

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 15 décembre 1972

L'évolution de l'économie mondiale

L'essor conjoncturel, qui s'était déjà amorcé à travers le monde au premier semestre, s'est étendu et s'est intensifié au cours des derniers mois. Pour la première fois, les principaux pays industrialisés se trouvent pratiquement tous dans une phase conjoncturelle ascendante. Selon les constatations du secrétariat de l'OCDE, le produit national brut des pays membres, exprimé en termes réels, ne devrait pas augmenter de moins de 6,5 % p.a. environ au deuxième semestre de 1972 et au premier semestre de 1973. En 1971, son taux de croissance avait été de 3,3 %. L'accroissement prévu est le plus élevé depuis 1955 et démontre la force du processus d'expansion qui s'est engagé. Il dépasse quelque peu l'accroissement moyen de la productivité auquel on peut s'attendre. Cela traduit, certes, une meilleure utilisation de la main-d'oeuvre et de l'appareil de production; le chômage devrait donc régresser dans les pays où il sévit encore actuellement. Mais on voit surtout se dessiner le risque d'un nouveau boom de la demande internationale, menaçant d'attiser encore l'inflation qui ne cesse de progresser en Europe.

Les chiffres qui reflètent le développement du commerce international témoignent également de l'intensité que l'essor conjoncturel a atteinte sur le plan mondial. Le volume du commerce extérieur des pays de l'OCDE devrait augmenter de près de 10 % en 1972, soit à un taux presque double de celui de 1971.

Si, jusqu'ici, la relance économique provenait surtout de la consommation privée, des dépenses publiques et de la construction de logements, les investissements privés se sont accrus ces derniers temps, en particulier aux Etats-Unis. En outre, les investissements de stocks, qui étaient restés longtemps extrêmement bas, ont commencé à progresser nettement. La reconstitution des stocks semble avoir contribué à la hausse vigoureuse des prix des matières premières, constatée ces derniers temps.

Même si la conjoncture générale est orientée vers une seule direction, l'intensité et l'évolution des forces expansionnistes diffèrent beaucoup d'un pays à l'autre. En dépit d'une croissance économique plus rapide qu'auparavant, quelques pays, tels la Grande-Bretagne, les Etats-Unis, le Canada et la Suède, continuent de connaître un chômage élevé. En Italie, en France et aux Pays-Bas, le nombre des chômeurs a même augmenté légèrement. Il convient de noter que le degré d'utilisation de l'appareil de production a baissé beaucoup moins que l'augmentation du chômage ne le laissait prévoir, dans les pays européens notamment. Cela signifie que le chômage est davantage un problème structurel qu'un problème conjoncturel. Le coût du travail, qui a considérablement augmenté, paraît avoir entraîné de fortes économies de main-d'oeuvre. De plus, les prestations extrêmement généreuses des assurances sociales et le maintien du plein emploi, réputé assuré par l'Etat, pourraient avoir affaibli la volonté de s'adapter à de nouvelles conditions de travail.

De ce fait, une politique économique qui cherche d'abord à relancer la demande pour rétablir le plein emploi semble inappropriée, voire dangereuse. Comme le degré d'utilisation de l'appareil de production n'a pas diminué en proportion de l'augmentation du chômage, l'expansion de la demande a atteint les limites des capacités de production avant que le chômage n'ait été résorbé. Il faut craindre dès lors que l'essor actuel ne se transforme très rapidement en un excédent inflationniste de la demande.

L'économie européenne, en particulier, se trouve aujourd'hui dans une telle situation. D'après les estimations dont on dispose, le coefficient d'utilisation des capacités industrielles paraît n'être descendu qu'à 90 % pendant le dernier fléchissement conjoncturel. Une surabondance d'argent et de crédit, vestige des crises monétaires passées, favorise le développement d'un nouveau boom de la demande, tandis que l'inflation par les coûts et par les salaires s'est accentuée de façon inquiétante, avant que les effets de la nouvelle expansion ne se fassent sentir. Dans les pays industrialisés d'Europe, le taux du renchérissement mesuré à l'indice des prix à la consommation approchait 7 % p.a. en moyenne au mois de septembre. Aux Etats-Unis, il n'était alors que de 3,5 %, mais il a commencé aussi à monter légèrement ces derniers temps.

La plupart des pays européens ont pris récemment des mesures en vue d'endiguer la poussée des salaires et des prix. Divers Etats cherchent à agir directement sur le développement des revenus et des prix. A l'exception de l'Italie, les pays de la CEE ont adopté en outre une politique monétaire et de crédit plus restrictive. Il reste à savoir si l'on parviendra à con-

trôler à temps les forces expansionnistes et à contrecarrer la vague catastrophique de renchérissement.

Relevons quelques caractéristiques de l'évolution économique dans certains pays.

Aux Etats-Unis, l'expansion économique s'est poursuivie au cours du deuxième semestre. Certes, la croissance du produit national brut en valeur réelle n'a plus atteint au troisième trimestre le taux extrêmement élevé de 9,4 % enregistré au deuxième trimestre, mais elle est demeurée vigoureuse. Son taux s'est inscrit à 6,3 %. Tous les éléments importants de la demande ont contribué à cette évolution; la progression des investissements privés d'équipement et celle de la construction de logements ont dépassé la moyenne, tandis que l'évolution des dépenses publiques est demeurée en deçà.

Selon de nouveaux calculs, l'utilisation des capacités de l'industrie s'est élevée à 83 % au troisième trimestre. Par contre, le taux du chômage est resté au niveau du mois de juin, soit à 5,5%, en raison de la forte augmentation du nombre des personnes occupées.

En Grande-Bretagne, la vigoureuse expansion de la demande et de la production s'est poursuivie au cours des derniers mois. Son moteur principal demeure la consommation privée, fortement stimulée par les importants allègements fiscaux du mois de mars 1972. Les dernières enquêtes faites chez les chefs d'entreprises révèlent que les investissements industriels, jusqu'ici en baisse, commencent à remonter. Au troisième trimestre, des grèves ont freiné la construction de logements.

