

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 10 septembre 1971

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

L'évolution de l'économie mondiale

Depuis le début de l'année, la croissance économique ne s'est plus ralentie dans l'ensemble des pays industrialisés, mais ne s'est pas non plus accélérée notablement. D'après des estimations ajustées de manière à fournir une base de calcul annuelle, le produit national brut en termes réels au premier semestre a augmenté d'environ $3\frac{1}{2}$ % dans les Etats membres de l'OCDE, contre $2\frac{1}{2}$ % en 1970, où la récession aux Etats-Unis avait provoqué une diminution considérable de l'expansion internationale.

Ce taux moyen de la croissance économique dans la zone de l'OCDE résulte des tendances fort diverses des économies nationales. Aux Etats-Unis, pays dont l'évolution exerce une influence particulière puisqu'il réalise à lui seul à peu près la moitié du produit national brut de tous les Etats membres de l'OCDE, la relance que l'on s'efforçait de déclencher ne s'est produite que très partiellement. Au Canada, touché presque en même temps par la récession, le rétablissement a été un peu plus net. La France a connu l'expansion. Jusqu'ici, l'économie italienne n'est pas parvenue à se remettre des troubles sociaux et des grèves, ce qui a considérablement affaibli sa croissance. Au Japon également, l'expansion économique fulgurante s'est nettement ralentie à la suite des mesures prises vers la fin de l'an dernier pour tempérer la surchauffe. En Grande-Bretagne, la production globale a même diminué par rapport à l'année précédente. En République fédérale d'Allemagne, où la surchauffe ne s'est guère modérée, la croissance n'a pour ainsi dire pas changé, tandis que dans quelques pays industrialisés moins importants, dont la Suisse, le manque de main-d'oeuvre et d'autres facteurs de production a ralenti l'augmentation du produit national.

Les tendances décrites ci-dessus reflètent les différentes phases du cycle économique dans lesquelles se trouvent les principaux pays industrialisés. Alors que l'Allemagne et certains petits pays voient la fin de leur expansion maximale, que la croissance décline en Italie, ainsi qu'au Japon, et que la Grande-Bretagne est au creux de la vague, la relance a commencé ou se

poursuit aux Etats-Unis, au Canada et en France.

Nous avons signalé dans nos précédents rapports que, depuis 1969, une hausse extraordinaire des salaires et des prix se propage partout, quels que soient la phase de la conjoncture, le niveau de la croissance, le degré d'occupation et l'état de la demande dans les différents pays. Même là où l'excédent de la demande et le suremploi ont fait place depuis longtemps à la stagnation et au chômage, la poussée des salaires et les hausses des prix par les coûts ont subsisté dans presque toute leur ampleur.

D'après les estimations de l'OCDE, la hausse des prix enregistrée dans les Etats membres, dont font partie les principaux pays industrialisés, s'est chiffrée à 5 $\frac{1}{2}$ % au premier semestre et n'a donc que peu faibli par rapport à l'année précédente (5,7 %). Ce sont la Grande-Bretagne, la Suisse, la République fédérale d'Allemagne et l'Italie, suivies de près par les Etats-Unis et par la France, qui ont connu les taux de renchérissement les plus élevés (indice des prix du produit national brut).

Dans la plupart des pays, la poussée soutenue des prix est due principalement à la hausse des charges salariales, qui dépasse de beaucoup le taux d'accroissement de la productivité. Les charges salariales par travailleur ont augmenté l'an passé d'environ 15 % en Allemagne, 14 % en Italie et 11 % au Royaume-Uni. Les majorations de salaires, souvent consenties pour éviter les lourdes pertes consécutives aux grèves, ont continué cette année. Dans quelques pays, notamment en République fédérale d'Allemagne, un certain ralentissement de la poussée des salaires apparaît cependant ces derniers temps. Néanmoins, aucun grand pays n'est parvenu à contenir efficacement la spirale des salaires et des prix par les moyens traditionnels de la politique économique. Après les Pays-Bas, la Suède, le Danemark et la Norvège, qui ont recouru déjà l'an dernier à un blocage direct des salaires et des prix, les Etats-Unis se sont vus récemment obligés de décréter, à l'encontre de tous les principes de politique économique auxquels ils attachaient jusque là tant d'importance, un blocage général des prix et des salaires, limité préalablement à 90 jours, pour mettre enfin un terme à l'inflation qui persiste malgré le chômage élevé et la faible utilisation de l'appareil de production. Cette mesure sévère, qui a déjà suscité de vives protestations de la part des syndicats américains, parviendra-t-elle à briser la spirale des majorations inflationnistes de salaires et de prix ? Si, contrairement à ce qui s'est produit dans la plupart des autres pays, cela devait être le cas, il est vraisemblable qu'en s'accroissant, la concurrence internationale des prix refrènerait aussi les tendances à la hausse des autres pays.

La poussée exceptionnellement forte des prix à l'exportation dans presque tous les pays industrialisés, qui est apparue dans la vie économique internationale de l'an dernier comme un phénomène d'un genre nouveau, renforçant la tendance inflationniste à l'échelle mondiale, s'est quelque peu ralentie au cours du premier semestre de 1971. Seule, dans les derniers mois, la Grande-Bretagne a accusé une hausse considérable des prix à l'exportation. Dans son dernier rapport sur la situation économique internationale, le secrétariat de l'OCDE relève que, à la faveur de l'expansion de la demande à l'échelle mondiale, presque tous les pays exportateurs importants ont profité de la réévaluation allemande pour majorer les prix en dollars de leurs propres exportations. La majoration massive du prix du pétrole par les principaux pays producteurs a encore fait monter ces derniers mois les prix à l'importation, ainsi que le niveau national des prix. On estime que, dans les pays de l'OCDE, la majoration décidée entraîne une hausse de 15 à 20 % des prix du pétrole et des produits pétroliers.

Il n'est guère possible, si peu de temps après les mesures de portée nationale et internationale que les Etats-Unis ont prises à la mi-août, de prévoir la conjoncture des différents pays et l'évolution du commerce mondial. Il se peut que les mesures destinées à stimuler rapidement l'économie américaine, ainsi que le blocage des salaires et des prix mettent fin à la réserve que manifestent consommateurs et chefs d'entreprises américains pour des raisons qui, telle la crainte de l'inflation et du chômage, relèvent pour une bonne part de la psychologie. Ces mesures pourraient donc accélérer l'expansion conjoncturelle. Les conditions monétaires et économiques paraissent très bien s'y prêter. Par ailleurs, on doit s'attendre à ce que les mesures commerciales et monétaires prises par les Etats-Unis, ainsi que l'insécurité qui en résulte dans les mouvements internationaux de capitaux modèrent sensiblement la conjoncture des autres pays, en particulier en Europe, au Japon et au Canada, et qu'elles freinent les tendances à l'expansion que devrait provoquer dans ces pays une relance aux Etats-Unis. Si l'ordre monétaire international restait longtemps perturbé par divers systèmes de cours du change improvisés, accompagnés de protectionnisme et de rétorsions, il serait difficile d'éviter une régression très nette du commerce international. Dans ces conditions, il n'est guère probable que l'extension en volume du commerce extérieur des principaux pays industrialisés qui, par suite de la récession aux Etats-Unis et de la charge croissante de l'appareil de production dans divers pays européens, a passé de 12,6 % en 1969 à 8,7 % en 1970 et à 6,5 %, en chiffre rond, au premier semestre de 1971, reprenne à partir du deuxième semestre de cette année, ainsi que le prévoit notamment l'OCDE. Il est certain que l'évolution récente accentue

plus que jamais le risque de voir disparaître la libéralisation des échanges commerciaux et financiers réalisée graduellement dans l'après-guerre et le risque de retomber dans des politiques de restrictions et de protectionnisme. Même l'entente sur l'adhésion de la Grande-Bretagne à la CEE, acquise après de longs et laborieux pourparlers, pourrait pâtir de la crise monétaire et des divergences de vues qu'elle a suscitées parmi les "Six" quant à la politique monétaire à suivre.

