

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 16 juin 1972
par
Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

L'évolution de l'économie mondiale

Le climat d'inquiétude et d'insécurité qu'avaient d'abord provoqué partout les événements monétaires de l'an dernier et qui, dans de nombreux pays, avait mis un frein à l'activité économique, a rapidement fait place à une appréciation plus confiante de la conjoncture. Ce revirement s'est produit après le retour aux cours fixes de change et le réajustement monétaire du 18 décembre 1971; le fait que, dans la plupart des pays, la politique économique vise de nouveau à l'expansion y a contribué également.

Depuis le début de l'année, on note en Europe les signes d'une reprise économique tandis qu'en Amérique du Nord, l'essor conjoncturel enregistré au quatrième trimestre de 1971 se poursuit. Dans les Etats membres de l'OCDE, parmi lesquels se trouvent les principaux pays industrialisés, le taux de croissance annuelle du produit national brut, qui s'était chiffré à 4 % au second semestre de 1971, devrait donc monter légèrement et atteindre 5 % au premier semestre de 1972.

Vu le décalage conjoncturel entre l'Amérique du Nord - qui se trouve déjà à un stade avancé d'expansion - et l'Europe, l'accroissement du produit national brut au cours de cette période pourrait dépasser 6 % en Amérique du Nord, et ne se chiffrer qu'à 3 % en Europe. Au Japon et en Australie, on prévoit, pour le premier semestre de 1972, une croissance de 4 % en chiffre rond.

La plupart des pays ont pratiqué au cours des mois passés une politique économique tendant résolument à l'expansion. Ils ont cherché, en accroissant les dépenses publiques et en approvisionnant largement le marché de l'argent, à relancer la demande de biens et de services. Aux Etats-Unis et au Canada, les autorités se sont efforcées surtout de réduire le chômage, resté

très élevé malgré l'accélération de la croissance. Dans divers pays d'Europe aussi, et notamment en Grande-Bretagne, la diminution du chômage est le premier objectif économique. Dans les Etats membres de l'OCDE, l'indice des prix à la consommation s'est inscrit l'an passé, en moyenne, à un peu moins de 5%, et l'indice implicite des prix du produit national brut, à un peu plus de 5 %. A l'inflation, due surtout aux coûts, que nous a laissée la dernière surchauffe conjoncturelle pourrait s'ajouter ainsi une nouvelle vague d'inflation par la demande.

La politique tendant à provoquer une nouvelle expansion avant que la phase d'inflation ne soit terminée pourrait avoir pour conséquence un accroissement de la demande publique, notamment pour les investissements d'infrastructure, et de la consommation privée, notamment pour la demande de logements. Comme, dans la plupart des pays, les investissements privés ne suivent pas le mouvement, éliminer le chômage lié à une inflation persistante prend généralement plus de temps qu'on ne s'y attendait. La hausse soutenue des coûts enlève aux chefs d'entreprises le goût d'investir. Si l'on ne parvient pas à contenir l'inflation par les coûts, les investissements ne reprendront que lorsque l'expansion de la demande aura atteint un degré permettant aux entreprises de reporter la hausse des coûts sur les prix de façon à améliorer leurs perspectives de bénéfice. Une telle évolution renforcerait toutefois les tendances inflationnistes.

Cependant, d'autres raisons que le risque d'inflation accélérée militent contre une politique axée sur l'expansion de la demande et sur une croissance économique maximale. Les enquêtes les plus récentes relatives aux possibilités de croissance économique sur notre terre montrent que, si la population mondiale et la consommation continuent de s'accroître au même rythme, les denrées alimentaires, les fourrages, les matières premières et les produits énergétiques seront épuisés non dans des siècles mais, en bien des cas, au bout de quelques décennies. Même des éléments que l'économie classique appelle des biens libres - air et eau - se raréfient sous l'effet de la pollution croissante.

La découverte de ces étroites limites naturelles entraînera bientôt une mutation fondamentale de la philosophie économique. La société de consommation en honneur dans la dernière décennie, dont le principal souci était de maintenir une production de biens croissante en suscitant artificiellement de nouveaux besoins, fera certainement place - même si c'est sous une nouvelle forme - au commandement millénaire qui enjoint à l'humanité de ménager les biens mesurés de ce monde.

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

La relance de l'économie américaine, encore un peu hésitante durant une grande partie de l'an passé, s'est accentuée au cours des mois derniers. Au premier trimestre de 1972, le produit national brut en termes réels a augmenté de 5 1/2 % en chiffre rond (taux d'accroissement annuel). L'investissement privé s'est accru vigoureusement non seulement dans la construction de logements, mais aussi dans l'industrie et les arts et métiers. Les dépenses publiques et la consommation privée ont continué d'augmenter. Les stocks ne se sont pas encore reconstitués comme on s'y attendait, de sorte qu'ils sont exceptionnellement faibles. Depuis l'automne 1971, la production industrielle croît à raison d'un taux annuel d'environ 7 %.

La plupart des indicateurs montrent que la relance va continuer, voire s'accroître. Les bénéfices tendent à augmenter. L'industrie a complété ses plans d'investissements. Les entrées de commandes ont progressé vigoureusement dans l'industrie des machines-outils. Malgré la régression survenue au mois de mars et au mois d'avril, le nombre de logements mis en chantier demeure élevé. Les dépenses publiques continuent d'augmenter tant sur le plan fédéral qu'à l'échelon local. L'occupation croissante de la main-d'oeuvre pourrait stimuler encore la consommation privée.

En dépit de ces tendances favorables, le chômage n'a guère diminué jusqu'ici, et les capacités inutilisées de l'industrie demeurent importantes, ce qui n'a pas empêché la poussée des prix de s'accroître. Au premier trimestre de 1972, l'indice des prix du produit national est monté à raison d'un taux annuel de 6 %, contre 2 % seulement le trimestre précédent. La hausse des salaires s'est renforcée de sorte que, dans le secteur privé de l'économie américaine, les coûts salariaux par unité de production ont augmenté à raison d'un taux annuel de 6,3 %, alors que le développement de la productivité se relâchait quelque peu.