La hausse des prix et des salaires a continué de s'accélérer. Du mois de mai au mois d'octobre, les prix à la production des biens industriels, de même que les prix du commerce de détail ont augmenté à raison d'un taux annuel de 9 % en chiffre rond. Comparée à celle d'un an auparavant, l'augmentation des taux salariaux a passé de 11 % au mois de juillet à 17 % au mois d'octobre. De ce fait, et contrairement à sa conception initiale, le gouvernement a décrété, au début du mois de novembre, un blocage des salaires et des prix pour 90 jours; il espère pouvoir d'ici là mettre sur pied une politique légale des revenus, car les efforts déployés en vue de conclure une convention avec les partenaires sociaux ont échoué. L'expansion vigoureuse de l'économie s'est accompagnée d'une augmentation de la demande de main-d'oeuvre. Le nombre des chômeurs a fortement diminué.

En République fédérale d'Allemagne, l'essor conjoncturel est resté jusqu'ici modéré. Néanmoins, la tendance à l'inflation s'est accentuée. La demande a progressé vigoureusement dans les secteurs de la consommation privée et de la construction de logements. En outre, les entrées de commandes provenant de l'étranger se sont de nouveau accélérées. Les investissements de l'industrie et de l'artisanat n'ont pas encore augmenté sensiblement. Les dernières enquêtes menées chez les chefs d'entreprises laissent prévoir pour l'an prochain un accroissement plus marqué des dépenses d'investissements tant dans l'industrie que dans la construction. Le renchérissement s'est renforcé nettement. Au mois d'octobre, le coût de la vie dépassait de 6,4 % le niveau enregistré un an auparavant. La hausse des prix à la production des biens industriels, elle aussi, s'est nettement accentuée. Au mois de septembre, les salaires horaires tarifaires excédaient de 9 %, en moyenne, le niveau de l'année précédente.

L'économie de la France a connu, au deuxième semestre, une expansion vigoureuse. Les investissements privés et publics, en particulier, paraissent s'être accrus fortement. La consommation privée, stimulée par la hausse soutenue des salaires, ainsi que la demande extérieure ont continué de progresser rapidement. La croissance de la production industrielle s'est ralentie; son taux annuel s'est chiffré à 5 % environ. Il se peut que ce ralentissement résulte de l'épuisement croissant des réserves de capacités techniques. Le nombre des places vacantes a augmenté, mais celui des chômeurs également. Au mois de septembre, le taux du renchérissement, mesuré à l'indice des prix à la consommation, a atteint 6,3 % par rapport à l'année précédente.

L'économie italienne demeure sous le coup des troubles qui persistent depuis 1969. Toutefois, la régression de l'activité est arrivée à son terme; elle a fait place, au cours de l'année, à une légère relance. Très faible jusque-là, la demande intérieure a augmenté quelque peu, du fait que la croissance de la consommation privée et publique s'est accélérée et que le fléchissement des investissements a presque cessé. La production industrielle présente de nouveau une légère tendance à la hausse. Néanmoins, l'utilisation des capacités de production pourrait avoir continué de diminuer. Le nombre des chômeurs s'est nettement accru. La faible croissance de la demande intérieure et, partant, des importations s'est traduite par un excédent fortement accru de la balance des revenus. Les importantes majorations de salaires convenues ou envisagées lors des pourparlers tarifaires de cet automne menacent d'accélérer encore la poussée des prix. Au mois de septembre, les prix à la consommation dépassaient de 6,3 %, et les prix de gros, de 4,6 %, le niveau enregistré un an auparavant.

Dans les petits pays industrialisés d'Europe, la relance de la conjoncture, que l'on pouvait constater depuis le début de 1972, s'est poursuivie. La reprise de la demande semble résulter, en premier lieu, d'un essor des exportations, tandis que les investissements sont généralement restés modérés. Certains pays, tels la Suède et les Pays-Bas, accusent toujours un nombre élevé de chômeurs. Bien que des capacités techniques et des réserves de main-d'oeuvre demeurent inutilisées, le renchérissement s'est généralement accentué.

L'économie canadienne se trouve dans une phase d'expansion exceptionnellement forte. Grâce à un investissement très intense et à une consommation élevée, le produit national brut en termes réels devrait augmenter de 6 % au moins en 1972. L'emploi s'est développé vigoureusement, mais il n'a que compensé l'accroissement extraordinaire de la population active; ainsi le taux de chômage, qui atteignait 6,7 % au troisième trimestre, est demeuré élevé. Le renchérissement s'est accéléré; il s'est chiffré, au mois de septembre, à 5,3 % p.a. pour les prix à la consommation et même à 7,3 % p.a. pour les prix de gros des produits ouvrés.

Au Japon, la demande intérieure et la production ont augmenté fortement depuis le début de 1972, sous l'influence d'une hausse massive des dépenses publiques et d'une politique monétaire très expansionniste. En 1972, le produit national brut en termes réels devrait augmenter à un taux annuel de 8 à 9 %, et la production industrielle, à un taux annuel de 10 %. La consommation privée, de même que la construction privée et publique ont contribué surtout à cette expansion. En revanche, les investissements de l'industrie et de l'artisanat sont demeurés relativement faibles, car une partie des capacités techniques n'est pas entièrement utilisée en dépit de la forte augmentation de la production. Malgré cette faiblesse des investissements, malgré aussi l'offre accrue de main-d'oeuvre, la hausse des prix et des salaires s'est accélérée fortement depuis l'été 1972. Le taux d'inflation est resté cependant plus bas qu'en Europe.

La situation monétaire internationale

Les marchés internationaux des changes n'ont pas subi, ces derniers mois, de perturbations importantes. Néanmoins, diverses monnaies ont été soumises parfois à des pressions.

Au mois d'octobre, alors que le gouvernement négociait, avec les représentants des syndicats, la mise sur pied d'une politique des revenus, le cours de la livre anglaise est tombé à un point

tel que la banque d'émission, malgré le flottement, a dû le soutenir en vendant des dollars.

