

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 22 juin 1973

L'évolution de l'économie mondiale

Au cours des premiers mois de cette année, l'expansion conjoncturelle s'est renforcée dans presque tous les pays industrialisés importants. Les troubles sérieux qui, au début de l'année, ont ébranlé les relations monétaires internationales et entraîné de nouvelles modifications considérables des cours de change n'ont guère ralenti cette expansion. L'augmentation de la demande, que les gouvernements de différents pays ont provoquée, il y a quelque temps, afin de résorber le chômage et de s'opposer à la récession, commence à dépasser, ici ou là, la capacité de l'économie. La poussée des prix s'est accélérée. Ces derniers mois, elle a atteint aussi les Etats-Unis où, l'an dernier, elle avait pu être enrayée. L'expansion conjoncturelle qui, pour la première fois depuis le début des années cinquante, s'étend simultanément à toutes les économies importantes, ainsi qu'à la plupart des marchés de matières premières, menace d'attiser encore la forte tendance inflationniste.

Le Secrétariat de l'OCDE estime que, sur une base annuelle, le produit national brut réel des vingt-trois Etats membres de l'Organisation aura augmenté de près de 7 % au premier semestre. Or le taux d'accroissement de 5,7 % atteint l'an dernier était déjà le plus élevé depuis 1955. L'expansion conjoncturelle de toutes les économies importantes se reflète dans les montants record des échanges internationaux. Le Secrétariat de l'OCDE compte que l'augmentation des importations exprimée en volume atteindra 13 % en 1973, contre 10 % en 1972, et que l'accroissement des importations exprimé en droits de tirage spéciaux s'élèvera à 18 %, contre 12 % en 1972.

L'expansion accélérée, qui avait d'abord porté principalement sur la consommation privée, la construction de logements et les dépenses des pouvoirs publics, a atteint de plus en plus, au cours des derniers mois, les investissements des entreprises. Dans quelques pays qui jouent un rôle important dans l'économie mondiale, notamment aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et au Japon, la demande en croissance rapide a déjà absorbé largement les facteurs de production disponibles. Dans certains

Etats, le chômage a fortement diminué. En Europe, le recours au marché du travail tend de nouveau, dans quelques pays, à dépasser notablement la capacité de ce marché.

L'ampleur qu'a prise récemment la hausse mondiale des prix constitue, à n'en pas douter, l'un des problèmes cruciaux de tous les pays industrialisés. En Europe et au Japon, le taux de renchérissement annuel a atteint, dans les derniers mois, entre 7 et 9 %. Les Etats-Unis, qui étaient parvenus l'an dernier à maintenir la hausse des prix à 3,5 % en chiffre rond, soit à peu près à la moitié du taux enregistré par leurs principaux concurrents, ont rattrapé dans une large mesure, au cours des derniers mois, la hausse des prix des autres pays.

La hausse extraordinaire des prix des denrées alimentaires est la cause principale du développement rapide du renchérissement en Amérique et dans quelques autres pays. Les mauvaises récoltes de 1972 dans de vastes régions du monde ont entraîné une hausse parfois spectaculaire des prix des denrées alimentaires. Cette évolution a coïncidé avec une forte tendance à reconstituer les stocks de matières premières agricoles telles que la laine, mais aussi d'autres matières premières importantes. Dans la plupart des pays industrialisés, les stocks avaient été réduits à un minimum au cours des années passées. La spéculation qui accompagne en général ce réapprovisionnement cyclique a accru considérablement la demande. La hausse des prix des produits alimentaires s'est déjà répercutée sur l'indice des prix à la consommation. Ce n'est pas encore le cas pour d'autres produits, tels la viande et les textiles. La hausse de nombreux prix du commerce mondial renforce les tendances internes à la hausse. En raison de cette hausse internationale des prix de denrées alimentaires et de matières premières importantes, complétée encore par un nouveau renchérissement du pétrole, on ne saurait espérer que les mesures prises ces derniers temps dans divers pays pour enrayer le renchérissement donnent des résultats rapides. La dépréciation que l'évolution récente des marchés des changes a causé aux monnaies de certains pays pourrait accélérer, durant quelque temps, la hausse des prix dans ces pays. Comme les modifications de cours se sont produites alors que la demande était en expansion dans le monde, les exportateurs des pays dont la monnaie s'est appréciée ont pu reporter plus facilement les différences de cours sur leurs prix. La conjoncture évoluant presque parallèlement dans tous les pays d'une certaine importance économique, les poussées expansionnistes se renforcent réciproquement au sein de leurs économies. Du même coup, la concurrence internationale perd beaucoup de son efficacité comme frein à la hausse des prix.