Il n'est pas facile de saisir l'évolution de l'économie britannique au cours des derniers mois. Les effets des conflits sociaux, en particulier ceux de la grève des ouvriers des charbonnages, rendent une appréciation malaisée. La plupart des indications statistiques sont défavorables. Au premier trimestre de 1972, le produit national brut en valeur réelle, la production industrielle et les exportations ont régressé par rapport au trimestre précédent. Le renchérissement n'a plus faibli. Après l'issue défavorable de la grève des ouvriers des charbonnages, au mois de février, la hausse des salaires a recommencé à s'accroître quelque peu. L'industrie britannique, en revanche, semble connaître une expansion marquée. Les chefs

d'entreprises envisagent le proche avenir avec un optimisme extraordinaire. La propension à investir s'est manifestement renforcée. L'évolution des coûts et des prix est le seul point sur lequel les statistiques et une enquête menée au mois d'avril par l'association des industriels coïncident largement. Toutefois, les allègements fiscaux fort importants, annoncés peu auparavant lors de la présentation du budget, ont influé probablement sur les perspectives optimistes. Par ces allègements fiscaux et par d'autres mesures fortement orientées vers l'expansion, le gouvernement cherche à porter à 5 % la croissance du produit national brut en termes réels, ainsi qu'à réduire l'important chômage. Pour la première fois depuis longtemps, le nombre de chômeurs a sensiblement diminué au mois de mai.

En République fédérale d'Allemagne, le produit national brut réel avait quelque peu fléchi au deuxième semestre de 1971, en partie à cause des grèves. Une légère reprise de l'activité économique s'est dessinée toutefois au tournant de l'année. Depuis lors, les tendances expansionnistes se sont renforcées progressivement. Au mois de mars, la production industrielle et les entrées de commandes dépassaient de quelque 3 % le niveau atteint un an auparavant. La demande tant intérieure qu'étrangère, et principalement celle de biens de consommation, a augmenté. La demande accrue de valeurs réelles, imputable à l'inflation, a stimulé la construction de logements. Les effets expansionnistes des finances publiques contribuent, partiellement à dessein, à ranimer l'économie; les recettes restent inférieures aux prévisions, tandis que les dépenses vont au-delà. L'annonce du remboursement, au mois de juin, de la surtaxe conjoncturelle doit avoir encouragé aussi les projets de dépenses des consommateurs. Il semble que, entre temps, des efforts ont été entrepris en vue de réduire les dépenses publiques et le déficit budgétaire. Les majorations de salaire se sont quelque peu ralenties. La hausse des prix a faibli légèrement et demeure un peu inférieure à celle de la plupart des autres pays industrialisés. Elle atteint toutefois 5 % en chiffre rond, ce qui, pour l'Allemagne, représente encore un taux élevé.

Depuis quelque deux ans, l'économie française se caractérise par une croissance remarquablement continue du produit national brut réel par rapport aux fluctuations enregistrées dans d'autres pays. Cette croissance atteint largement 5 % par an. Les importations et les exportations ont progressé vigoureusement et, pratiquement, de façon parallèle. Durant cette période, le taux d'inflation s'est maintenu entre 5,5 et 6 %. Le gouvernement s'est efforcé de réduire le renchérissement en exerçant une influence directe sur la formation des prix, mais il n'a obtenu, jusqu'ici, aucun succès évident. Malgré l'expansion remarquable de l'économie, le nombre officiel des chômeurs a augmenté jusqu'au début de 1972. Ces derniers temps, il s'est sta-

bilisé et a même légèrement diminué. En raison du chômage relativement élevé et du fléchissement de l'économie mondiale, que l'on craignait encore au début de l'année, la politique économique a visé à encourager l'expansion.

En Italie, la relance économique que l'on attendait pour le tournant de l'année ne s'est pas produite jusqu'ici, bien que l'agitation sociale se soit quelque peu relâchée. Les hausses extraordinaires des coûts enregistrées ces deux dernières années paraissent dissuader les chefs d'entreprises de se lancer dans de nouveaux investissements. Les élections parlementaires anticipées et le renouvellement des contrats collectifs, qui aura lieu en automne 1972, représentent des facteurs supplémentaires d'insécurité. La légère diminution du produit national et de la production industrielle, qui s'est manifestée temporairement en 1971, est arrivée à son terme. Depuis le début de l'année, les enquêtes menées chez les chefs d'entreprises révèlent une appréciation un peu plus optimiste de la situation.

En 1971, la conjoncture a nettement faibli dans la plupart des petits pays industrialisés d'Europe, notamment en Suède, en Finlande, aux Pays-Bas et en Belgique. Dans tous ces pays, le chômage a notablement augmenté. Sauf aux Pays-Bas, la politique économique s'est dès lors orientée nettement vers l'expansion, et les signes d'une relance sont apparus depuis le début de l'année.

La vigoureuse expansion que l'économie canadienne a connue en 1971 déjà s'est poursuivie durant les premiers mois de cette année. Toutefois, comme la population active s'est fortement accrue, le chômage est resté relativement important. Afin de stimuler davantage encore l'expansion économique, le budget de l'année 1972/73 prévoit de fortes réductions fiscales pour l'industrie de transformation. Les tensions inflationnistes se sont renforcées depuis l'été 1971.

Durant les premiers mois de l'année, l'économie japonaise n'est pas parvenue à rétablir sa croissance. Si le produit national brut réel semble avoir progressé à raison d'un taux annuel de 4 à 5 % au semestre d'hiver 1971/72, les capacités de production ont augmenté beaucoup plus fortement; leur degré d'utilisation a donc continué de baisser. Le nombre des chômeurs a augmenté, sans atteindre toutefois un niveau inquiétant. Le gouvernement et la banque centrale s'efforcent d'obtenir rapidement une nouvelle relance en pratiquant une politique fiscale et monétaire très expansionniste.