Le cours de la livre est descendu par moment à 11,3 % au-dessous du cours médian convenu lors du réajustement. Cette régression a obligé la Grande-Bretagne à indemniser les pays du bloc sterling, en exécution de la garantie qu'elle leur avait donnée, pour les pertes de change qui affectaient leurs avoirs en livres.

Dans le court laps de temps qui a séparé le rejet de l'adhésion à la CEE par le peuple norvégien et le référendum danois portant sur la même question, une forte spéculation à la dévaluation a frappé la couronne danoise. Le commerce des devises a été suspendu provisoirement au Danemark. La situation s'est normalisée aussitôt après l'issue favorable de la votation.

Malgré le fort excédent de la balance des revenus, la lire italienne a tendu constamment à faiblir ces derniers temps. La banque d'émission a dû y parer en vendant des devises à plusieurs reprises. Les troubles sociaux persistants se traduisent par un exode accru des capitaux, que la discussion des milieux économiques italiens portant sur l'opportunité d'une dévaluation de la lire, semble avoir renforcé.

Les autorités japonaises ont été confrontées à des difficultés inverses. Les excédents constamment élevés des balances du commerce et des revenus ont alimenté la spéculation à la réévaluation du yen. Les importants afflux de fonds qui en sont résultés ont provoqué une hausse extraordinairement forte des réserves monétaires japonaises, en dépit de mesures de défenses intensifiées.

Ces tendances à l'insécurité n'ont cependant pas débordé le cadre des diverses monnaies nationales. Le fait qu'elles n'ont pas engendré de fortes perturbations internationales, comme la crise de la livre au mois de juin, est imputable avant tout à la fermeté affichée par le dollar ces derniers temps. Malgré l'évolution toujours négative des balances du commerce et des revenus, le rétablissement économique des Etats-Unis et la formation des salaires et des prix, beaucoup plus favorable qu'en Europe, ont renforcé la confiance dans le dollar. Stimulés par la forte hausse des cours en bourse, les achats de titres américains ont nettement augmenté.

La consolidation du dollar a élargi le champ d'une politique monétaire et d'une politique de crédit restrictives en Europe. A l'exception de l'Italie, tous les pays de la CEE, ainsi que la Grande-Bretagne, ont saisi cette occasion; ils ont majoré, entre autres, les taux officiels d'intérêt. De ce fait, dans divers pays européens, les taux d'intérêt à court terme ont dépassé le niveau des taux américains. On se demande combien de temps cet écart pourra subsister sans déclencher des mouvements de fonds susceptibles de restreindre une nouvelle fois la liberté d'action que l'Europe a acquise dans le secteur monétaire.

Le développement de la balance américaine des paiements n'a pas encore répondu aux espoirs mis en lui. Le déficit de la balance commerciale qui, après la dévaluation du dollar, avait continué de s'accroître conformément aux prévisions, a tendance à diminuer depuis le mois de juillet. Pendant les neuf premiers mois de l'année, il s'est élevé à 7,1 milliards de dollars, contre 2,7 milliards de dollars pour toute l'année 1971. Durant la même période, le déficit de la balance des revenus a augmenté également il devrait atteindre un peu plus de 8 milliards de dollars en 1972, contre 2,85 milliards en 1971. Grâce au développement favorable des mouvements de capitaux, le déficit de la balance générale des paiements (sur la base des règlements officiels) sera probablement bien inférieur au montant record de l'an dernier (29,8 milliards de dollars).

En 1972, le déséquilibre des paiements courants (balances des revenus) entre les Etats-Unis, d'une part, et les pays de la CEE ainsi que le Japon, de l'autre, s'est de nouveau fortement accru. La position excédentaire des pays de la CEE, qui s'était réduite sensiblement en 1971, a plus que doublé en 1972. Cette évolution est due principalement au fort excédent des balances des revenus de l'Italie, causé par l'affaiblissement des importations consécutif à la stagnation économique, des Pays-Bas et de la Belgique. Par contre, la France et la République fédérale d'Allemagne n'ont enregistré, une nouvelle fois, que de faibles excédents.

Les balances du commerce et des revenus de la Grande-Bretagne se sont détériorées graduellement au cours de l'année, de sorte que l'excédent de la balance des paiements, qui s'élevait à 2,5 milliards de dollars en chiffre rond en 1971, pourrait faire place à un déficit, quoique minime, en 1972.

Malgré les efforts déployés pour parvenir à un meilleur équilibre, l'excédent extrêmement élevé du commerce extérieur du Japon s'est encore accru en 1972. Le solde actif de la balance commerciale japonaise est monté à 7 milliards de dollars au cours des dix premiers mois; il équivaut pratiquement au déficit de la balance commerciale des Etats-Unis.

Lors de l'assemblée générale du Fonds monétaire et de la Banque mondiale, qui s'est tenue à Washington à la fin du mois de septembre, s'est constitué le comité des Vingt, chargé d'étudier et de préparer une réforme du système monétaire international. Ce comité, présidé par le ministre des finances de l'Indonésie, est composé des ministres et des présidents des banques centrales. Il a formé le groupe des suppléants, qui mèneront les débats proprement dits sur la réforme; il a nommé également le président et quatre vice-présidents de ce groupe, qui dirigeront, à plein temps, les travaux des suppléants. Le comité des Vingt a admis, à titre d'observateurs, des représentants de l'OCDE, du GATT, de la CNUCED et de la Banque des règlements internationaux. En revanche, il n'a pas agréé les requêtes de la Commission de la CEE et de la Suisse, qui désiraient également déléguer un observateur.

Le groupe des suppléants a tenu une première séance à la fin du mois de novembre. Il envisage de se réunir tous les deux mois, afin de pouvoir soumettre d'importantes propositions de réformes à la prochaine assemblée annuelle du Fonds monétaire et de la Banque mondiale, qui aura lieu à Nairobi au mois de septembre 1973.