Cette évolution suscite dans le public un malaise croissant. Elle incite à se préserver de l'amenuisement du pouvoir d'achat et affaiblit le goût de l'épargne, comme le révèle la régression des taux de l'épargne dans des pays tels que la République fédérale d'Allemagne. En même temps, une insécurité croissante se fait sentir dans l'économie. Preuve en soit la forte baisse des cours en bourse survenue aux Etats-Unis, en dépit de l'accroissement des entrées de commandes et des bénéfices des entreprises.

Devant l'ampleur et l'intensité qu'a prise l'expansion internationale, des mesures énergiques et concertées pour modérer la conjoncture s'imposent dans les principaux pays industrialisés. Jusqu'ici, des pays tels que les Etats-Unis et le Japon se sont bornés, pour l'essentiel, à rapporter graduellement les mesures qu'ils avaient prises pour relancer l'activité économique et réduire le chômage, et à agir d'abord dans le secteur monétaire uniquement pour ralentir l'évolution. La France également a adopté une politique monétaire plus restrictive. Jusqu'à maintenant, seule la République fédérale d'Allemagne a préparé un programme étendu de modération conjoncturelle qui prévoit, outre une action monétaire, des mesures de politique financière. En raison de la situation particulière dans laquelle se trouvent l'Italie et la Grande-Bretagne, la politique de ces pays est encore axée principalement sur l'expansion. Il paraît difficile de continuer à freiner la hausse des coûts et des prix par des mesures qui agissent directement sur les revenus, si on ne s'oppose pas, en même temps, plus énergiquement et plus efficacement à l'expansion de la demande. L'inflation par la demande a tendance à relayer de plus en plus l'inflation par les coûts.

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

Aux Etats-Unis l'expansion qui avait débuté il y a un an s'est poursuivie et a gagné toute l'économie. Dans l'industrie, le degré d'utilisation des facteurs de production est monté fortement. Le chômage a décru nettement et ne doit pas être très éloigné de son niveau minimal. Après une expansion rapide de la consommation privée - les achats de biens durables de consommation, telles les automobiles, ont fortement progressé -, l'investissement privé est en train d'augmenter aussi sensiblement. Au premier trimestre, les bénéfices des entreprises se sont accrus considérablement. Dans la construction de logements, l'expansion a un peu fléchi, mais le niveau de la production demeure élevé. La hausse des prix s'est accélérée dans les premiers mois de l'année. Elle a touché surtout les denrées alimentaires. Le renchérissement considérable de la viande a d'abord conduit le gouvernement à réintroduire, du moins pour la viande

vendue au détail, le blocage des prix qui avait été rapporté en janvier. A la fin de ce mois, soit à l'expiration de la deuxième phase de contrôle des prix, le contrôle introduit au mois d'août 1971 avait fait place à une surveillance moins rigoureuse. Entre temps, le président a décrété, pour une durée de deux mois, un nouveau blocage général des prix. Le gouvernement s'est efforcé d'obtenir du Congrès une limitation ferme des dépenses de l'Etat, afin de restreindre leur effet expansionniste. De leur côté, les autorités monétaires ont ralenti graduellement, au cours des derniers mois, la croissance de l'approvisionnement en argent et en crédit. Elles se sont efforcées, en même temps, de contenir dans certaines limites les taux d'intérêt qui, avec les prix et les salaires, sont soumis à un contrôle officiel. Néanmoins, les taux ont augmenté sensiblement au cours des derniers mois.

Les mesures énergiques prises l'an dernier par le gouvernement britannique afin de stimuler la croissance économique ont entraîné un vigoureux accroissement, non seulement des dépenses publiques, mais aussi de la consommation privée. Par contre, l'investissement privé, ainsi que l'exportation, ont relativement peu augmenté. Dans ces deux secteurs, une certaine relance ne s'est esquissée que récemment. Le chômage a diminué fortement au cours des derniers mois, tandis que le nombre des places vacantes s'est accru considérablement. La forte augmentation de la demande intérieure a entraîné une progression vigoureuse de l'importation.