La situation monétaire internationale

Au cours des mois passés, les paiements internationaux se sont fort bien accomodés de la situation monétaire qui a suivi la suppression de la convertibilité du dollar et le réajustement des cours de change. Toutefois, l'incertitude a régné parfois sur les marchés des devises où l'on se demandait si les nouveaux rapports de change s'imposeraient et si les banques centrales les soutiendraient lors de nouveaux afflux de dollars. Ces doutes se sont manifestés d'abord parce que le reflux de fonds vers les Etats-Unis, auquel on s'attendait après l'assainissement des cours de change, ne s'est pas produit. En poursuivant, au début de l'année, leur politique axée sur l'expansion du crédit et sur l'abaissement des taux d'intérêt, les autorités américaines ne paraissaient pas répondre aux exigences d'une saine balance des paiements. Immédiatement après le réajustement, les nouveaux cours de change s'opposaient également à un reflux rapide des fonds vers les Etats-Unis ou à leur reconversion en dollars. Le cours du dollar s'est tenu d'abord au point d'intervention supérieur des monnaies des principaux pays industrialisés, ou près de ce point. Ainsi, les cours de change ne pouvaient que s'améliorer, tant pour des conversions de fonds placés dans d'autres monnaies que pour de nouveaux placements en dollars. Il valait donc la peine d'attendre. De fait, les cours du dollar ont baissé ensuite dans la plupart des pays industrialisés. Certaines banques d'émission, en particulier celles du Japon, de la République fédérale d'Allemagne, de Grande-Bretagne, des Pays-Bas et de Belgique, ont dû acheter des dollars sur le marché pour soutenir le cours de cette monnaie ou prendre des mesures supplémentaires contre de nouveaux afflux indésirables de fonds.

Au début du mois de mars, cette évolution a jeté momentanément un grand trouble sur les marchés des changes et empêché les fonds de refluer vers les Etats-Unis. Toutefois, la situation s'est détendue rapidement vers la mi-mars, après la réunion des gouverneurs des banques centrales, qui s'est tenue à Bâle. Le président de la Réserve Fédérale a annoncé, en particulier, que la politique menée par cette autorité favoriserait une hausse des taux d'intérêt à court terme. Cette déclaration, qui n'a pas tardé à être suivie d'une consolidation des taux sur le marché de l'argent, a contribué à l'accalmie. Par ailleurs, les gouverneurs des banques centrales ont assuré qu'ils appliqueraient les cours d'intervention convenus à Washington, ce qui a renforcé encore cette atmosphère de détente.

16 juin 1972

7

La hausse des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis s'est accompagnée d'une diminution des afflux de capitaux américains. Le redressement progressif de l'économie américaine et des cours en bourse paraît avoir accru ces derniers temps les achats étrangers de titres américains. Les pressions sur le cours du dollar ont faibli. En mars comme en avril, les instituts d'émission n'ont guère dû soutenir le cours du dollar qui, dans la plupart des pays industrialisés, continue de fluctuer au-dessous du cours médian. La Suisse constitue à cet égard une exception. Il convient de souligner aussi que, au mois de mai, la France a allégé son contrôle des devises: la plupart des services peuvent être payés au cours du dollar applicable aux paiements commerciaux. L'écart entre le cours du dollar commercial et celui du dollar financier s'est réduit. En France, également, le maintien d'un double marché des devises semble poser des problèmes.

La hausse extraordinaire du prix de l'or au cours du mois de mai n'est pas liée directement aux événements monétaires internationaux. Elle a résulté plutôt de facteurs particuliers; alors que la demande de l'industrie et des arts et métiers s'est accrue et que la thésaurisation a augmenté à la suite des événements politiques en Extrême-Orient, l'offre de l'Afrique du Sud, dont la balance des paiements s'est améliorée, a diminué. Toutefois, des rumeurs et des spéculations diverses semblent avoir stimulé encore cette hausse.

Autant qu'on peut en juger d'après les données disponibles, l'évolution des balances des paiements au cours du premier trimestre de cette année ne révèle aucun changement fondamental de tendance par rapport à l'an dernier. Le déficit de la balance américaine des transactions entre autorités monétaires ne s'est élevé qu'à 3,5 milliards de dollars, contre 6,3 milliards le trimestre précédent. Pratiquement toutefois, seul le changement intervenu dans les mouvements de capitaux avec l'étranger, en particulier la diminution des sorties de fonds, a permis cette amélioration. En revanche, les balances du commerce et des revenus se sont encore dégradées. La dévaluation du dollar n'a pu influencer, en si peu de temps, le commerce extérieur des Etats-Unis. Les expériences faites dans d'autres pays montrent qu'il faut attendre un à deux ans avant que les effets d'une dévaluation ne commencent à se faire sentir.

Au Japon, la réévaluation n'est pas parvenue jusqu'ici à refréner la tendance aux excédents croissants des balances du commerce et des revenus. La balance des paiements continue d'être fortement excédentaire, ce qui cause de sérieux soucis aux autorités japonaises. En dépit des mesures énergiques visant à en provoquer la relance, l'économie stagne et freine les importations, tout en incitant les entreprises japonaises à

augmenter leurs ventes à l'étranger. Le gouvernement japonais s'efforce de contenir l'excédent de la balance des paiements et l'accroissement des réserves monétaires. A cet effet, il demande aux entreprises de limiter volontairement leurs exportations, il encourage les importations et favorise, en particulier, les sorties de capitaux.

Si la persistance des deux positions extrêmes, celle des Etats-Unis d'une part et celle du Japon d'autre part, caractérise l'évolution des balances des paiements, il convient de signaler encore que l'excédent de la balance britannique des revenus diminue progressivement. Bien que l'économie de la Grande-Bretagne n'ait connu jusqu'ici qu'une relance modeste, la balance commerciale s'est soldée par un déficit au cours des quatre premiers mois de l'année. L'excédent enregistré dans le secteur des services continue cependant de dépasser fortement le déficit de la balance commerciale.

Au premier trimestre de 1972, la balance des revenus de la République fédérale d'Allemagne était pratiquement équilibrée alors que la balance générale des paiements accusait un excédent considérable à la suite d'afflux de capitaux. La France a enregistré aussi un excédent marqué de la balance des paiements, alors que la balance des revenus était légèrement active. En Italie, la balance des revenus s'est améliorée, mais la balance des paiements est devenue passive, ensuite d'importantes sorties de capitaux.