Les déclarations que les représentants de différents pays ont faites à l'assemblée annuelle de Washington révèlent déjà quelques tendances importantes, qui pourraient marquer l'élaboration de la réforme monétaire. La position prise par le secrétaire américain au Trésor, qui a exposé pour la première fois les conceptions élargies des Etats-Unis, s'est avérée particulièrement importante.

La recherche d'un meilleur équilibre des balances des paiements par le processus d'ajustement ("adjustment process"), qui devrait être introduit dans les statuts du Fonds monétaire, jouera certainement un rôle important au cours des pourparlers relatifs à la réforme. Le principe des cours de change stables devrait être maintenu. Cependant, les cours de change pourraient être ajustés plus rapidement que jusqu'ici, afin d'annihiler les facteurs susceptibles de perturber l'équilibre. Ainsi, la subordination de la politique économique nationale aux impératifs de la balance des paiements, qui est souvent jugée inopportune, devrait s'atténuer.

Dès lors, il faudra également déterminer une nouvelle fois qui doit supporter la charge de l'ajustement. On relève que, jusqu'ici, le soin de corriger un déséquilibre de la balance des paiements était imparti de façon par trop unilatérale aux pays déficitaires. Or, il n'est nullement dit qu'un tel déséquilibre se produit uniquement lorsqu'un pays ne contrôle pas suffisam-

ment ses dépenses à l'étranger. Il pourrait résulter également du fait que certains pays recherchent délibérément, par une politique mercantiliste, à obtenir une balance excédentaire des paiements, imposant ainsi à d'autres pays des déficits correspondants. Le nouveau système doit pouvoir obliger ces pays excédentaires à rétablir l'équilibre de leur balance des paiements. C'est à une institution internationale, en l'occurrence le Fonds monétaire, qu'il appartiendra de décider, sur la base de critères objectifs, qui devra finalement procéder à l'ajustement, en principe, par une modification des cours de change.

Les Etats-Unis souhaitent que le dollar jouisse d'une meilleure "symétrie"; en d'autres termes, ils désirent pouvoir modifier le cours de leur monnaie aussi aisément que peuvent le faire les pays qui n'ont pas une monnaie-clé. Une telle "symétrie" implique en outre que les marges de fluctuation du dollar par rapport à d'autres monnaies soient identiques à celles des monnaies non américaines entre elles. Comme la plupart des banques centrales ne contrôlent le cours de leur monnaie qu'en fonction du dollar, en achetant ou en vendant des dollars contre leur propre monnaie, les marges de fluctuation des monnaies non américaines entre elles doivent être le double des marges de fluctuation d'une monnaie par rapport au dollar, pour éviter des arbitrages. Le postulat américain exigeant les mêmes marges de fluctuation pour le dollar que pour les autres monnaies ne pourrait donc se réaliser qu'en modifiant le système actuel d'intervention. Il faudrait choisir une solution qui permette d'intervenir simultanément en plusieurs monnaies sans perturber les "cross-rates". La CEE a déjà mis au point une telle solution, dans le cadre de la réduction des marges décidée au mois d'avril 1972.

Actuellement, l'amélioration du processus d'ajustement semble être la préoccupation première du groupe des suppléants. Toutefois, les problèmes de politique commerciale, qui sont étroitement liés à cette question, se verront octroyer sans doute une grande importance. Ces problèmes particuliers devront être traités avant tout dans le cadre de l'OCDE.

Aucune décision n'est intervenue pour le moment dans l'éventuelle attribution de nouveaux droits de tirage spéciaux. Selon les statuts, une telle décision devrait être prise encore avant la fin de cette année. D'importantes divergences semblent exister, qui portent notamment sur le montant des nouveaux droits. En outre, les pays en voie de développement souhaitent que la clé de répartition soit modifiée.

Poursuivant leurs efforts pour renforcer l'intégration monétaire, les pays de la CEE ont décidé, lors d'une conférence au sommet qui s'est tenue au mois d'octobre à Paris, de constituer, le 1er avril 1973, un fonds européen de coopération monétaire. Ce fonds doit assurer l'équilibre des balances des paiements par des interventions coordonnées sur les cours de change dans le cadre des marges de fluctuation réduites, et décider de l'attribution des crédits de soutien à court terme, qui existent déjà. On examine aussi la possibilité de développer encore ce fonds pour en faire une banque centrale de la communauté.

Cependant, le système d'intervention de la communauté, mis en vigueur le 1er avril 1972 lors de l'introduction des marges réduites, ne fonctionne que fort imparfaitement. La Grande-Bretagne, qui s'est retirée du système lorsqu'elle a libéré le cours de la livre, n'a pas été en mesure jusqu'ici de fixer un nouveau cours. Il semble que cette condition à la participation au système commun d'intervention ne pourra être réalisée jusqu'à l'adhésion de la Grande-Bretagne à la CEE, le 1er janvier 1973. L'Italie n'a plus l'obligation d'intervenir en monnaies de la communauté; cette dispense a été prolongée pour une durée indéterminée. D'autres pays également bénéficient d'un certain allègement qui leur permet d'intervenir sur le marché des changes au moyen de dollars au lieu des monnaies des autres Etats membres. Par contre, depuis l'issue favorable de la votation sur son adhésion à la CEE, le Danemark observe scrupuleusement le système des marges réduites. La Norvège également continue de se conformer à cette réglementation, bien que le peuple ait rejeté l'adhésion à la CEE. De ce fait, la CEE devra se pencher sur la question de la participation des Etats non membres au système qu'elle a instauré. Cette question, naturellement, intéresse aussi des pays tels que la Suède et la Suisse. Il se peut qu'il faille l'envisager dans le cadre de la réforme monétaire et du postulat américain préconisant une meilleure "symétrie" en faveur du dollar.