Voici quelques informations complémentaires concernant la situation économique de quelques pays industrialisés:

Aux Etats-Unis, l'activité économique n'a repris que modérément, malgré les mesures prises depuis l'an dernier pour la relancer. Le produit national brut en termes réels aurait augmenté d'environ $3\frac{1}{2}$ % au cours du premier semestre. Cet accroissement reflète surtout l'augmentation de production qui, dans l'industrie de l'automobile, a succédé aux pertes provoquées par les grèves du trimestre précédent. Il concerne, en second lieu, la construction de logements, que la détente soutenue des marchés monétaire et financier a stimulée. En revanche, les dépenses de consommation n'ont augmenté que très faiblement, tandis que le taux d'épargne restait supérieur à la moyenne. Le chômage, qui demeure élevé (6 % en chiffre rond durant les derniers mois), et la dévalorisation persistante de la monnaie paraissent avoir incité de larges milieux à la réserve. Les investissements privés n'ont pas repris davantage. Le faible degré d'occupation dans l'industrie (73 % en juillet), qui coïncide avec des majorations de salaires toujours élevées (majorations annuelles d'un peu plus de 10 % par an convenues pour les trois prochaines années dans l'industrie de l'automobile, dans les aciéries et dans les chemins de fer), et la diminution des marges bénéficiaires ont visiblement modéré la tendance à investir. Après avoir temporairement fléchi, le renchérissement a repris ces derniers mois. En juin, l'indice du coût de la vie dépassait de 4,3 % celui de l'année dernière à pareille époque.

La poussée soutenue des salaires et des prix, le chômage élevé et persistant, ainsi que la dégradation de la balance commerciale ont conduit le président des Etats-Unis à annoncer le 15 août un programme d'assainissement rigoureux. Outre les allègements fiscaux destinés à relancer les dépenses de consommation et d'investissement, il a décrété un blocage général des salaires et des prix, d'une durée de 90 jours, afin de couper l'inflation provoquée par les coûts. Jusque là, c'est d'abord par une politique expansive de la monnaie et du crédit que les autorités américaines avaient cherché à relancer l'activité économique. Au premier semestre de 1971, le taux d'ac-

croissement annuel de la masse monétaire est monté par moments à 12 ou 13 %, ce qui a sans doute causé la baisse rapide des taux d'intérêt en Amérique et le reflux de capitaux vers l'étranger, sans toutefois avoir d'effets prononcés sur la conjoncture interne. Aussi les autorités américaines ont-elles, à partir de mai 1971, ralenti quelque peu la croissance de l'approvisionnement en monnaie. Il n'est pas exclu que les imposantes mesures gouvernementales provoquent la relance de l'économie. On doit se demander si le blocage radical des salaires et des prix pourra vraiment résoudre du même coup le problème latent de l'inflation ou si les forces expansives qui continuent d'agir sur les salaires et les prix ne vont pas simplement s'accumuler. De plus, on ignore absolument quelles répercussions auraient sur l'économie américaine une persistance de la crise monétaire internationale et la régression du commerce mondial qui en résulterait inévitablement.

L'évolution économique de la Grande-Bretagne a été peu satisfaisante cette année. Au premier semestre, le produit national brut en termes réels a été inférieur de 1,5 % à celui des six premiers mois de 1970. En revanche, la hausse inflationniste des salaires et des prix a continué et s'est même accélérée. Au mois de juin, l'indice des prix à la consommation avait augmenté de 10 % et celui des prix de gros, de 8 %. Il est vrai que la hausse exceptionnelle des salaires a quelque peu faibli ces derniers temps. Elle continue cependant de dépasser de beaucoup l'accroissement minime de la productivité. Le gouvernement a refusé jusqu'ici d'exercer une influence directe sur les revenus et sur les prix, en affirmant que seules les forces du marché peuvent ramener un équilibre véritable. La hausse exceptionnelle des charges salariales paraît avoir activé ces derniers mois le licenciement de la main-d'oeuvre dont on n'avait pas absolument besoin. Depuis le début de l'année, le chômage a fortement augmenté. Avec un taux de 3,7 %, ou quelque 904 000 travailleurs sans emploi, il a atteint un nouveau record en juillet. Cette situation a conduit le gouvernement à annoncer, prudemment à la fin de mars et plus clairement à la mi-juillet, des mesures destinées à relancer l'activité économique. C'est ainsi qu'il a majoré le taux d'amortissement des nouveaux investissements, levé les restrictions mises aux achats par acomptes et réduit les impôts de consommation. Le Chancelier de l'Echiquier a laissé entendre que le gouvernement n'assisterait plus toujours passivement à l'évolution des salaires et des prix.

En République fédérale d'Allemagne, les poussées économiques ont perdu de leur vigueur, mais la conjoncture n'a pas beaucoup faibli au premier semestre. Dans l'industrie, l'afflux des com-

mandes s'est ralenti, tout en restant considérable dans l'ensemble. C'est surtout la demande intérieure d'investissements qui a été touchée, tandis que les commandes venant de l'étranger n'ont guère diminué. Pour autant qu'on puisse déjà en juger, la libération des cours du change en mai n'a guère modifié cette situation. Depuis le mois d'avril, le niveau de la production industrielle a peu changé, alors qu'au premier trimestre on avait encore enregistré une nette progression. L'évolution récente sur le marché de l'emploi, où le nombre de chômeurs a légèrement augmenté tandis que celui des places vacantes diminuait, montre également que la surchauffe s'est relâchée. La hausse des salaires qui, l'an dernier et jusqu'au début de 1971, avait atteint une ampleur inusitée - en mai, les salaires et traitements dépassaient le niveau de l'année précédente de 16 % dans l'industrie et de 14,5 % dans l'ensemble de l'économie - a un peu faibli au cours des derniers mois. L'accroissement rapide des revenus a fortement amplifié la consommation privée alors que le manque de main-d'oeuvre et la forte compression des marges bénéficiaires freinaient l'investissement privé. La poussée des prix a persisté; les taux de renchérissement sont montés. En juin, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5 % celui d'un an auparavant. Le gouvernement fédéral a bien pris en mai, lors de la libération des cours du change, quelques mesures supplémentaires de politique financière pour endiguer l'expansion de la demande, mais le supplément d'impôt de 10 % décrété l'année précédente est devenu caduc à la fin de juillet. Tenant compte du ralentissement des poussées économiques qui se dessine et de l'affaiblissement de leur force concurrentielle que subissent les entreprises d'exportation en raison de la hausse des coûts et de la situation monétaire, le gouvernement paraît s'efforcer de ne pas trop freiner l'activité économique par de nouvelles mesures afin de ne pas faire naître le risque d'une véritable récession. En suspendant les achats de dollars à cours fixe, la Bundesbank a recouvré une plus grande liberté de mouvement dans sa politique de la monnaie et du crédit. Vu l'instabilité de la conjoncture, elle n'a toutefois pas accentué de nouveau sa politique.

L'économie française, après une baisse sensible au deuxième semestre de 1970, a connu cette année une expansion remarquable, qui paraît cependant avoir un peu décliné ces derniers temps. La production industrielle a vigoureusement progressé pendant les premiers mois de 1971. Les poussées expansives provenaient non seulement de la forte augmentation de la demande d'exportation, mais surtout de la consommation privée. La relance de l'activité économique a réduit le nombre des chômeurs, qui avait considérablement augmenté l'année précédente. Le gouver-

nement s'est attaché à modérer la relance de façon à ne pas donner d'impulsions nouvelles aux salaires et aux prix. Dans ce but, la banque centrale a raidi graduellement sa politique en relevant le taux d'escompte et, à plusieurs reprises, le taux des réserves minimales. Au surplus, les autorités monétaires se sont surtout efforcées d'empêcher que des afflux de fonds étrangers ne favorisent l'inflation. La hausse des prix n'a cependant guère faibli. En juin, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,3 % le niveau atteint un an auparavant.