Le Congrès des Etats-Unis a approuvé en avril la dévaluation du dollar convenue en décembre dernier.

Les Etats qui ont participé à la conférence de Washington ont estimé que le réajustement des cours de change devait être le premier pas vers une réforme complète du système monétaire international. Dans le communiqué final, ils ont souhaité que les discussions sur une telle réforme s'engagent aussitôt dans le cadre du Fonds monétaire international, car le Groupe des Dix offrait un champ trop restreint à des entretiens sur une refonte du système monétaire.

Au cours des mois passés, la discussion s'est concentrée sur la composition de l'instance chargée d'étudier la réforme monétaire. Comme les vingt directeurs du Fonds monétaire ne disposent pas d'une compétence suffisante pour engager les pays qu'ils représentent dans un nouveau régime monétaire, il a été proposé de constituer un organe adéquat à un échelon supérieur. Cet organe se composerait de vingt délégués gouvernementaux (ministres des finances et / ou gouverneurs des banques centrales) qui représenteraient pour l'essentiel les mêmes pays ou les mêmes groupes de pays que les directeurs exécutifs. Les

16 juin 1972

9

Etats-Unis en particulier ont proposé de créer un comité qui aurait pour tâche non seulement de réformer le système monétaire, mais aussi de traiter des problèmes commerciaux. Un tel organe devrait ainsi sortir du cadre limité du Fonds monétaire. Il aurait son propre secrétariat et ferait appel aux diverses organisations spécialisées, telles que le FMI, la BRI, l'OCDE et le GATT, en qualité d'experts. Les Américains estiment que ce comité pourrait également se composer de quelque vingt représentants. On ne voit pas encore clairement dans quel cadre s'engageront, en définitive, les négociations. Pour l'instant, l'entente ne porte guère que sur la composition du groupe, qui comptera vingt membres environ, ce qui permettra d'accorder une représentation équitable aux pays en voie de développement.

Seules des questions de procédure ont donc été débattues jusqu'ici. Abstraction faite d'études préparatoires entreprises par l'état-major du Fonds monétaire, les problèmes matériels n'ont pas encore été abordés. Ainsi, l'une des questions les plus urgentes, celle du rétablissement de la "petite" convertibilité au sein du Fonds monétaire, attend toujours une solution. Or cette convertibilité est nécessaire pour permettre au Fonds d'exercer son activité normale. Il a été possible cependant d'adopter une réglementation particulière qui a permis au gouvernement britannique de rembourser avec quelque retard, à la fin du mois d'avril, le solde de sa dette envers le Fonds monétaire, soit 396 millions de dollars.

Avant de s'engager dans une réforme du système monétaire international, il faudra probablement se prononcer sur une question importante, à savoir l'opportunité de continuer à créer dans les années prochaines des réserves monétaires supplémentaires sous la forme de droits de tirage spéciaux. Il avait été décidé en 1969 d'accorder au cours des trois années suivantes (1970/72) des droits de tirage spéciaux pour un montant de 9,5 milliards de dollars. Les pays intéressés ont reçu, au début de cette année, leur part à la dernière tranche annuelle. Il s'agit maintenant de se demander si les droits de tirage spéciaux doivent être maintenus ou suspendus provisoirement. Il ne saurait être question de faire valoir, ces prochains temps, des besoins supplémentaires de liquidités internationales. Depuis la fin de 1969, soit en deux ans seulement, les réserves monétaires mondiales n'ont pas augmenté de moins de 41 milliards de dollars, ou de 53 %, pour s'établir à 120 milliards de dollars anciens. Cet accroissement a résulté, en grande partie, de l'augmentation des réserves de dollars, qui s'est chiffrée à 30 milliards de dollars anciens. L'évolution la plus récente paraît indiquer que le désir de maintenir une certaine continuité l'emporte, dans des milieux influents, sur la crainte d'un approvisionnement excessif en liquidités.

L'élargissement à $\pm 2 \frac{1}{4} \%$ des marges de fluctuation par rapport au dollar, décidé en décembre dernier au moment où les nouveaux cours de change ont été fixés, a contribué à relancer les efforts visant à une intégration monétaire au sein de la CEE. Le plan Werner prévoyait de ramener, au 1er juin 1971, de $\pm 0,75 \%$ à $\pm 0,6 \%$ les marges de fluctuation, par rapport au dollar, des monnaies des pays de la CEE entre elles. En raison de la crise monétaire internationale, cette réduction n'a pu se réaliser. Dans le cadre du système d'intervention pratiqué jusqu'ici, l'élargissement des marges de fluctuation à $\pm 2 \frac{1}{4} \%$ par rapport au dollar signifiait que les monnaies de la CEE pouvaient fluctuer entre elles dans une marge de $\pm 4,5 \%$. Une telle zone de fluctuation aurait contrecarré les efforts visant à renforcer l'intégration monétaire. C'est pourquoi, les pays de la CEE ont décidé de réduire entre eux, jusqu'à nouvel avis, les marges à $2 \frac{1}{4} \%$ dès le 24 avril 1972. Ainsi, les fluctuations réciproques des monnaies de la CEE sont maintenues dans les mêmes limites que les fluctuations de ces monnaies par rapport au dollar. La nouvelle marge représente aussi une réduction, relativement modeste il est vrai, de la marge maximale de 3% qui existait entre les monnaies de la CEE avant le réajustement. Pour demeurer dans les marges réduites, il a fallu appliquer un nouveau système d'intervention. Les instituts d'émission des pays concernés doivent désormais maintenir le cours de leur monnaie dans la marge prévue non seulement par rapport au dollar, mais aussi par rapport aux autres monnaies des pays membres; à cette fin, leurs interventions portent non seulement sur le dollar, mais aussi sur les monnaies de la CEE. Ces instituts mettent réciproquement leur monnaie à disposition, sous la forme de swaps, lorsque des interventions sont nécessaires. Ces crédits sont remboursés dans le délai d'un mois, au moyen de fonds prélevés dans les réserves monétaires du pays débiteur et dont la composition correspond à celle des réserves de ce pays.