L'évolution économique en Suisse

En Suisse, la tension conjoncturelle s'est accentuée au cours des derniers mois. Compte tenu de l'utilisation des capacités techniques et de la main-d'oeuvre, notre économie se trouve indiscutablement dans une période de boom. Cependant, les taux de croissance sont inférieurs au niveau atteint dans des phases antérieures d'expansion. Aussi, l'importance de la surchauffe apparaît moins nettement que les années précédentes. De surcroît, la situation est encore relativement différenciée d'une branche à l'autre. La surchauffe atteint principalement l'éco-

nomie intérieure. Une fois de plus, le secteur le plus marqué est celui de la construction, en particulier de la construction de bâtiments et des branches connexes. La construction de logements, la construction publique et la consommation privée engendrent les poussées les plus fortes. Les tensions qui persistent sur le marché de l'emploi entraînent une hausse accélérée des salaires; celle-ci dépasse largement l'amélioration de la productivité générale, qui paraît être de 3 à 4 %. Il s'ensuit, d'une part, un accroissement accéléré des dépenses de consommation, d'autre part et surtout, des majorations de prix, auxquelles les coûts accrus du travail ne contribuent pas peu. Dans le secteur des services publics, en particulier, les augmentations de prix et de tarifs, consécutives à la hausse des coûts, se succèdent ces derniers temps à un rythme de plus en plus rapide. Par le jeu de la compensation du renchérissement, la montée de l'indice du coût de la vie que provoquent ces augmentations accélère les améliorations de salaires, et resserre ainsi de plus en plus la spirale néfaste. Au cours des derniers mois, la poussée des salaires et des prix a atteint une ampleur que notre pays n'avait jamais connue depuis la fin de la deuxième guerre mondiale.

Par ailleurs, de nouvelles tendances expansionnistes commencent à se manifester dans des secteurs où, jusqu'ici, la demande avait évolué calmement. Ainsi, au cours des derniers mois, l'essor conjoncturel mondial a suscité une relance sensible de la demande extérieure, en particulier, mais aussi des investissements industriels et artisanaux. L'évolution des crédits accordés par les banques a pris tout récemment des proportions qui excèdent de loin les possibilités de croissance offertes par la capacité réelle de notre économie. Cette évolution a obligé le Conseil fédéral à soumettre au Parlement, au début du mois de décembre, une série de mesures destinées à empêcher une nouvelle aggravation de la surchauffe et à contrecarrer sans délai les tendances inflationnistes. Il n'est pas encore possible d'aborder le détail des mesures prises.

Au cours des derniers mois, la valeur des exportations, comme celle des importations, s'est accrue nettement. Cette hausse n'est que partiellement imputable aux prix.

La valeur des exportations a dépassé le résultat de l'année précédente de 11 % au mois d'août, de 12,2 % au mois de septembre et de 14,0 % au mois d'octobre. Pour les dix premiers mois de l'année, elle s'est accrue, en termes relatifs, de 10,3 % par rapport à la même période de l'année précédente, contre 6,5 % en 1971.

L'évolution de la valeur des exportations vers certains pays reflète très nettement le rétablissement conjoncturel sur ces marchés. Les exportations ont augmenté de 13,6 %, contre 9,3 % l'année précédente, vers la Grande-Bretagne, de 13,9 %, contre 3,8 %, vers la Belgique et le Luxembourg, de 12,4 %, contre 2,3 %, vers les Etats-Unis; au Canada, nos livraisons se sont accrues de 16,4 % et au Japon, de 18,1 %, alors qu'elles avaient diminué de 0,1 % et de 4,3 % respectivement en 1971. D'autre part, nos ventes à quelques pays du bloc de l'Est et de l'Asie ont très fortement progressé: elles ont augmenté de 31,1 % en Union soviétique, de 50,4 % en Roumanie, de 65,2 % en Pologne, de 33,7 % en Indonésie et de 48,0 % en Iran. Au cours des dix premiers mois, les livraisons aux zones économiques européennes ont peu augmenté par rapport à l'année précédente; leur taux d'accroissement s'est chiffré à 10,6 %, contre 8,0 %. Si, comme on vient de le relever, les exportations vers la Grande-Bretagne, la Belgique et le Luxembourg ont progressé fortement, les ventes aux Pays-Bas ont régressé de 1,8 % et les livraisons à l'Italie et à la Suède n'ont pratiquement pas changé. Les exportations vers la France et vers l'Autriche ont continué à être soutenues; elles ont augmenté respectivement de 12,7 %, contre 13,8 % l'année précédente, et de 13,4 %, contre 16,0 %. Du mois de janvier au mois d'octobre, la valeur des exportations vers la CEE s'est accrue de 8,5 % contre 6,9 % en 1971, et celle des ventes aux pays de l'AELE de 9,9 %, contre 12,3 %. Si l'on considère les diverses branches de l'économie, on constate que l'industrie chimique a accusé, pendant la même période, la hausse la plus forte avec un taux de 15,3 %, contre 5,9 % l'année précédente; elle est suivie de l'industrie des textiles avec 8,9 %, contre 6,5 %, de l'industrie des machines et appareils avec 6,9 %, contre 9,9 %, et de l'horlogerie avec 5,0 %, contre 0,5 %; cette dernière est parvenue à augmenter de nouveau quelque peu la valeur de ses exportations. Par contre, la valeur des exportations de l'industrie des denrées alimentaires et des boissons a fortement diminué en 1972, soit de 10,4 %, alors qu'elle avait augmenté de 8,1 % l'année précédente.

Pendant les dix premiers mois, la valeur des importations a augmenté de 8,9 %. Ensuite de la hausse accélérée des derniers mois, le taux de croissance a été de nouveau légèrement supérieur à celui d'un an auparavant, qui était de 6,7 %. Les achats

aux pays européens ont particulièrement augmenté, de sorte que la part de l'Europe aux importations globales s'est accrue une fois de plus. Durant les dix premiers mois, les importations en provenance des pays de la CEE ont augmenté de 10,9 %; les achats dans la zone de l'AELE ont progressé un peu moins, leur taux de croissance se chiffrant à 7,9 %. La valeur de nos importations en provenance des Etats-Unis et du Canada a diminué de 3,5 % et de 20,5 % respectivement.