En Italie, des troubles sociaux et de fréquents arrêts de travail ont encore marqué, ces derniers mois, l'évolution de l'économie; cette situation a fortement freiné la production et la demande intérieure. L'insécurité régnant, le taux d'épargne des ménages a beaucoup monté. D'autre part, l'économie privée est restée peu disposée à investir. Au premier semestre de 1971, la production industrielle qui, en dépit des grèves fréquentes, avait pu se maintenir en 1970 au niveau de l'année précédente, a régressé de 2,5 % par rapport à 1970. Une stagnation persistante se manifeste également sur le marché de l'emploi. Le nombre des chômeurs augmente. La hausse des salaires et des charges salariales, qui avait pris en 1970 des proportions extraordinaires, s'est un peu ralentie durant les derniers mois. Elle est cependant restée forte puisqu'elle a atteint, dans l'industrie, 11,2 % au cours du premier semestre de 1971. La hausse des coûts salariaux a causé de grandes difficultés à de nombreuses entreprises, surtout petites et moyennes. Le gouvernement s'efforce, principalement en assumant une part des charges sociales, d'alléger la situation des entreprises. Comparée à l'évolution des salaires, la hausse des prix est restée jusqu'ici relativement modérée. En juin, le coût de la vie dépassait de 5,2 % le niveau de l'année précédente, tandis que les prix de gros des biens de consommation avaient augmenté de 3,5 %, en chiffre rond, et que ceux des biens d'investissement restaient pratiquement inchangés. Le coût de la vie paraît cependant être monté plus rapidement au cours de l'été.

Dans les petits pays industrialisés d'Europe, la croissance s'est généralement affaiblie, mais la hausse des coûts et des prix n'a guère diminué. Aux Pays-Bas, durant les six premiers mois de 1971, la production industrielle a progressé de 8 % par rapport à l'année précédente. On s'attend cependant à ce que, cette année, le taux de croissance du produit national brut en termes réels se chiffre à 4 % et soit ainsi inférieur à celui de l'année précédente, qui atteignait 6 %. Dans les derniers mois, la poussée des prix s'est renforcée. Le taux d'ac-

croissement des prix à la consommation s'est monté à près de 8 %. En Belgique, le renchérissement a été moins prononcé. La pression inflationniste s'est toutefois accentuée au cours des derniers mois, conduisant les autorités à prendre des mesures pour tempérer la conjoncture. En Suède, au Danemark et en Finlande, le rythme de croissance a fléchi cette année. En Suède, le chômage a augmenté. Malgré le blocage des salaires et des prix décrété l'automne dernier en Suède et au Danemark, la forte poussée des coûts et des prix s'est maintenue. L'économie de la Norvège qui, depuis quelque temps, a pris un cours différent de celui des autres pays nordiques, a connu cette année, après un léger fléchissement de la conjoncture, une nouvelle phase d'expansion dans laquelle les salaires et les prix sont montés presque d'un coup.

Au Canada, où les autorités étaient parvenues l'an dernier à stabiliser largement l'évolution des prix, l'économie a bien réagi, contrairement à celle des Etats-Unis, aux mesures fiscales et aux mesures concernant le crédit introduites au deuxième semestre de 1970 pour favoriser la relance. Cependant, le nombre de chômeurs, très élevé par moments, n'a été que partiellement réduit. En même temps, la poussée des salaires s'est de nouveau renforcée, ce qui pourrait décourager les investisseurs.

Les mesures prises l'an dernier par le gouvernement japonais pour tempérer la surchauffe avaient sensiblement affaibli la croissance économique, mais aussi ralenti nettement la hausse des salaires et des prix. Depuis lors, la politique financière et la politique du crédit ont été corrigées de façon à stimuler de nouveau l'activité économique. L'expérience montre que l'économie japonaise réagit rapidement aux mesures de politique conjoncturelle; aussi a-t-on d'abord escompté une nette reprise de la conjoncture pour le deuxième semestre de 1971. Toutefois, il est encore impossible de prévoir comment la situation va évoluer après les récentes mesures américaines.

La situation monétaire internationale

Au cours des mois derniers, la crise progressive du dollar et ses effets sur tout le système monétaire international ont affecté les marchés des changes et, peu à peu, l'ensemble de l'économie mondiale.

Dans les premiers mois de l'année, les banques américaines ont continué de rembourser les euro-dollars qu'elles avaient empruntés en 1968/1969, alors que le crédit était très resserré aux Etats-Unis. Il en est résulté de forts afflux de dollars dans une série de pays européens, en particulier en Allemagne, en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas, mais aussi en Suisse, en Belgique et en France. Si, à l'origine, ces mouvements de capitaux étaient motivés par la différence qui existait entre la situation sur le marché de l'argent et des capitaux aux Etats-Unis d'une part et dans les pays en question de l'autre, et par l'écart qui s'ensuivait entre les taux d'intérêt, des éléments spéculatifs, tels que l'espoir de changements de cours du change, sont venus s'ajouter de plus en plus à ces premières raisons. La République fédérale d'Allemagne a été amenée, comme le ralentissement de la conjoncture attendu en début d'année ne s'était pas produit et que des afflux de fonds persistants rendaient inopérante sa politique restrictive de la monnaie et du crédit, à suspendre le 5 mai les interventions sur le marché des changes et à laisser ensuite flotter le cours du change. Les Pays-Bas l'ont suivie dans cette voie tandis que, le 9 mai, la Suisse et l'Autriche réévaluaient leur monnaie.

Au début de l'année, les experts monétaires de diverses organisations internationales s'étaient demandé comment on pourrait modérer les mouvements de capitaux d'un pays à l'autre, qui prenaient de plus en plus d'ampleur. Lors des entretiens qu'elles ont eus en avril, dans le cadre de la Banque des règlements internationaux, les banques centrales des onze principales nations industrialisées sont convenues de faire un premier pas en cessant d'accroître, jusqu'à nouvel avis, leurs propres placements sur le marché des euro-devises et en les réduisant graduellement pour les remplacer par des placements directs en dollars aux Etats-Unis. De leur côté, les autorités américaines se sont déclarées prêtes à mettre à disposition dans ce but des possibilités de placement spéciales. On espérait ainsi rapetisser le réservoir de liquidité que forme le marché des euro-dollars, source principale des mouvements de fonds à court terme de ces derniers temps. D'autres possibilités de surveiller et d'influencer efficacement le marché des euro-devises ont ensuite été examinées dans le cadre de la Banque des règlements internationaux, du Fonds monétaire international et de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Ces études ne sont pas encore terminées.

Après que l'Allemagne et les Pays-Bas ont introduit le cours flottant et que des divergences de vues sur la politique monétaire à suivre ont surgi au sein de la CEE, les marchés des changes sont restés instables. L'insécurité latente a éclaté au début d'août, lorsque les autorités françaises ont donné pour instructions aux banques de ne plus accepter d'afflux manifestement spéculatifs de dollars. Le bruit s'est aussitôt répandu que la France était en train de scinder son marché des devises et qu'elle ne maintenait le cours officiel du dollar que pour les paiements courants tandis qu'un cours libre, c'est-à-dire inférieur, s'appliquait aux transactions financières. La méfiance à l'égard du dollar s'en est trouvée renforcée et l'on a cherché de plus en plus à convertir ses dollars en autres monnaies ou en or.

Au même moment, la publication des résultats défavorables de la balance américaine des paiements au premier semestre a eu un effet analogue. La balance commerciale, qui avait encore un solde actif de 2,1 milliards de dollars en 1970, accusait un déficit de 400 millions de dollars en chiffre rond. Cette tendance a continué en juillet. Bien qu'elle soit restée modeste jusqu'ici, la relance de l'économie s'est accompagnée d'une forte augmentation des importations, tandis que les exportations n'ont que peu dépassé le niveau de l'année précédente. Dans ces circonstances, on pouvait prévoir qu'en 1971, pour la première fois depuis plus de 20 ans, non seulement la balance des revenus dans son ensemble, mais encore la balance commerciale serait déficitaire. En même temps, la conversion d'or nécessitée par le remboursement de crédits au Fonds monétaire international a presque ramené les réserves d'or américaines au montant de 10 milliards de dollars considéré souvent comme niveau critique. Dans l'insécurité générale, ce fait a beaucoup retenu l'attention et suscité la crainte de voir les autorités américaines fermer la "porte de l'or" malgré toutes leurs assurances, afin d'empêcher une nouvelle baisse de leurs réserves. La nervosité croissante s'est enfin reflétée dans la hausse rapide du prix de l'or sur le marché libre. Elle a reçu une nouvelle impulsion lorsque, au début de la seconde semaine d'août, on a appris qu'une sous-commission du Congrès avait affirmé que la dégradation de la balance commerciale était due à une surestimation du dollar et qu'il fallait par conséquent dévaluer. Le public s'est alors de nouveau débarrassé en masse de ses dollars. Comme la France avait pris des mesures pour freiner les afflux et que le cours du change flottait en Allemagne et aux Pays-Bas, les fonds se sont surtout dirigés vers la Suisse. Pendant les deux premières semaines du mois d'août, la Banque nationale a reçu plus de 2,1 milliards de dollars. Cependant, la situation a semblé se stabiliser peu à peu vers la fin de cette deuxième semaine. Le dimanche suivant toutefois, le président des Etats-Unis a annoncé, dans le cadre d'un programme d'assai-

nisement qui comporte des mesures touchant l'économie américaine et ses relations avec l'étranger, la suppression provisoire de la convertibilité du dollar et l'introduction, qualifiée également de temporaire, d'une surtaxe douanière de 10 % sur une grande partie des importations. Cette communication a provoqué la fermeture immédiate du marché des changes dans presque tous les pays industrialisés.