Il a été possible d'introduire en une seule étape la réduction des marges, car toutes les monnaies des pays membres, de même que celles de la Grande-Bretagne, du Danemark, de la Norvège et de l'Irlande, pays candidats à l'adhésion et qui se sont ralliés au nouveau système, se tenaient dans la limite de $2 \frac{1}{4} \%$. Jusqu'ici, le mécanisme d'intervention n'a pas été utilisé.

Les membres de la CEE ont invité quelques pays, dont la Suisse, à participer au nouveau système. Notre pays a fait part de son intérêt et s'est réservé d'examiner la question. Comme la réglementation des crédits swaps dans le cadre du système d'intervention de la CEE prévoit également le transfert de droits de tirage spéciaux et de positions de réserve traditionnelles au Fonds monétaire, une participation suisse au système de la CEE soulève la question de nos relations avec le Fonds monétaire international. Du fait des modifications fondamentales que le sys-

tème monétaire international a connues ces derniers temps, du fait aussi de la formation d'un comité chargé de négocier la réforme de ce système, la question de nos relations avec le Fonds monétaire a pris une grande importance et fait l'objet, actuellement, d'un examen approfondi qui devrait se traduire, dans un avenir pas trop éloigné, par une décision.

L'évolution économique en Suisse

Dans notre pays également, une reprise de l'activité économique se dessine. Les tendances de l'économie mondiale à la récession, liées à la crise monétaire internationale, avaient entraîné un certain fléchissement de la demande extérieure et de la production industrielle au cours du second semestre de l'an dernier. Toutefois, ces influences extérieures n'ont guère gêné l'expansion de l'économie intérieure qui s'est poursuivie sans défaillance. Durant les premiers mois de l'année, les poussées expansionnistes se sont encore accentuées dans le principal secteur de l'économie intérieure, celui de la construction, ainsi que dans les branches connexes. Ces poussées se sont manifestées notamment dans la construction de logements et dans les constructions entreprises par les pouvoirs publics. Ces derniers temps, la consommation privée a nettement repris, en particulier dans le secteur des services. La liquidité excédentaire, que le système bancaire et l'économie possèdent depuis les événements monétaires du mois d'août 1971, a favorisé, dans une première phase, ces tendances expansionnistes.

En outre, le rétablissement conjoncturel qui s'est produit à l'étranger au cours des mois passés commence à améliorer de nouveau les perspectives de vente, du moins pour une partie importante du secteur des exportations. Les chefs d'entreprises envisagent l'évolution future avec beaucoup plus d'optimisme qu'il y a six mois. Ce revirement psychologique va sans doute stimuler encore la conjoncture au cours des prochains mois.

Aussi, les forces expansionnistes risquent-elles de s'accumuler prochainement dans l'économie suisse, à un moment où la majeure partie de l'appareil de production est encore pleinement utilisé et où une pénurie aiguë de la main-d'oeuvre continue de sévir.

Le fléchissement des taux d'accroissement que le commerce extérieur a enregistré l'an dernier a pris fin au début de cette année. Les taux d'accroissement des exportations et des importations se sont élevés quelque peu au cours des derniers mois.

Durant les quatre premiers mois de 1972, la valeur des exportations s'est accrue de 9,2 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente, contre 7,6 % en 1971. Toutefois, cette augmentation est due principalement aux prix, de sorte que l'on ne saurait encore en déduire que la demande étrangère a progressé.

Les exportations en République fédérale d'Allemagne, en Belgique, en Autriche et en Espagne, surtout, mais aussi en France et en Grande-Bretagne ont fortement augmenté. Les ventes au Japon, aux Etats-Unis et au Canada, qui avaient régressé ou faibli considérablement l'an dernier, connaissent de nouveau des taux d'accroissement élevés. Les exportations en Italie, aux Pays-Bas et en Australie ont diminué par rapport à l'année précédente. Au cours des quatre premiers mois, les livraisons aux pays de la CEE ont augmenté de 8,5 %, contre 6,7 % en 1971, et les ventes aux pays de l'AELE, de 9,1 %, contre 13,2 %. Les taux d'accroissement des principales branches de l'industrie d'exportation ont atteint 6,6 % dans l'industrie des machines et appareils, 13,9 % dans l'industrie chimique et 10 % dans l'industrie des textiles et de l'habillement. Les exportations ont diminué de 7,3 % dans l'industrie des denrées alimentaires et des boissons et de 0,5 % dans l'industrie horlogère.

Durant les quatre premiers mois, la valeur des importations a augmenté de 7,6 % par rapport à l'année précédente, soit un peu plus que pendant la même période de 1971 (6,7 %). L'augmentation extrêmement forte de biens de consommation importés, qui a atteint 18 %, contre 12 % l'année précédente, est frappante. Elle traduit une extension accrue de la consommation privée, notamment de l'achat de voitures de tourisme et de biens de consommation durable. Le taux d'accroissement des importations de biens d'équipement est demeuré au même niveau que l'année précédente, soit à 8,8 %. Les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés n'ont augmenté que de 1,6 %, alors qu'elles avaient baissé de 1,8 % l'année précédente. Il semble que, dans ce secteur, on continue, en partie, à réduire les stocks. Les achats effectués dans les pays de la CEE ont augmenté de 8,7 %, contre 9,3 %, et les livraisons provenant des pays de l'AELE, de 9,7 %, contre 9,0 %. Les importations de marchandises américaines et canadiennes ont légèrement diminué. En revanche, celles qui proviennent de quelques pays d'Europe orientale ont fortement augmenté. Durant le premier trimestre, les prix à l'importation sont montés de 2,4 % en moyenne, soit beaucoup moins que les prix à l'exportation, qui se sont accrus de 8,0 %. La valeur moyenne des biens de consommation importés s'est élevée de 7,9 %, et celle des biens d'équipement, de 11,9 %.

