dans la seconde quinzaine du mois de juillet, le cours du dollar s'est écarté du point d'intervention inférieur, et la Banque nationale n'a plus été obligée, depuis lors, d'acheter des dollars.

Dans le cadre des pourparlers que la Direction générale a engagés, au mois de juin, avec l'Association suisse des banquiers, en vue de résorber encore des liquidités, il a été décidé, le 21 juillet, de neutraliser 450 millions de francs supplémentaires sur l'accroissement des engagements en Suisse, en application de la convention du 1er septembre 1969 sur les avoirs minimaux et l'expansion du crédit. Par ailleurs, à la suite également d'échanges de vues approfondis avec les banques, il a été convenu d'augmenter les avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements envers l'étranger, perçus en vertu de l'ordonnance précitée. Dans l'ensemble, ces avoirs minimaux supplémentaires doivent réduire de un milliard de francs en chiffre rond l'excédent de liquidité. Lorsque des données plus précises permettront de mieux saisir les effets des derniers événements sur la liquidité et le marché de l'argent, il y aura lieu de décider si d'autres mesures s'imposent pour neutraliser des fonds.

La limitation de l'expansion du crédit, fondée sur la convention-cadre du 1er septembre 1969, a pris fin le 31 juillet 1972. Comme une surchauffe prononcée règne dans de nombreux secteurs de notre économie, en particulier dans celui de la construction et des branches connexes, l'excédent de liquidité risque de provoquer une expansion exagérée du crédit qui stimule davantage encore l'excédent inflationniste de la demande. Depuis la fin de 1971, les promesses de crédit, en particulier les promesses de crédit de construction, ont augmenté vigoureusement, leur taux d'accroissement par rapport au niveau correspondant de l'année précédente s'élevant jusqu'à 90 %. Dans la conjoncture actuelle, ce phénomène engendre de graves préoccupations. C'est pourquoi la Banque nationale a adressé aux établissements de crédit, le 24 juillet 1972, une circulaire dans laquelle elle les invite à maintenir pratiquement l'expansion du crédit dans les limites actuelles et à ne faire de nouvelles promesses de crédit que dans la mesure où ces dernières permettent d'observer les directives au cours des mois à venir.

En raison de l'extrême liquidité du marché de l'argent, les taux d'intérêt sont demeurés bas malgré la forte demande de crédits et de capitaux. Depuis la fin du mois de juin, l'argent au jour le jour n'est pratiquement plus rémunéré. Pour les dépôts à trois mois, les grandes banques versent de nouveau 1 1/2 % depuis la mi-août, contre 2 % auparavant. Le rendement moyen de onze emprunts de la Confédération, qui était monté provisoirement à 5,06 % à la fin du mois de juin, après les premières réactions aux mesures destinées à sauvegarder la monnaie, se maintient depuis quelque temps déjà à 4,95 %.

Même après l'interdiction de placements faite aux étrangers, le marché des capitaux est demeuré très ouvert. Les baisses des cours des actions et des obligations, qui se sont produites après que les nouvelles mesures ont été publiées, n'ont duré que peu de temps. Dans le cadre de l'ordonnance concernant le placement de fonds étrangers, les souscriptions étrangères aux emprunts étrangers libellés en francs suisses ont été limitées à 40 % au maximum du montant de l'emprunt. Compte tenu de l'évolution des cours, le cours applicable aux conversions obligatoires des capitaux exportés a été abaissé, à cette occasion, de 3,84 à 3,80, tant que le cours du marché n'excède pas 3,80.

Le recours net au marché des capitaux par des émissions publiques, déduction faite des conversions et des remboursements, s'est élevé, durant les huit premiers mois de l'année, à 4 886 millions de francs, ce qui représente 678 millions, ou 16 %, de plus que pendant la même période de l'année précédente. Les emprunts suisses ont absorbé 2 587 millions de francs, contre 2 523 millions en 1971, les emprunts étrangers 1 627 millions de francs, contre 896 millions, et les émissions d'actions suisses, 672 millions de francs, contre 788 millions. Tous les emprunts ont été placés sans peine.