Les Etats industrialisés partenaires des Etats-Unis ont entrepris de premières démarches afin d'adopter une attitude commune face aux mesures américaines. Toutefois, lors de la réunion qu'ils ont tenue quelques jours après la déclaration du président Nixon, les ministres de l'économie et des finances de la CEE n'ont pu s'entendre sur une politique. Dans la plupart des pays, les marchés des changes ont été rouverts après une semaine. La France a instauré un double marché avec le contrôle des changes approprié; alors qu'elle maintient le cours fixe du dollar à son niveau précédent pour les opérations commerciales, elle abandonne le cours au jeu de l'offre et de la demande pour les autres opérations. La Belgique s'est tenue en principe au double marché qu'elle a depuis assez longtemps déjà et la République fédérale d'Allemagne, ainsi que les Pays-Bas ont continué de laisser flotter le cours du dollar. En même temps, la Belgique et les Pays-Bas sont cependant convenus de rétablir entre eux un rapport de change fixe pour les opérations financières. La plupart des autres pays européens, tels la Grande-Bretagne, l'Italie, l'Autriche et les pays scandinaves, ont cessé de soutenir le cours du dollar au point d'intervention inférieur pour le laisser descendre éventuellement au-dessous. La réévaluation de fait par rapport au dollar qui résulte de ces diverses mesures est cependant restée très limitée dans la plupart des pays. Parmi les grands pays industrialisés, c'est le Japon qui a maintenu le plus longtemps son cours fixe par rapport au dollar. Bien qu'il ait renforcé sa surveillance des devises, il a dû finalement, à la fin d'août, libérer également le cours du dollar après que les afflux eurent pris des proportions extraordinaires.

On s'accorde généralement à reconnaître que ces mesures de défense, quelles qu'elles soient, ne devraient être que de premières et temporaires réactions, et qu'il convient d'effectuer aussi rapidement que possible un véritable assainissement de la situation monétaire mondiale et une réforme du système monétaire international. C'est dans ce but que doivent se réunir ce prochains jours les ministres des finances des six pays de la CEE et, peu après, ceux des dix nations industrialisées qui forment le "Groupe des Dix", avec les gouverneurs de leurs banques centrales et le directeur général du Fonds monétaire. La Suisse sera représentée à cette dernière séance. A la fin de ce mois aura lieu l'assemblée annuelle du Fonds monétaire et de la Banque mondiale, qui fournira naturellement elle aussi l'occasion d'entretiens monétaires internationaux.

Telle est, schématiquement, l'évolution qui a débouché sur la crise monétaire la plus grave de l'après-guerre et qui a, du même coup, mis fin provisoirement au système monétaire international de l'époque. Il conviendra de consacrer quelques considérations générales à une rupture d'une telle importance, après avoir donné un bref aperçu de l'évolution des balances des paiements, qui est une des causes des événements monétaires des mois derniers.

En 1970, les balances des revenus des principaux pays industrialisés ont généralement évolué de façon satisfaisante. Pour la première fois depuis bien des années, elles ont abouti à une relation mieux équilibrée entre les pays où, soit le déficit, soit l'excédent est devenu chronique. Alors que, des années durant, les deux pays à monnaie-clé ont enregistré des déficits à peu près équivalents aux excédents des six Etats de la CEE, les balances des revenus des deux groupes ont présenté l'an dernier des excédents du même ordre de grandeur. Pour la première fois depuis bien des années, la balance de la Grande-Bretagne s'est soldée par un excédent appréciable, puisqu'il s'est chiffré à 1,5 milliard de dollars; aux Etats-Unis également, les résultats de la balance commerciale et de la balance des revenus ont été meilleurs que l'année précédente. Dans la zone de la CEE, en revanche, les excédents de la République fédérale d'Allemagne et de l'Italie, qui avaient pris auparavant une ampleur exceptionnelle, ont fortement diminué, tandis que la France, après d'importants déficits en 1968 et 1969, présentait une balance des revenus mieux équilibrée. L'évolution favorable des balances des revenus des deux pays à monnaie-clé comme, d'ailleurs, celle du Canada, s'est faite davantage au détriment des petits pays industrialisés d'Europe que de la CEE. En Autriche comme en Suisse, les excédents ont fortement diminué, alors que les Pays-Bas et les pays scandinaves, à l'exception de la Norvège, ont enregistré d'importants déficits. Au Japon, l'excédent de la balance des revenus, qui s'est monté à 2 milliards de dollars en chiffre rond, n'a par contre pas changé pratiquement.

Cependant, des mouvements de fonds considérables ont plus que compensé cette évolution très réjouissante vers un meilleur équilibre des balances des revenus. Il en a résulté que les Etats-Unis, bien que leur balance des revenus se fût améliorée, ont accusé un déficit plus fort que jamais dans leur balance des paiements, puisqu'il s'est monté à 11 milliards de dollars, et que la République fédérale d'Allemagne a enregistré un accroissement de ses réserves monétaires de plus de 6,2 milliards de dollars.

Cette année, l'évolution des balances des revenus n'a pas été aussi équilibrée qu'en 1970. Elle a plutôt marqué de nouveau un déséquilibre accru entre les principaux pays industrialisés. Nous avons déjà signalé le cours défavorable qu'ont pris au premier semestre de 1971 les balances américaines du commerce et des revenus. En revanche, le Royaume-Uni a encore enregistré des excédents considérables. Le solde actif de la balance allemande des revenus a légèrement diminué, tandis que l'excédent de la balance commerciale se maintenait à peu près au niveau de l'année précédente. En France, la balance des revenus s'est soldée par un fort excédent, alors qu'en Italie, le déficit s'est réduit de moitié. Dans l'ensemble, la CEE a accentué de nouveau son excédent. Le Japon a battu tous les records, car le fléchissement de la conjoncture a provoqué une forte baisse des importations tandis que l'expansion vigoureuse des exportations se poursuivait au même rythme. Au premier semestre de 1971, l'excédent de la balance des revenus a atteint 1,8 milliard de dollars, contre 2,2 milliards pour toute l'année 1970.

Comme l'afflux, en Europe et au Japon, de fonds provenant des Etats-Unis a continué en 1971, le déficit, sous forme de règlements officiels, de la balance américaine des paiements est monté à 11,2 milliards de dollars pour le premier semestre seulement. De janvier à mai, les autres pays ont accru leurs réserves officielles en devises de 12 milliards de dollars et les ont portées à 32,1 milliards.

Ces tendances des balances des paiements forment le cadre dans lequel se sont déroulés les événements monétaires récents. Il faut absolument en tenir compte lorsqu'on tente de résoudre la crise qui a éclaté.

Le système monétaire de l'après-guerre a pratiquement cessé de fonctionner au moment où la convertibilité du dollar a été supprimée. Il est vrai que cette décision n'a fait que rendre publique une situation qui, dans une large mesure, existait déjà depuis un certain temps. En effet, l'engagement qu'avaient pris les Etats-Unis de convertir leur monnaie nationale en or à la demande d'autorités monétaires étrangères passait, ces dernières années, de plus en plus pour une fiction. Néanmoins, en refusant ouvertement de tenir désormais cet engagement, les Etats-Unis ont privé soudain l'ordre monétaire de l'élément par lequel se définissaient des valeurs essentielles du Fonds monétaire et d'autres organisations internationales. L'ordre monétaire reposait sur la convention selon laquelle, les banques centrales maintenant les cours du change stables, tout pays compenserait en principe le déficit éventuel de sa balance des paiements par des cessions d'or ou de moyens de paiement convertibles en or, ce qui le forcerait à limiter ses paiements hors du pays à ses recettes de l'étranger et réserves en moyens de paiement internationaux. La certitude de pouvoir échanger

en tout temps les dollars acquis contre de l'or, c'est-à-dire contre un moyen de paiement vraiment international explique l'utilisation croissante du dollar comme moyen de paiement international et comme réserve monétaire.