Les importations de biens de consommation ont augmenté fortement, soit de 16,4 %, contre 12,7 % l'année précédente. Les taux d'accroissement ont été de 9,5 %, contre 11,6 % en 1971, pour les biens d'équipement, de 5,6 %, contre une baisse de 2,6 %, pour les matières premières et les produits semi-ouvrés; les importations de produits énergétiques ont diminué de 9,9 %, en raison surtout du mouvement des prix du pétrole, alors qu'elles avaient augmenté de 31,9 % en 1971.

Du mois de janvier au mois d'octobre 1972, le déficit de la balance commerciale s'est élevé à 5 432 millions de francs. Du fait de la rapide augmentation des importations au cours des derniers mois, il a dépassé quelque peu le déficit de l'année précédente, qui était de 5 230 millions de francs. Cette année encore, la balance des revenus paraît équilibrée; tout au plus pourrait-elle présenter un léger excédent.

En raison des faibles réserves de capacités techniques et, en particulier, de la pénurie de main-d'oeuvre, les taux de croissance de la production industrielle sont restés bas. A la fin du troisième trimestre de 1972, l'indice de la production industrielle accusait une augmentation de 2,1 % par rapport à l'année précédente, contre 0,7 % à la fin du mois de septembre 1971. L'évolution a varié fortement d'une branche à l'autre. La production a augmenté de 20 % dans l'horlogerie, alors qu'elle avait diminué de 9 % l'année précédente; elle s'est accrue de 7 %, contre 2 % dans l'industrie du bois, de 3 %, contre 0 %, dans l'industrie des textiles, de 2 %, contre 12 %, dans l'industrie de la pierre et de la terre et de 1 %, contre 0 %, dans l'industrie des machines et appareils; elle s'est maintenue, par ailleurs, à 4 % dans l'industrie chimique. Dans la métallurgie, la production a régressé de 1 %, alors qu'elle avait augmenté de 5,6 % en 1971. Les indications dont on dispose sur l'évolution des commandes dans l'industrie montrent que la croissance relativement faible de la production industrielle est due davantage à l'insuffisance des capacités de production qu'à celle de la demande. D'après les enquêtes de l'Institut de recherches économiques de l'EPF, les carnets de commandes recommencent depuis quelque temps à se garnir nette-

ment. Pour l'instant, il semble que la demande accrue soit couverte essentiellement par les stocks.

L'évolution du chiffre d'affaires du commerce de détail révèle une augmentation accélérée des dépenses de consommation. Au cours des neuf premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires du commerce de détail par jour de vente a augmenté de 10,5 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente, contre 8,9 % en 1971. Déduction faite de la hausse des prix, la croissance réelle des ventes de consommation a atteint 3,7%, contre 2,2% en 1971. La demande de services semble s'être développée de nouveau beaucoup plus vigoureusement.

La construction de logements bat son plein. Du mois de janvier au mois de septembre 1972, 20 014 nouveaux logements ont été achevés dans les 92 villes comprises dans la statistique. Par rapport à l'année précédente les nouveaux logements ont augmenté de 10,3 %, alors qu'ils avaient régressé de 3,7 % en 1971. En même temps, le nombre des permis de construire délivrés s'est accru de nouveau nettement, soit de 6,1 %, tandis qu'il diminuait encore il y a peu de temps. En 1971, ce nombre avait baissé de 12 %.

Dans les communes de plus de 2 000 habitants, 26 301 nouveaux logements ont été construits au premier semestre de 1972, soit 9,8 % de plus que durant la même période de l'année précédente. A la fin du mois de juin, pas moins de 71 000 logements étaient en construction, soit 14,3 % de plus qu'un an auparavant. Pendant le premier semestre, 38 837 permis de construire ont été délivrés, soit 14 % de plus qu'en 1971.

L'évolution des projets acceptés par l'Inspectorat fédéral des fabriques traduit une nette relance des investissements industriels et artisanaux. A lui seul, le nombre des projets déposés ne donne pas une image fidèle. Au premier semestre, il était d'environ 3 % inférieur au résultat de l'année précédente; au troisième trimestre, il était quelque peu supérieur au niveau de 1971. Le cubage des constructions et des agrandissements projetés, qui, au premier semestre, avait augmenté déjà de 18 % par rapport à 1971, ne s'est pas accru de moins de 38 % au troisième trimestre.

Sur le marché de l'emploi, la tension s'est encore accentuée. L'économie cherche à parer au manque de main-d'oeuvre en multipliant les heures supplémentaires et en engageant davantage de frontaliers, qui échappent au plafonnement. A la fin du mois d'août, le nombre des frontaliers dépassait de 10,7 % le niveau de l'année précédente. De même, l'effectif des travailleurs saisonniers, que l'on a renoncé à restreindre en raison de la si-

tuation précaire sur le marché de l'emploi, s'est accru de 8,7 % à la fin du mois d'août 1972. Au cours de la même période, le nombre des travailleurs au bénéfice d'un permis de séjour a diminué de 9,4 %, ou de 36 604 unités.

La poussée des salaires s'est poursuivie. Dans l'industrie et dans le bâtiment, les taux salariaux dépassaient, à la fin du mois de septembre, de 8,7 % le niveau de l'année précédente, alors que l'augmentation avait été de 9,7 % un an auparavant. Des ajustements substantiels de salaires et de traitements sont prévus ces prochains temps dans divers secteurs importants en particulier dans les pouvoirs publics.

Le renchérissement s'est encore accentué au cours des derniers mois. Par rapport au niveau de l'an dernier, l'indice des prix à la consommation est monté de 7,3 % au mois d'octobre et de 6,8 % au mois de novembre. Ce taux d'inflation maintient la Suisse en tête des pays industrialisés les plus importants, à côté de la Grande-Bretagne et des Pays-Bas. Les majorations de prix dans les groupes des denrées alimentaires, du chauffage et de l'éclairage, ainsi que de la santé et des soins personnels ont contribué notamment à cette hausse accélérée.