Le développement presque parallèle des exportations et des importations s'est traduit, au cours des quatre premiers mois, par un déficit de notre balance commerciale qui équivaut pratiquement à celui de la même période de l'année précédente. Il a atteint 2 198 millions de francs, contre 2 158 millions en 1971.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail par jour de vente a progressé de 9,4 % pendant les quatre premiers mois de l'année, soit pratiquement au même rythme qu'un an auparavant (9,6 %). D'autres indicateurs, tels que le fort accroissement des importations de biens de consommation et les données relatives à l'évolution dans le secteur des services, montrent cependant que les achats privés de biens de consommation augmentent.

Dans le secteur des investissements, une relance sensible se dessine pour les trois prochains mois. Il semble en particulier que les tensions s'accroîtront encore dans la construction. D'après les enquêtes du délégué aux questions conjoncturelles, les projets de constructions annoncés pour 1972 atteignent un montant total de 24,6 milliards de francs, ce qui correspond à un accroissement de 3,9 milliards de francs, ou de 18,7 %, par rapport à l'année précédente, contre 2,4 milliards de francs, ou 13 %, un an auparavant. Les projets privés de constructions augmentent de 20 %, contre 13 % l'année précédente; la construction prévue de logements s'est accrue de 22 %, contre 10 %, tandis que le taux d'accroissement de projets industriels ne s'est élevé qu'à 16 %, contre 17 %. Les projets des pouvoirs publics accusent une augmentation de 16 %, contre 13 % en 1971, l'accroissement étant de 23 % pour les constructions de la Confédération, de 15 % pour celles des cantons et de 16 % pour celles des communes.

En 1971, 19,7 milliards de francs ont été investis dans la construction. Ce montant est de 3,4 milliards de francs, ou de 20,8 %, supérieur à celui de 1970. Si l'on en déduit le renchérissement du coût de la construction, qui a atteint 12 à 14 %, il apparaît que le volume de la production a augmenté de 6 à 7 %. Cette forte progression est due pour une bonne part à des circonstances spéciales et surtout aux conditions météorologiques qui ont permis une prolongation exceptionnelle de la période d'activité. L'admission d'un nombre plus élevé d'ouvriers saisonniers semble y avoir contribué également.

Même si l'on pouvait compter, cette année, sur des conditions aussi favorables, la demande excédentaire demeurerait beaucoup plus forte qu'en 1971. La poussée inflationniste des coûts et des prix dans la construction et les branches connexes menace de s'accroître d'autant.

D'autres chiffres confirment cette tendance. Ainsi, comme nous le relevons ailleurs, les nouvelles promesses de crédits de construction, que les banques ont accordées, ont pris une ampleur tout à fait exceptionnelle. Au cours du premier trimestre de 1972, 7 845 permis de construire ont été délivrés dans les 92 villes, dépassant de 5 % le résultat de l'année précédente. En 1971, les constructions autorisées avaient régressé parfois, malgré une forte activité dans ce secteur. Il est intéressant de constater que les cinq grandes villes ont accusé une diminution de 1,8 %, et les autres villes, un accroissement de 7,4 %, alors que les nouveaux logements terminés ont suivi une évolution inverse pendant la même période. Si l'accroissement global a été de 13,8 % par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, le nombre de ces logements a augmenté de 7,1 % dans les cinq grandes villes et diminué de 4,5 % dans les autres villes.

En 1971, 50 896 logements, ou 12 % de plus qu'en 1970, ont été construits dans les communes de plus de 2 000 habitants. A la fin de l'année, 65 200 logements, ou 21 % de plus qu'un an auparavant, étaient en construction.

Les projets soumis à l'Inspectorat fédéral des fabriques indiquent que le léger fléchissement des plans d'investissement de l'industrie et des arts et métiers, enregistré dès le deuxième trimestre de 1971, est arrivé à son terme. Alors que le nombre des projets présentés a diminué encore quelque peu, les projets de nouvelles constructions et d'agrandissements représentent un cubage accru de 8,6 % au premier semestre de 1972.

D'après les chiffres dont on dispose, la situation sur le marché du travail ne paraît guère s'être modifiée au cours des derniers mois. Les indications concernant les demandes et les offres d'emploi ne révèlent jusqu'ici aucun resserrement nouveau du marché; pourtant, certaines enquêtes effectuées dans quelques secteurs partiels laissent entrevoir une tension accrue. Dans l'industrie de la construction, en particulier, l'indice de l'emploi au premier trimestre de 1972 a dépassé de 2,7 % le niveau de l'année précédente.

La poussée des salaires s'est poursuivie pendant les premiers mois de l'année. Les taux moyens des salaires dans l'industrie et le bâtiment sont montés, durant le premier trimestre de 1972, de 5,2 %, contre 5,1 % douze mois auparavant. Il ressort des statistiques de l'AVS que les revenus soumis au paiement de cotisations ont augmenté de 15,3 % l'an dernier. Dans notre pays également, le relèvement inflationniste des revenus nominaux a atteint un rythme inquiétant.

L'an passé, la poussée des prix s'était amplifiée dans une mesure jamais atteinte depuis la dernière guerre. Elle n'a que peu faibli au cours des derniers mois. La hausse des prix par rapport à l'année précédente est restée de 6,7 % en janvier et en février; elle a été de 6,3 % en mars et en avril. A l'exception de ceux du chauffage et de l'éclairage, tous les indices partiels ont progressé. Les soins corporels et médicaux, les loyers, les transports, ainsi que les boissons et tabacs ont enregistré les hausses de prix les plus élevées.

En ce qui concerne l'augmentation du coût de la vie, la Suisse conserve le troisième rang parmi les onze principaux pays industrialisés, derrière les Pays-Bas et la Grande-Bretagne.

Au cours des trois premiers mois de l'année, les taux d'accroissement annuels des prix de gros ont été un peu plus élevés qu'en 1971, puisqu'ils ont atteint 2,5 à 2,9 %. En avril, toutefois, la hausse a rejoint le niveau de l'année précédente, soit 2,3 %. Il convient de souligner que la baisse des prix des marchandises importées, à laquelle il faut imputer la hausse relativement modeste de l'indice global, s'est sensiblement réduite depuis le début de l'année, alors que le renchérissement des marchandises suisses s'est maintenu sans fléchissement notable.