Si l'on pouvait auparavant s'abandonner à l'idée que le dollar était convertible en or, quoique de façon limitée, il faut y renoncer résolument depuis le 16 août 1971. Jusqu'à nouvel avis tout au moins, les partenaires des Etats-Unis sont placés devant l'alternative d'accepter des dollars sans pouvoir les convertir en moyens de paiement internationaux tels que l'or ou les droits de tirage spéciaux, c'est-à-dire d'accepter officiellement le remplacement de l'étalon de change-or par l'étalon-dollar, ou de se défendre contre un afflux de dollars que la suppression de la convertibilité a libéré de tout frein de l'extérieur, soit en abandonnant leurs cours du change fixe par rapport au dollar, soit en adoptant un contrôle des changes partiel ou total. On a déjà relevé que les principaux pays industrialisés n'étaient pas prêts à accepter indéfiniment des dollars. Toutefois, même au sein de la CEE, leur réaction de défense n'a pas été jusqu'ici uniforme.

Pour l'avenir des relations économiques internationales, il importe de faire cesser rapidement la situation monétaire indéfinie que nous vivons et de créer un système monétaire qui permette une nouvelle et libre expansion des échanges commerciaux et financiers. Il semble que, pour atteindre ce résultat, trois problèmes doivent être résolus. Le premier problème, qui est aussi le plus urgent, consiste à établir un meilleur équilibre des balances des paiements entre les Etats-Unis et les autres pays industrialisés. L'évolution de la balance du commerce et de la balance des revenus des Etats-Unis au cours des derniers mois montre que la force concurrentielle de ce pays s'est affaiblie. D'ailleurs, le gouvernement américain ne cache pas son intention d'accroître cette force concurrentielle en modifiant les relations entre les monnaies. C'est surtout de leurs principaux partenaires commerciaux que les Américains attendent une telle adaptation. Ainsi, la modification de la relation entre le dollar et les monnaies de quelques pays industrialisés jouera un rôle essentiel dans les efforts en vue de rétablir un système monétaire international ordonné.

Bien que les arguments qui plaident en faveur d'un ajustement de la relation entre le dollar et les autres monnaies ne manquent pas de poids, il paraît douteux que cet ajustement permette à lui seul de supprimer entièrement et en temps utile le déséquilibre de la balance américaine des paiements qui dure depuis plus de dix ans et l'on peut même se demander s'il s'agit du moyen approprié à ce genre d'opération. Cette mesure n'agirait que difficilement sur certains postes passifs importants. Seule une modification fondamentale des courants commerciaux internationaux améliorerait réellement la balance américaine des revenus, sans suffire toutefois à l'équilibrer. La conjoncture ac-

tuelle des principaux pays industrialisés paraît néanmoins peu propice à un tel remaniement des relations économiques internationales. On risquerait fort, en cherchant à transformer par trop brusquement la structure de la balance américaine des revenus, qui s'est formée au cours d'une longue période, de porter un coup sensible à l'économie mondiale.

Le deuxième problème résulte du désir exprimé par les Etats-Uni de profiter de leurs récentes mesures pour renoncer à la fonction de monnaie de réserve et d'intervention qu'assume le dollar et qu'ils supportent de moins en moins. Il est également très difficile de trouver en peu de temps une solution satisfaisante à ce problème. Jusqu'à maintenant, les banques centrales des principaux pays à monnaie convertible règlent presque exclusivement le cours de leur monnaie par rapport à toutes les monnaies étrangères en achetant et en vendant des dollars. Comme elles fixent toutes le cours de leur monnaie nationale par rapport à la même monnaie d'intervention, elles déterminent indirectement du même coup les relations entre toutes les monnaies. Ce procédé permet d'éviter que des différences de cours d'un pays à l'autre ne provoquent des arbitrages perturbateurs. A défaut d'un moyen international d'intervention, les

banques centrales devraient constamment contrôler le cours de leur monnaie par rapport aux nombreuses monnaies étrangères. Du point de vue technique, cela serait très compliqué, et l'on pourrait difficilement empêcher que les banques centrales ne se gênent réciproquement. On ne voit pas, pour l'instant, quelle monnaie pourrait se substituer au dollar dans ce rôle si important, qu'il a assumé au cours de longues années. Toutefois, tant que le dollar ne peut être remplacé, par exemple, par un moyen international d'intervention créé dans ce but, il est difficile de concevoir comment l'on pourrait en venir à un système monétaire vraiment nouveau. On a quelque peine à considérer les autres possibilités que sont les cours du change flottants et le contrôle des changes comme la base d'un système monétaire international durable. La formation de blocs à l'intérieur desquels les relations monétaires seraient serrées, mais entre lesquels elles seraient plus lâches marquerait également une baisse du degré d'intégration atteint par l'économie mondiale.

Si, par conséquent, on entend maintenir l'ordre monétaire dans sa structure actuelle, avec des cours du change stables et une libre convertibilité, il faudra remplacer le dollar, d'abord en partie, puis totalement, dans sa double fonction de monnaie de réserve et de monnaie d'intervention. Il ne sera certainement pas aisé de trouver une solution satisfaisante, ni de la réaliser rapidement.

Les mouvements internationaux de capitaux qui bouleversent le marché représentent un troisième problème. Ils n'ont pas de rapport direct avec la crise du dollar, mais elle leur a donné une importance particulière. Les mouvements de fonds ont atteint ces dernières années des proportions qui nécessitent une surveillance et une action internationales à défaut desquelles les différents pays pourraient être amenés à prendre des mesures de défense unilatérales et disparates, qui ne manqueraient pas de stimuler fortement les tendances croissantes aux restrictions et au protectionnisme. On assiste ces dernières années à une intégration toujours plus marquée des opérations et des établissements financiers internationaux, qui précède de loin l'intégration générale des économies et des politiques économiques et qui s'oppose de plus en plus à leur état. L'interdépendance des principaux pays industrialisés dans le secteur monétaire et financier tend à uniformiser la situation internationale de ce secteur, tandis que la situation économique en général, ainsi que la politique économique varient souvent très fortement d'un pays à l'autre. Il en résulte de sérieuses perturbations, en raison surtout des effets qu'exerce sur leurs partenaires la situation des grandes puissances économiques. Il importe donc de rapprocher le degré d'intégration du secteur monétaire et financier et celui de l'économie générale, considérée notamment dans sa conjoncture et sur le plan de la politique conjoncturelle, sans porter atteinte à la convertibilité des monnaies ni au libre-échange commercial. Nous avons déjà relevé que ces questions faisaient l'objet de réunions internationales. Toutefois, aucune solution concrète n'est encore en vue. Il est certain que ce problème aussi accentue les tendances nationales à prendre des mesures de protection et rend plus difficile la tâche qui consiste à maintenir dans sa substance, à travers la crise actuelle, l'ordre monétaire international de caractère libéral qui nous a régi jusqu'à maintenant.

Pour mettre au point à temps des solutions satisfaisantes aux problèmes qui viennent d'être esquissés, il faudra beaucoup de jugement, de volonté de collaboration et de solidarité. A bien des égards, c'est une tâche qui ne le cède en rien à celle qui fut accomplie de façon remarquable pour la période d'après-guerre lors de la conférence monétaire de Bretton Woods. En ce qui concerne les principes de comportement international face aux mouvements de capitaux entre Etats, tels que ces principes figurent dans les statuts du FMI, la constitution monétaire de Bretton Woods ne paraît nullement dépassée et inutilisable comme on le prétend souvent. Ce n'est pas elle qui, pour l'essentiel, a besoin d'être adaptée, mais bien le mécanisme de l'étalon dollar-or que la situation a imposé dans l'après-guerre et qui, après 25 ans, ne correspond plus aux conditions de l'économie mondiale. Pour la même raison, on ne peut considérer

comme solution réelle des problèmes monétaires fondamentaux une révision des statuts du Fonds permettant, d'une façon ou d'une autre, de rendre plus flexibles les cours du change. Une telle révision peut faciliter les ajustements de cours nécessaires à l'avenir; elle ne saurait constituer la base du nouveau système monétaire.