Les prix de gros sont montés rapidement au cours des derniers mois. En novembre, l'indice dépassait de 5,6 % le niveau de l'année précédente. C'est la hausse annuelle la plus forte enregistrée depuis le mois de mai 1970. Elle est due pour une bonne part à la poussée des prix des marchandises importées. Du mois de novembre 1970 au mois d'avril 1972, les prix des marchandises importées ont régressé et contenu en partie le renchérissement des biens indigènes. En revanche, l'indice des prix de gros des marchandises importées est monté, par rapport au niveau de l'année précédente, de 5,2 % au mois de septembre, de 6,6 % au mois d'octobre et de 7,7 % au mois de novembre.

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

Au cours des derniers mois, un net revirement s'est produit sur le marché suisse de l'argent et des capitaux. La surabondance de fonds, qui avait longtemps caractérisé la situation, s'est résorbée graduellement pour faire place à une certaine tension. C'est un phénomène que l'on peut observer chaque fois qu'interviennent, sur le marché, des changements d'orientation renforcés encore par un revirement des perspectives.

Divers facteurs ont contribué à cette évolution. D'une part, les mesures prises à la fin du mois de juin ont freiné les nouveaux afflux de fonds étrangers. Le rétablissement du dollar, qui a accompagné le redressement économique des Etats-Unis et accru les placements de capitaux dans ce pays, a produit des effets semblables. D'autre part, la Banque nationale est parvenue à réduire progressivement l'énorme excédent de liquidité du système bancaire. La conversion obligatoire des capitaux exportés, les besoins de la Confédération pour ses paiements à l'étranger et les cessions directes de dollars que la Banque nationale a pu effectuer temporairement sur le marché au début du mois d'octobre (près de 1 milliard de francs) ont permis à l'institut d'émission d'éponger, de la fin du mois de septembre à la fin du mois de novembre, des liquidités pour un montant de 2,2 milliards de francs en chiffre rond.

Les versements sur des comptes spéciaux bloqués, consécutifs aux dépassements de l'accroissement des crédits autorisé en vertu de la convention échuë le 31 juillet 1972, ont abouti, à la fin du mois de septembre, à la neutralisation de 355 millions de francs supplémentaires pour une durée de trois mois. Les avoirs de l'économie en comptes de virements, reflet déterminant de la liquidité bancaire, ont passé de 7 641 millions de francs à la mi-septembre à 4 884 millions à la fin du mois de novembre. La vigoureuse progression de la circulation des billets de banque, qui a atteint 1 342 millions de francs, y a contribué largement.

Du fait de cette évolution, les banques ont dû recourir davantage au crédit de l'institut d'émission au cours des derniers mois, pour couvrir leurs besoins de liquidités; elles l'ont fait non seulement à l'échéance trimestrielle du mois de septembre, mais aussi à la fin du mois d'octobre et, dans une mesure moindre, à la fin du mois de novembre. A cet effet, la Banque nationale a mis à leur disposition des swaps devises contre francs pour un montant de 1,5 milliard de francs en chiffre rond à la fin du mois de septembre, et de 551 millions à la fin du mois d'octobre. Par contre, à la fin du mois de novembre, les banques n'ont pu se procurer des fonds qu'en recourant au crédit d'escompte et aux avances sur nantissement, deux modes de financement qu'elles avaient également utilisés à l'échéance trimestrielle.

En prévision des liquidités élevées dont les banques auraient besoin à l'échéance annuelle, la Direction générale a décidé, à la fin du mois d'octobre, de libérer temporairement une partie des avoirs minimaux. Elle entendait ainsi éviter notamment que les banques ne liquident des placements à l'étranger et ne rapatrient des fonds, pour accroître leur encaisse. De tels rapa-

trimenti auraient exercé une pression sur le cours du dollar et, en définitive, entraîné certainement un afflux durable de devises à la Banque nationale. Comme on le voit, les possibilités de rapatriement des banques placent la Direction générale devant un dilemme chaque fois que la situation conjoncturelle l'oblige à absorber des liquidités. Les avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements en Suisse ont été réduits linéairement de 20 %, ce qui a libéré 400 millions de francs en chiffre rond à la fin du mois d'octobre. Simultanément, le mode de perception des avoirs minimaux sur les engagements envers l'étranger a été quelque peu modifié, de façon à atténuer certaines rigueurs nées de la réglementation en vigueur. Le taux des avoirs minimaux sur les engagements en monnaies étrangères a été réduit, tandis que celui des avoirs minimaux sur les engagements en francs suisses a été majoré. En raison de cette modification, 200 millions de francs en chiffre rond ont été libérés à la fin du mois de novembre. Il convient de relever que la Banque nationale, après que le Conseil fédéral a modifié en conséquence l'ordonnance du 5 juillet 1972 sur les positions en monnaies étrangères, a dispensé les banques, à partir du 16 octobre 1972 et jusqu'à nouvel avis, de couvrir chaque jour leurs engagements en monnaies étrangères. Le revirement intervenu dans la situation monétaire internationale a permis de renoncer momentanément à cette exigence.

L'évolution du marché de l'argent et des capitaux ne doit pas nous dissimuler qu'il s'est agi jusqu'ici d'un resserrement relatif de l'offre de fonds, face à une demande extraordinairement gonflée. Compte tenu des capacités réelles de notre appareil de production, et notamment de notre potentiel de main-d'oeuvre, l'approvisionnement en fonds demeure surabondant. Il convient en particulier de souligner que seul l'excédent de liquidité des mois d'août de l'an dernier et de juillet de cette année a été réduit ou neutralisé dans une certaine mesure. Tant la circulation des billets de banque que le volume de la monnaie scripturale ont fortement augmenté par rapport à l'année précédente. A la fin du mois de juin 1972, le volume monétaire en mains de l'économie et des consommateurs dépassait, dans l'ensemble, de 10,2 milliards de francs, ou de 30 %, le niveau atteint un an auparavant. On n'a pu, au cours de cette année, qu'endiguer dans une certaine mesure l'extension tumultueuse de cette masse monétaire. Jusqu'ici, toutefois, l'excédent réduit de liquidité n'a nullement modéré l'octroi de crédits bancaires. Au contraire, le volume des crédits en Suisse a augmenté au cours des derniers mois dans des proportions tout à fait extraordinaires.