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

L'excédent de liquidité qu'avaient provoqué les énormes afflux de fonds de la première moitié du mois d'août a déterminé dans une large mesure l'évolution du marché monétaire et financier suisse au cours des mois passés.

La Banque nationale s'est efforcée d'abord de réduire l'excédent de la masse monétaire par une politique résolument libérale en matière d'exportations de capitaux. Ainsi, depuis le réajustement du 20 décembre 1971 jusqu'à la mi-février 1972, elle a autorisé des exportations de capitaux pour un montant de 2,2 milliards de francs. Elle espérait que la demande de devises qui en résulterait lui permettrait de vendre des dollars sur le marché et de réduire le volume des moyens de paiement qu'elle a créés. Cet espoir ne s'est pas réalisé. De nouveaux afflux de fonds venant de l'étranger ont manifestement compensé les exportations de capitaux, de sorte que la Banque nationale n'a pas été en mesure d'intervenir sur le marché en vendant des dollars. Depuis le 16 août 1971, les banques doivent veiller à ce que les débiteurs étrangers convertissent en monnaie étrangère le produit des exportations autorisées de capitaux libellés en francs suisses. Cette obligation a été renforcée le 14 fé-

vrier 1972. Les banques requérantes ont été astreintes à convertir en dollars à la Banque nationale, au cours officiel de vente de 3,9265, 25 % au minimum du montant en francs des emprunts soumis à autorisation, des reconnaissances de dette à moyen terme (notes) ou des crédits accordés à des débiteurs étrangers. Dès le 1er mai 1972, la part convertible à la Banque nationale a été portée à 40 %, tandis que le cours appliqué a été ramené à 3,88. De la mi-février à la fin du mois de mai, les réserves de devises et partant les moyens de paiement créés par l'institut d'émission ont diminué ainsi de 600 millions de francs.

Jusqu'à la fin de l'année, l'abondance excessive de fonds ne causait encore aucune inquiétude, car les forces expansionnistes intérieures s'étaient relâchées graduellement au cours de l'année 1971, et les événements monétaires internationaux du mois d'août avaient suscité en maints endroits la crainte d'une récession. Lorsque le climat conjoncturel a commencé de changer, en Suisse comme à l'étranger, au cours des premiers mois de l'année, le problème de la liquidité excédentaire s'est posé sous un jour nouveau. La Direction générale de la Banque nationale a estimé que la liquidité excédentaire du système bancaire atteignait 4 à 5 milliards de francs à la fin du mois de mars. En raison de cette nouvelle situation, les seules exportations de capitaux n'ont plus suffi à absorber des fonds. L'approvisionnement toujours excessif en argent et en capitaux menaçait de stimuler de façon insupportable les tendances expansionnistes qui se ranimaient. Il fallait tenir compte aussi du fait que la limitation de l'expansion du crédit arrivait à terme à la fin du mois de juillet 1972. Les promesses de crédit, en particulier de crédit de construction, ont augmenté dès le troisième trimestre de 1971 à un rythme jamais atteint jusqu'ici. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les taux d'accroissement des promesses de crédit en Suisse se sont élevés à 70 % au troisième trimestre et à 76 % au quatrième; ils ont été de 95 % et 93 % respectivement pour les promesses de crédit de construction seulement.

C'est pourquoi la Direction générale a proposé à l'Association suisse des banquiers, au début du mois d'avril, des mesures supplémentaires pour réduire la liquidité excédentaire. Il a été convenu de neutraliser une part importante de l'excédent des moyens de paiement créés par l'institut d'émission en prélevant des avoirs minimaux. A cet effet, les dispositions de la convention-cadre du 1er septembre 1969 relatives aux avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements en Suisse ont été mises en vigueur, car les afflux de fonds avaient gonflé également de façon inhabituelle, les engagements en Suisse. Les banques ont dû verser, pour la première fois à la fin du mois d'avril, des avoirs minimaux sur l'accroissement de ces engage-

ments depuis le 31 juillet 1971. Les taux appliqués se sont élevés à la moitié des taux maximaux prévus dans la convention. Jusqu'ici, les fonds ainsi neutralisés ont atteint un montant de 1,1 milliard de francs en chiffre rond.

En outre, les parties se sont mises d'accord pour renforcer l'efficacité de la convention du 16 août 1971 concernant les avoirs minimaux extraordinaires sur l'accroissement des fonds étrangers en interprétant certaines de ses dispositions de façon plus restrictive. Comme de larges possibilités de compensation avaient été prévues, cette réglementation n'avait pas atteint son but. La nouvelle interprétation a permis d'éponger, à la fin du mois d'avril 1972, 1,3 milliard de francs en chiffre rond. Au cours du mois de mai, le montant des avoirs minimaux sur l'accroissement des fonds étrangers a diminué de 790 millions de francs en chiffre rond, ensuite des achats de dollars que certaines banques ont faits à la Banque nationale. Comme ces achats se sont traduits par une diminution des moyens de paiement créés par l'institut d'émission, qui a compensé la baisse des avoirs minimaux, l'objectif des mesures en vigueur n'en a pas souffert. Les avoirs minimaux sur l'accroissement des engagements tant en Suisse qu'envers l'étranger ont réduit, jusqu'ici, la liquidité bancaire de 2,5 milliards de francs en chiffre rond. Compte tenu des conversions en dollars, auxquelles sont soumises les exportations autorisées de capitaux, et de la nouvelle augmentation des billets en circulation, la liquidité devrait fortement diminuer jusqu'au milieu de l'année. Ces mesures ne contribuent toutefois qu'à freiner un surcroît d'expansion qui pourrait naître du secteur monétaire. Elles ne suffisent nullement à endiguer efficacement une nouvelle expansion conjoncturelle.