S'attendre à ce qu'une solution satisfaisante des principaux problèmes monétaires internationaux soit trouvée à bref délai serait sans doute manquer de réalisme. Il faut donc envisager la possibilité d'une période transitoire dans laquelle le dollar tout en continuant d'être utilisé comme monnaie d'intervention et de réserve, ne joue plus à ce titre qu'un rôle limité, en ce sens que certains pays cherchent à se protéger contre de trop grands afflux de dollars en libérant le cours de cette monnaie, soit d'une façon générale, soit seulement pour les transactions financières, ou en prenant d'autres mesures de défense. On ne doit pas s'attendre non plus à ce qu'un ajustement multilatéral des cours du change permette de revenir sans changements au système monétaire actuel.

Il faut vivement espérer que l'entente et la collaboration internationale permettront de sortir aussi rapidement que possible de la phase transitoire et de l'insécurité qui en résulte, en instaurant un ordre monétaire stable et durable.

L'évolution économique en Suisse

Dans notre pays, l'expansion de la demande a faibli au cours du premier semestre, notamment en ce qui concerne les exportations, ainsi que les investissements de l'industrie. Toutefois, comme l'accroissement de la production a continué de se ralentir en raison du manque de main-d'oeuvre, un certain excédent de la demande a subsisté dans l'ensemble de l'économie. Alors que le rapport entre les commandes et la production commence à se normaliser dans plusieurs domaines, une surcharge très nette persiste dans d'autres secteurs, tel celui de la construction. La tension extrême régnant sur le marché de l'emploi ne s'est pas encore sensiblement relâchée. D'importants afflux de fonds venus de l'étranger ont largement alimenté le marché suisse de l'argent et des capitaux. De ce fait, le risque que le secteur monétaire provoque des poussées inflationnistes supplémentaires s'est accru. D'autre part, les événements monétaires internationaux ont un effet modérateur.

La surchauffe conjoncturelle qui a atteint l'économie suisse depuis 1969 a entraîné ces derniers mois une hausse des prix telle que la Suisse n'en avait pas connue dans tout l'après-guerre. Depuis le mois de mars, l'indice des prix à la consommation a dépassé chaque fois de près de 7 % le niveau de l'année précédente. L'indice des prix qui sert à apprécier le produit national brut montrait au premier semestre un renchérissement de 8,5 % par rapport à l'année précédente. Cette hausse inflationniste des prix entraînera ces prochains temps, par la compensation du renchérissement, de nouvelles majorations de salaires considérables qui, en accroissant les coûts, provoqueront des hausses de prix supplémentaires, notamment dans le secteur des services. Ainsi, des adaptations de tarifs sont en vue dans les chemins de fer, à la poste et dans les compagnies d'électricité. Une fois de plus, la spirale des salaires et des prix se développe au maximum alors que les impulsions de la demande commencent à faiblir.

La statistique ne permet guère d'établir si les mesures monétaires et économiques prises au début de mai ont eu des effets marqués au cours des derniers mois. Certes, la progression des exportations s'est sensiblement modérée, mais ce ralentissement peut résulter aussi bien du fléchissement de la conjoncture dans quelques pays clients et du fait que nos entreprises exportatrices ne peuvent produire davantage, que du renchérissement de nos marchandises dû à la réévaluation. Jusqu'à ce que les Etats-Unis aient supprimé la convertibilité du dollar, le taux de réévaluation effectif a oscillé autour de 5 %. La réévaluation par rapport au mark, monnaie de notre principal partenaire commercial, ainsi que par rapport au florin et au shilling est restée plus faible, car le cours de ces monnaies exprimé en dollars est aussi monté. Même si les conséquences de la réévaluation ne peuvent être chiffrées, il est incontestable que, dans bien des domaines, cette mesure a exercé un effet modérateur sur l'économie suisse. La tendance à la détérioration de notre position concurrentielle sur le plan international a accéléré la restructuration des branches et des entreprises sclérosées que la pénurie de personnel avait déclenchée. Par ailleurs, elle a sans doute modéré les investissements d'expansion. On peut constater, d'une façon tout à fait générale, qu'il a fallu la réévaluation pour que de vastes milieux prennent conscience de l'étendue de la surchauffe et de l'existence d'un déséquilibre profond dans notre économie.

Les mesures prises à la fin de juin sur la base d'un arrêté fédéral urgent destiné à stabiliser le marché de la construction sont en vigueur depuis si peu de temps qu'on n'a pu déjà en mesurer les effets. Le délégué du Conseil fédéral chargé

d'appliquer l'arrêté a déterminé, en collaboration avec les autorités cantonales, les régions où le bâtiment est mis à trop forte contribution et décrété pour ces régions une interdiction générale de construire jusqu'à la fin de septembre, ainsi qu'une interdiction de démolir. Ces deux mesures s'étendent aux catégories de constructions prévues dans l'arrêté fédéral. L'évolution des promesses de crédit bancaire à la construction durant ces derniers mois montre que la liquidité actuelle des marchés monétaire et financier a fortement réduit l'effet modérateur que la limitation du crédit a exercé l'an passé dans ce secteur. Ainsi, ce n'est guère qu'en limitant directement la demande de construction dans le cadre de l'arrêté fédéral urgent que l'on pourra empêcher que le bâtiment ne soit surchargé.

La croissance du commerce extérieur accuse un net ralentissement. Au cours des sept premiers mois, la valeur des exportations a augmenté de 6,8 %, contre 13,6 % en 1970. Cet accroissement est dû aux prix à raison de 5 %, la quantité n'ayant augmenté que de 1,6 %. L'évolution durant les deux premiers trimestres de 1971 montre encore plus nettement le ralentissement graduel de la progression. Ainsi, le taux d'accroissement a passé de 10,5 % au premier trimestre à 3,7 % au deuxième, alors qu'il atteignait encore 15,4 % au deuxième trimestre de 1970. Si, auparavant, les taux d'accroissement ont surtout baissé parce que l'économie éprouvait des difficultés à augmenter ses livraisons en raison du manque de personnel et du plein emploi de l'appareil de production, il apparaît de plus en plus clairement ces derniers mois que la demande étrangère diminue.

Les exportations dans quelques pays reflètent très nettement le fléchissement de la conjoncture qui s'y est produit. Cette remarque concerne surtout le Japon. Au premier semestre, les exportations suisses au Japon ont été inférieures de 4,6 % à celles du premier semestre de 1970, où elles avaient augmenté de 32 %. De même, les exportations à Hongkong ont diminué de 5,7 %. Le taux d'accroissement des exportations en Italie (3,2% contre 19,9 % l'année précédente), en République fédérale d'Allemagne (7 %, contre 12 %), aux Pays-Bas, aux Etats-Unis et en Suède a baissé nettement, tandis que les exportations en France augmentaient beaucoup (12,1 %, contre 8,1 %). Pour l'ensemble des exportations suisses dans la CEE, le taux d'accroissement a sensiblement faibli (7,1 %, contre 13 % l'année précédente), alors que dans les Etats de l'AELE, il n'a pas beaucoup changé (15 %, contre 16,5 %). C'est toujours l'industrie des machines qui accuse l'augmentation la plus forte (+ 10,4%) elle est suivie de l'industrie des appareils et instruments (+ 9,5 %), de l'industrie des textiles et de l'habillement (+ 6,6 %) et de l'industrie chimique (+ 6 %). Pendant la même période, les exportations de l'industrie horlogère n'ont progressé que de 1,9 %.