Depuis le quatrième trimestre de l'an dernier déjà, l'évolution des promesses de crédit faites par les banques avait annoncé une expansion extrêmement forte du volume du crédit. L'octroi de promesses de crédit, en particulier de crédit de construction, s'est poursuivi sans défaillance durant les mois passés. Ainsi, par rapport à la période correspondante de 1971, les promesses de crédit de construction ont augmenté de 65 % au premier trimestre de 1972, de 61 % au deuxième et de 102 % au troisième. Bien que ces chiffres recèlent sans doute des chevauchements et que, dans bien des cas, les promesses ne devraient pas être réalisées intégralement, l'évolution au cours des derniers mois confirme clairement que l'utilisation effective des crédits suit la tendance des promesses. Avant que la limitation de l'expansion du crédit ne soit arrivée à échéance, le 31 juillet 1972, les crédits utilisés en Suisse ont augmenté fortement. Par rapport au mois correspondant de l'année précédente, le taux d'accroissement annoncé par les établissements parties à la convention, qui avait oscillé entre 6,5 et 7 % en 1971, s'est élevé de mois en mois depuis le mois d'avril de cette année, comme le montre le tableau ci-dessous:

Accroissement des crédits
utilisés en Suisse

en % par rapport au mois correspondant de l'année précédente

janvier	7,9
février	7,5
mars	7,8
avril	7,9
mai	8,2
juin	8,7
juillet	9,2
août	9,4
septembre	10,0
octobre	10,4

Vu l'ampleur tout à fait extraordinaire qu'ont prise ces derniers mois les promesses de crédit, il faut s'attendre à une nouvelle et vigoureuse expansion du volume des crédits en Suisse, si une limitation de l'accroissement des crédits ne vient pas contenir de nouveau cette évolution. Comme l'augmentation des crédits disponibles dépasse largement l'accroissement possible de la productivité, en d'autres termes le taux possible de croissance réelle, en particulier sur le marché saturé de la construction, il est urgent de limiter l'expansion du crédit si le secteur monétaire veut contribuer, de façon substantielle, à un programme de lutte contre l'inflation. Si elles demeurent isolées, les mesures supplémentaires destinées à neutraliser des fonds pourraient être compensées par des rapatriements.

Les problèmes de consolidation que pose la surabondance des crédits rendent également indispensable la limitation de leur expansion. L'expérience montre qu'une grande partie des crédits accordés à court terme doit être consolidée après quelque temps, surtout dans le secteur de la construction. Le gonflement du volume des crédits au cours des derniers mois entraînera prochainement une poussée correspondante de la demande de fonds à moyen et à long termes. Il peut en résulter des impasses et des tensions indésirables. Ce danger est d'autant plus grand que l'expansion du crédit se prolonge.

Au cours des derniers mois déjà, les entrées de fonds à moyen et à long termes dans les banques s'est ralenti sensiblement, spécialement celles de fonds placés en obligations de caisse. Bien des banques ont été obligées de relever les taux d'intérêt pour stimuler la vente de ces titres.

Depuis la fin du mois de septembre et le début du mois d'octobre, un net revirement s'est produit sur le marché des capitaux. Après la pause d'été, les souscriptions des nouveaux emprunts excédaient régulièrement les montants offerts, bien que le placement d'obligations étrangères, notamment, mais aussi d'actions suisses ait prélevé sur le marché beaucoup plus de fonds que normalement. Depuis le changement de trimestre, les investisseurs ont manifesté une réserve de plus en plus grande. Les cours hors bourse des actions nouvellement émises sont tombés généralement au-dessous du cours d'émission. Il a fallu améliorer graduellement les conditions d'émission en faveur des souscripteurs. Le taux d'intérêt des emprunts étrangers a passé progressivement de $5\frac{1}{2}$ % au début du mois d'octobre à $6\frac{1}{4}$ % au mois de décembre. Les banques ont réparti sur une plus longue période le programme des émissions étrangères en francs suisses. Malgré cela, tous les emprunts n'ont pas été souscrits entièrement.

Du mois de janvier au mois de novembre 1972, la mise à contribution nette du marché des capitaux par des émissions publiques, déduction faite des conversions et des remboursements, a atteint 6 886 millions de francs, soit 897 millions, ou 15 %, de plus que dans la période correspondante de l'année précédente. Le recours net au marché a diminué sensiblement dans les derniers mois, passant de 854 millions de francs au mois de septembre à 675 millions au mois d'octobre et à 471 millions au mois de novembre. Du mois de janvier au mois de novembre, les obligations suisses ont prélevé sur le marché 3 707 millions de francs, contre 3 585 millions l'année précédente, les emprunts étrangers, 2 257 millions, contre 1 561 millions, et les émissions d'actions suisses, 922 millions, contre 843 millions.

La baisse de la liquidité sur le marché de l'argent et des capitaux s'est accompagnée d'une nette hausse des taux d'intérêt. Les grandes banques ont majoré plusieurs fois au cours des derniers mois, les taux des placements à terme. Le taux des dépôts à trois mois, qui était encore de 1 1/2 % à la fin du mois de septembre, se monte à 4 % depuis la fin du mois de novembre. Il a déjà été question de la majoration des taux des obligations de caisse et de ceux des emprunts étrangers. Depuis le 20 novembre 1972, la plupart des grandes banques et des banques cantonales versent un intérêt de 4 3/4 % sur les obligations d'une durée de trois à quatre ans, de 5 % sur celles d'une durée de cinq à six ans et de 5 1/4 % sur celles d'une durée de sept à huit ans. Les taux des banques locales, des caisses d'épargne et des autres banques sont généralement de 1/4 % plus élevés. Jusqu'ici, les conditions des dépôts d'épargne et des hypothèques n'ont pas changé. Le rendement moyen des obligations de la Confédération a passé de 4,98 % à la fin du mois de septembre à 5,38 % actuellement.