L'excédent de liquidité et sa réduction apparaissent dans l'évolution des avoirs en comptes de virements à la Banque nationale, qui appartiennent surtout aux banques. Au début du mois d'août 1971, ces avoirs se montaient à 4 milliards de francs en chiffre rond. A la mi-août, ils atteignaient près de 13 milliards de francs, dont 5,6 milliards ont été neutralisés pour une courte période. Depuis le premier versement d'avoirs minimaux extraordinaires, les avoirs en comptes de virements ont varié entre 10 et 11 milliards de francs jusqu'à la fin d'avril 1972. En raison, principalement, de la nouvelle réglementation des avoirs minimaux, ils sont tombés à 7,6 milliards de francs à la fin du mois d'avril et à 5,9 milliards à la fin du mois de mai. Il va de soi que l'extraordinaire liquidité des banques ne les a guère amenées à recourir au crédit de l'institut d'émission. Tant à l'échéance annuelle qu'à la première échéance trimestrielle, les établissements bancaires n'ont conclu aucune opération swap avec la Banque nationale. Même après le versement des avoirs minimaux, l'encaisse des banques est restée assez im-

portante pour les dispenser de recourir dans une mesure notable, à la fin des mois d'avril et de mai, au crédit de l'institut d'émission.

L'extension des bilans bancaires s'est un peu ralentie au premier trimestre de cette année; ils ont augmenté de 3,8 %, contre 5,8% au premier trimestre de 1971 et 5,1 % au quatrième trimestre de 1971. A l'actif, le volume des crédits a suivi une évolution semblable. Cependant, les enquêtes particulières sur le développement des crédits utilisés en Suisse révèlent une hausse constante au cours des trois premiers mois; les taux d'accroissement se sont situés entre 7,5 et 8 % par rapport aux mois correspondants de l'année précédente et ont dépassé quelque peu les taux enregistrés en 1971. Au passif, les créanciers à terme ont diminué de façon extraordinaire, tandis que l'augmentation des dépôts d'épargne et des obligations de caisse a doublé pratiquement par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Un décalage manifeste est apparu, tant à l'actif qu'au passif, dans les comptes fiduciaires, qui ont fortement diminué. Cette baisse est due, en partie, à la nouvelle manière de comptabiliser ces opérations. Les avoirs en banque (plus de 100 % de l'accroissement du total des bilans), à l'actif, et les engagements en banque (70 % en chiffre rond de l'accroissement du total des bilans), au passif, ont connu de nouveau l'expansion de loin la plus importante, en montants absolus. Cette évolution montre que les relations de nos banques avec l'étranger ont continué de se développer vigoureusement au cours des mois passés.

Les informations détaillées que les banques remettent en vertu de la convention concernant les avoirs minimaux extraordinaires et la rémunération des fonds étrangers permettent de mieux apprécier qu'auparavant l'étendue des relations internationales des banques suisses. Comme elles contiennent également toutes les opérations fiduciaires avec l'étranger, qui n'apparaissent autrefois que partiellement dans les bilans, ces données ne peuvent plus être comparées à celles qui les ont précédées. A la fin de décembre, les avoirs à l'étranger atteignaient 94,9 milliards de francs, dont 36 milliards en opérations fiduciaires, et les engagements envers l'étranger 82,5 milliards, dont 32,7 milliards en opérations fiduciaires. Ces chiffres sont proches du niveau atteint l'an dernier par le produit national brut, soit 100,8 milliards de francs. Il est évident que l'insécurité monétaire de 1971 a renforcé nettement la tendance des étrangers à placer des fonds en francs suisses. Des enquêtes spéciales ont révélé que des banques centrales et des instituts monétaires étrangers recherchaient également le franc suisse qui, de ce fait, est utilisé largement comme monnaie de réserve. C'est une source d'inquiétude, qui a amené la Direction générale à entreprendre des démarches pour contrecarrer cette évolution.

Au début de l'année, l'abondance extraordinaire de fonds a provoqué d'abord une baisse massive des taux d'intérêt. Les grandes banques ont ramené les taux des dépôts à trois mois de $1\frac{1}{2}\%$ à $\frac{1}{2}\%$ au début du mois de février. Dans 12 banques cantonales, les taux des dépôts d'épargne ont passé de $4,25\%$ en moyenne, à la fin de 1971, à $4,15\%$ au mois de février, ceux des obligations de caisse, de $5,18\%$ à $4,70\%$. Les taux hypothécaires aussi, ont diminué légèrement. De la fin de 1971 à la fin du mois de février 1972, le rendement moyen de onze emprunts de la Confédération a baissé de $4,99\%$ à $4,60\%$, et celui des obligations cantonales, de $5,17\%$ à $4,77\%$. En mars et en avril, la liquidité a diminué, et quelques taux ont commencé à se redresser légèrement. Peu avant la mi-avril, les grandes banques ont porté de nouveau les taux des dépôts à trois mois de $\frac{1}{2}\%$ à $1\frac{1}{2}\%$. Le rendement des obligations de la Confédération est monté progressivement à $4,77\%$ à la fin du mois de mars, à $4,94\%$ à la fin du mois d'avril, pour atteindre, au début du mois de mai, son niveau le plus élevé de $4,99\%$. Le rendement des obligations cantonales a suivi une évolution semblable.

Les fonds en quête de placement étaient extraordinairement abondants, ce qui a permis d'accroître fortement les emprunts sur le marché des capitaux. Au cours des cinq premiers mois de l'année, la mise à contribution nette par des émissions publiques, déduction faite des conversions et des remboursements, a atteint 3 307 millions de francs, soit 890 millions, ou 37% , de plus que durant la période correspondante de l'année précédente. Les prélèvements nets se sont chiffrés à 1 860 millions de francs pour les obligations suisses, contre 1 589 millions l'année précédente, à 1 043 millions pour les emprunts étrangers, contre 395 millions, et à 404 millions pour les émissions d'actions suisses, contre 433 millions. Malgré la forte extension du volume des émissions, les souscriptions ont dépassé très largement, parfois, les montants offerts. En avril, la neutralisation de fonds par les avoirs minimaux a freiné quelque peu cette évolution. La hausse du rendement des obligations a sans doute éveillé l'espoir d'une amélioration des conditions en faveur des souscripteurs, ce qui a incité ces derniers à faire preuve momentanément d'une certaine retenue. Quelques emprunts, dont un emprunt de la Confédération, en avril, n'ont plus été entièrement souscrits. Cependant, au cours des dernières semaines, les nouveaux emprunts ont pu être placés sans peine, après une légère adaptation des conditions d'émission.