Les taux d'accroissement des importations ont encore faibli davantage que ceux des exportations. L'an dernier, la surchauffe de la conjoncture avait extraordinairement amplifié les importations. Durant les sept premiers mois de 1971, l'augmentation par rapport à l'année précédente ne s'est plus chiffrée qu'à 7 %, alors qu'elle avait atteint 28 % dans la période correspondante de 1970. Ici aussi, l'examen par trimestre montre une tendance à la baisse (11,1 % au premier trimestre, contre 29 % l'année précédente; 4,9 % au deuxième trimestre, contre 28,1 % l'année précédente). Ces derniers temps, importations et exportations ont recommencé, dans une large mesure, d'évoluer parallèlement. L'expérience nous enseigne que, dans un cas pareil, la pression de la demande sur notre économie se relâche. Les importations de biens d'équipement, en particulier, ont faibli (10,6 % au premier semestre, contre 41,5 % l'année précédente, sans les avions). Cette tendance coïncide avec celle des constructions industrielles et artisanales. La diminution, par rapport à l'année dernière, des importations de matières premières et de produits semi-ouvrés laisse supposer que le développement des stocks, qui paraît avoir pris l'an dernier des proportions considérables, est arrivé à son terme. La hausse des prix des importations, calculée d'après l'augmentation de la valeur moyenne, s'est chiffrée à 2,5 %, en chiffre rond, au premier semestre, n'atteignant ainsi que la moitié de celle des exportations. Cette évolution est due à la légère baisse des prix des matières premières et des produits semi-ouvrés. Le prix des biens d'équipement importés est monté à peu près dans la même mesure (5 % en chiffre rond) que celui des biens d'équipement exportés.

En faiblissant, l'accroissement des importations a réduit graduellement la propension de notre déficit commercial à s'aggraver. Pendant les sept premiers mois, ce déficit s'est inscrit à 3 783 millions de francs, contre 3 515 millions dans la période correspondante de 1970. L'élimination des importations très irrégulières d'avions de transport ramène l'augmentation du déficit à moins de 100 millions de francs. Si, dans le secteur des exportations comme dans celui des importations, la tendance actuelle se maintient jusqu'à la fin de l'année, le déficit de la balance commerciale ne dépassera pas beaucoup celui de 1970. Comme la balance des revenus s'est soldée l'an dernier par un très léger excédent, on peut s'attendre à ce que, cette année également, elle soit à peu près équilibrée.

Au premier semestre de 1971, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté de 9,2 %. Une fois éliminée la hausse des prix, le taux d'accroissement réel n'est que de 2,5 %. L'année précédente, ces chiffres étaient de 7,2 et 5,4 %. L'évolution de ces taux, considérée comme critère des dépenses privées de consommation, implique que, contre toute attente, la consommation des ménages n'a pas été durablement influencée par la haute

conjoncture ni, en particulier, par la hausse très forte des salaires, mais que, durant les trois dernières années, elle a augmenté de façon constante et modérée.

Ainsi qu'on l'a relevé à propos des importations, les investissements semblent se modérer. La construction de logements continue cependant de battre son plein. Si le nombre de logements nouvellement construits dans les villes comprises dans la statistique a été, pendant les sept premiers mois, inférieur de 3,4 % à celui d'un an auparavant, le nombre de logements en construction dépassait de 2 %, à la fin de juin, le résultat correspondant de 1970. Le manque de main-d'oeuvre paraît entraver sensiblement la construction.

Il est difficile de prévoir comment va évoluer la construction de logements. D'après le nombre de permis de construire délivrés dans les villes, il semble qu'elle commence à faiblir. De janvier à juillet, le nombre de logements qui ont fait l'objet de permis de construire a diminué de 13 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente. En revanche, les promesses de crédit à la construction accordées par les banques ont évolué dans un sens tout à fait opposé: les crédits promis durant le premier semestre ont dépassé de plus de 28 % ceux des six premiers mois de 1970. Aucun indice sûr ne permet donc pour l'instant de prévoir que la construction de logements va diminuer sensiblement. Une expansion moins désordonnée de la demande serait très souhaitable; elle permettrait une détente sur le marché de l'emploi, une utilisation plus rationnelle de l'appareil de production et, partant, une diminution des tendances à la hausse des coûts et des prix. La construction de logements à prix raisonnables en serait non pas entravée, mais facilitée.

L'expansion vigoureuse des investissements en constructions industrielles, qui a commencé au milieu de 1969, a faibli ces derniers temps. D'après des estimations provisoires, les investissements bruts ont augmenté au premier semestre de 16 % en valeur nominale et de 5 % en termes réels, contre 20 % et 8 % dans la période correspondante de l'année précédente. Le nombre de projets présentés à l'Inspectorat fédéral des fabriques qui, d'après les expériences faites, détermine la production environ un an et demi plus tard, avait déjà légèrement diminué au troisième et au quatrième trimestre de 1970; s'il a augmenté de 2,8 % au premier trimestre de 1971 (+ 7,9 % l'année précédente), il a diminué de nouveau de 6,2 % au deuxième trimestre (+ 19,9 % l'année précédente). Qu'elle soit mesurée en quantité ou en cubage, l'évolution des nouvelles constructions et des agrandissements dans l'industrie indique également que l'expansion des investissements a fléchi.

Le marché de l'emploi ne présente encore aucun signe de détente. La pénurie de main-d'oeuvre n'a pas diminué sensiblement. Dans les derniers mois, le nombre des places vacantes annoncées a certes baissé un peu par rapport à l'année précédente, mais on ne saurait en déduire avec certitude que la situation s'est modifiée sur le marché de l'emploi. On continue d'enregistrer des plaintes concernant le manque de personnel et les débau-chages réciproques.

La hausse des salaires a continué de s'accélérer. Au premier semestre, les taux de salaires de l'industrie et du bâtiment ont augmenté de 6,1 %, contre 4,5 % au premier semestre de 1970, 8 % pour toute l'année 1970 et 4,1 % pour toute l'année 1969. A la fin de juin, l'indice des taux de salaires de l'industrie dépassait de 9,9 % le niveau de juin 1970. Les gains effectifs paraissent avoir augmenté encore beaucoup plus. Les dernières enquêtes effectuées par l'OFIAMT, qui datent d'octobre 1970, ont révélé une progression des gains effectifs qui dépassait d'un peu plus de 3 % l'augmentation des taux de salaires. Cet écart n'a sans doute guère diminué entre temps.

Ces derniers mois, la poussée des prix s'est accentuée de façon inquiétante. A partir de mars, l'indice des prix à la consommation a marqué presque sans interruption un taux de renchérissement voisin de 7 %. En juillet, la hausse annuelle du coût de la vie se montait à 6,7 %. Parmi les onze principaux pays industrialisés, notre pays était ainsi au troisième rang, après la Grande-Bretagne et les Pays-Bas. Les hausses de prix concernaient en premier lieu le chauffage et l'éclairage (19,9 %) principalement en raison de la majoration massive du prix du pétrole, les loyers (8,5 %), surtout en raison du renchérissement du coût de construction des nouveaux logements, les denrées alimentaires, boissons et tabacs (6,2 %) et l'habillement (5,6 %). Nous avons déjà signalé que la forte hausse des coûts et des prix entraînerait dans les mois à venir de nouvelles adaptations importantes de salaires et de prix, en particulier dans les services publics et les entreprises distributrices d'énergie.

Les prix de gros ont peu augmenté depuis la fin de l'an dernier. Leur hausse s'est tenue chaque mois autour de 2 % par rapport au mois correspondant de l'année précédente. En juillet le taux de renchérissement annuel était de 2,2 %. Ce ralentissement est dû uniquement aux prix des marchandises importées qui, depuis novembre dernier, ont continuellement baissé par rapport au niveau correspondant de l'année précédente. Par contre, le taux de renchérissement des produits du pays est monté constamment.

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

Les afflux durables de fonds venant de l'étranger ont déterminé l'évolution de notre marché monétaire et financier. Déjà l'an passé, l'amenuisement graduel de l'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et sur les marchés monétaires internationaux avait engagé ceux qui avaient placé temporairement des fonds à l'étranger pour obtenir un intérêt élevé à les rapatrier. Ce mouvement s'est poursuivi pendant les premiers mois de 1971. Il a accru peu à peu la liquidité de notre marché monétaire et financier.

Les afflux de fonds se sont d'abord traduits par un accroissement des avoirs en francs dans les banques. En outre, les fonds rapatriés et ceux qui se dirigent pour la première fois vers la Suisse ont accru l'offre de crédit dans le pays et réduit la part relative du crédit bancaire soumis à limitation. Par conséquent cette limitation a perdu de plus en plus de son efficacité. L'approche de son échéance a d'ailleurs commencé à se faire sentir, car les établissements de crédit en tiennent déjà compte dans leurs dispositions. Les afflux de dollars à la Banque nationale et l'expansion de la masse monétaire créée par l'institut d'émission qui résulte de ces afflux ne se sont produits qu'à partir d'avril et surtout de mai, quand les discussions en Allemagne sur l'éventualité d'une libération du cours du change ont déclenché une spéculation sur le mark qui a atteint peu après le franc suisse. Comme les afflux massifs de dollars ont amené la fermeture des marchés des changes allemands au début de mai, la Suisse a été obligée de suspendre aussi ses achats de dollars sur le marché pour ne pas être envahie par cette monnaie. Dans les trois mois qui ont suivi la réévaluation du franc décrétée le 9 mai, une bonne partie des devises que la Banque nationale avait dû reprendre avant la réévaluation a reflué par étapes. En outre, l'institut d'émission a pu, grâce à un swap avec les banques, réacheminer des dollars vers l'étranger de sorte que la vague de spéculation n'a pas laissé un marché submergé par l'argent et le crédit.

Les troubles monétaires croissants qui se sont produits au début d'août ont cependant provoqué de nouveaux afflux de fonds à la Banque nationale. En deux semaines à peine, ceux-ci ont atteint des proportions considérables, jusqu'à ce que les mesures monétaires annoncées par le président des Etats-Unis obligent la Banque nationale à suspendre de nouveau ses achats de dollars. Sur la base d'un accord avec les grandes banques, la majeure partie de leurs avoirs en francs provenant de conversions de dollars a été provisoirement stérilisée. Par la suite, la Banque nationale et les banques ont conclu une nouvelle con-

vention que la stérilisation de fonds leur a permis de préparer. Cette convention, entrée en vigueur le 16 août, autorise la Banque nationale à imposer aux banques, pour une période de trois mois, le dépôt d'avoirs minimaux représentant jusqu'à 100 % de l'accroissement de leurs engagements envers l'étranger, et à leur interdire de rémunérer l'accroissement de leurs engagements envers l'étranger libellés en francs suisses. Il en résulte que les banques dont le bilan dépasse 20 millions de francs devront verser sur un compte spécial à la Banque nationale des avoirs minimaux équivalant à l'accroissement net, depuis le 31 juillet, de leurs engagements envers l'étranger. Le décompte mensuel des avoirs minimaux s'effectuera sur la base des relevés que les banques devront remettre jusqu'au 25 du mois qui suit celui sur lequel porte le calcul. Les premiers avoirs minimaux seront donc constitués le 25 septembre. Les banques qui ont participé à la stérilisation précitée ont accepté de laisser leurs fonds en compte de stérilisation jusqu'à cette date.

La fluidité du marché monétaire et financier suisse n'est pas restée sans influence sur les taux d'intérêt. L'adaptation des taux à moyen terme, qui a toujours suivi avec beaucoup de retard la hausse générale des taux, doit être arrivée à son terme. Des banques ont annoncé la baisse des taux de leurs obligations de caisse. Le rendement des obligations fédérales et cantonales a diminué par étapes, mais dans une faible mesure, tandis que les taux du marché monétaire baissaient très nettement.

Les avoirs en comptes de virements de l'économie à la Banque nationale, qui appartiennent aux banques pour l'essentiel et qui avaient oscillé autour de 3,5 à 4 milliards de francs pendant les trois premiers mois, sont montés temporairement à environ 6 milliards de francs à la fin de mars, les banques s'étant procuré, en vue de l'échéance trimestrielle, à peu près 2 milliards de francs par des swaps de dollars et 650 millions par le recours au crédit de la banque d'émission. Dans la première quinzaine d'avril, la Banque nationale a déjà dû reprendre, à titre définitif, la contre-valeur en dollars de 1,7 milliard de francs pour soutenir le cours. Puis les avoirs en comptes de virements ont diminué, leur montant se chiffrant finalement à 4,7 milliards de francs à la fin d'avril. A la suite des afflux de dollars pendant la crise monétaire du début de mai, les avoirs en comptes de virements ont un peu dépassé 8 milliards de francs. De la deuxième semaine de mai à la fin de juillet, un swap avec les banques destiné à résorber une partie de la masse monétaire et des ventes définitives de dollars ont fait descendre les avoirs en comptes de virements à 3,9 milliards de francs. Ils dépassaient alors de peu le niveau correspondant de l'année précédente. Afin de faire face à l'échéance semestrielle, les ban-

ques se sont procuré 2,5 milliards de francs par des swaps de dollars et 370 millions de francs par le recours au crédit de la banque d'émission. L'afflux de dollars de la première quinzaine d'août a fait monter les avoirs en comptes de virements de 3,9 à 13 milliards de francs, en chiffre rond. Sur ce montant, un peu plus de cinq milliards ont été stérilisés jusqu'à nouvel avis sur la base de l'accord conclu avec les banques comme nous l'avons vu. A la fin d'août, les avoirs en comptes de virements se chiffraient à 7,2 milliards de francs, tandis que 5,2 milliards étaient stérilisés sur un compte séparé.

Les bilans des banques ont augmenté de 5,8 % au premier trimestre (4,1 % en 1970) et de 2,6 % au deuxième (2,2 % en 1970). La croissance a de nouveau légèrement progressé par rapport à l'an passé. Par contre, l'expansion des crédits, qui avait été particulièrement forte les années précédentes, a beaucoup faibli. Au passif, l'afflux de fonds à long terme, qui s'est fortement accru - signe évident de détente dans l'approvisionnement du marché - ainsi que la forte progression des dépôts à vue des clients ont contribué de façon décisive à l'expansion soutenue des bilans. A l'actif, l'accroissement des titres a joué le rôle le plus important. La diminution des comptes fiduciaires, tenus désormais séparément par une partie des banques, paraît refléter le rapatriement de fonds placés à l'étranger pour la clientèle, tandis que l'évolution des engagements et avoirs en banque dénote des changements dans le genre des placements à l'étranger.

Pendant les sept premiers mois, les crédits utilisés en Suisse ont augmenté de 2 168 millions de francs, soit un peu moins que dans la période correspondante de l'année précédente. A la fin de juillet, l'accroissement annuel des crédits atteignait 6,3 %. Il ne dépassait donc pas les quotes-parts imparties, utilisées à 98 %.

Grâce aux importants afflux de fonds de l'étranger, le marché des capitaux a offert une capacité d'absorption extraordinaire. Les nouvelles émissions ont pu être placées aisément dans presque tous les cas. Très souvent, les souscriptions ont dépassé de beaucoup le montant de l'emprunt.

Au total, le recours net au marché des capitaux a atteint 4 208 millions de francs de janvier à août, soit un peu plus du double du montant placé dans la période correspondante de l'année précédente (2 053 millions de francs). C'est la plus forte somme qui ait été placée sur le marché suisse dans un tel laps de temps. Le recours net (nouvelles émissions moins remboursements) s'est chiffré à 2 523 millions de francs (1 502 millions l'an dernier) pour les emprunts suisses par obligations,

896 millions de francs (491 millions) pour les emprunts étrangers et 778 millions de francs (345 millions) pour les émissions suisses d'actions. La Banque nationale s'est efforcée, par une politique libérale concernant l'autorisation d'exporter des capitaux, d'atténuer l'effet des afflux de fonds de l'étranger sur la liquidité de notre marché en favorisant le reflux de ces fonds. A partir de juillet, le montant autorisé des grands emprunts publics étrangers a été porté, avec l'approbation des banques, de 60 à 80 millions de francs. Une attitude résolument libérale a été adoptée dans l'autorisation de bons étrangers à moyen terme que les banques placent sans publicité chez leurs clients suisses et étrangers. L'émission de tels papiers, qui répondait manifestement à un fort besoin de placements, a atteint au premier semestre le montant de 2,4 milliards de francs. Après la suppression de la convertibilité du dollar, l'autorisation d'exporter des capitaux a été soumise, d'une façon générale, à la condition que l'emprunteur convertisse immédiatement le produit de l'émission en monnaie étrangère.