Le blocage des salaires et des prix que le gouvernement a décrété au mois de novembre et qui a fortement ralenti la hausse a fait place, au début du mois d'avril, à une réglementation plus souple, dont la durée expire en principe cet automne. La politique du gouvernement, qui vise un taux de croissance réelle de 5 % dans l'année en cours, demeure axée sur l'expansion. L'approvisionnement en argent et en crédit s'est accru ces derniers mois dans des proportions extraordinaires. En Grande-Bretagne comme aux Etats-Unis, les facteurs de production pourraient bientôt ne plus suffire à l'expansion de la demande.

En République fédérale d'Allemagne, une vigoureuse expansion conjoncturelle, qui prend de plus en plus d'ampleur, s'est produite ces derniers mois. Malgré l'insécurité des changes et la hausse considérable du cours du mark, la demande étrangère a augmenté fortement. La demande paraît atteindre la limite des facteurs de production disponibles. Les délais de livraison se sont déjà allongés sensiblement. En raison de cette évolution, la demande d'investissement s'est accrue fortement ces derniers temps. Le marché de l'emploi présente les symptômes d'une tension croissante. Le nombre des places vacantes est monté en flèche, tandis que le taux de chômage est descendu au-dessous de 1 %.

Sous l'effet de la surchauffe croissante, la hausse des prix s'est accélérée. Au mois d'avril, l'indice des prix à la consommation dépassait de 7,5 % le niveau atteint un an auparavant. Le taux de renchérissement moyen avait encore été de 5,8 % durant l'année 1972, et de 5,2 % durant l'année 1971. Le fait que l'épargne ait régressé sensiblement malgré la hausse vigoureuse des revenus inquiète les autorités allemandes, car elles y voient le signe d'une mentalité inflationniste croissante.

Au début du mois de mai, le gouvernement a soumis au parlement toute une série de mesures destinées à endiguer l'expansion de la demande et la hausse des prix; elles doivent compléter un programme de stabilisation présenté dès la mi-février. Ce programme consistait essentiellement à émettre un emprunt d'Etat pour absorber des fonds. Outre l'émission d'autres emprunts de stabilisation, les nouvelles mesures entraîneront la perception d'un impôt supplémentaire, limité à un an, sur le revenu des classes supérieures et sur les sociétés. Les dispositions relatives aux amortissements fiscaux doivent contrecarrer la tendance croissante à investir. Afin de réduire les dépenses des pouvoirs publics, on a prévu de différer la réalisation de 10 % des projets exécutés conjointement par l'Etat central et par les Länder, et de réduire les crédits demandés par tout le secteur public. De son côté, la Banque fédérale accentue graduellement sa politique monétaire restrictive en majorant ses taux d'escompte, d'avances sur nantissement et de vente de papiers monétaires sur le marché ouvert; elle a renforcé d'autre part les mesures de change destinées à éviter de nouveaux afflux de fonds étrangers.

En France, la croissance de l'économie s'est accélérée également. Au premier trimestre, la production industrielle s'est accrue à un taux annuel de 8 % en chiffre rond. La demande globale a progressé plus rapidement que les facteurs de production. Ce sont en particulier la consommation privée et la demande étrangère qui ont déclenché l'expansion. Le chômage a fortement diminué depuis l'automne 1972. La hausse des prix s'est poursuivie sans fléchir. Grâce à la réduction ou à la suppression provisoire de la taxe à la valeur ajoutée sur quelques biens de consommation importants, le renchérissement s'est cependant répercuté moins fortement, dans les derniers mois, sur l'indice du coût de la vie. Dans sa lutte contre l'inflation, le gouvernement a mis l'accent sur la politique monétaire, notamment en limitant l'accroissement des crédits bancaires.

Après avoir fléchi pendant près de trois ans, l'activité économique a commencé de reprendre en Italie. La croissance a porté non seulement sur l'exportation, qui était déjà forte ces dernières années et que la dépréciation de la lire a accélérée,

mais aussi sur une consommation stimulée par des majorations considérables de salaires. Simultanément, l'importation a augmenté. La construction de logements a ensuite repris, tandis que la diminution de l'investissement privé a cessé. L'économie italienne dispose encore d'importantes ressources inutilisées, en particulier sur le marché de l'emploi. Néanmoins, les prix ont augmenté fortement. Au mois de février, l'indice des prix à la consommation dépassait de 8,8 % le niveau de l'année précédente. Jusqu'à maintenant, la politique du gouvernement et de la banque centrale est demeurée axée sur l'expansion.

Les autres pays industrialisés d'Europe ont connu également un essor accéléré. La croissance de la demande étrangère s'est étendue progressivement à la demande intérieure. Le chômage relativement élevé qui avait sévi aux Pays-Bas l'an dernier s'est fortement réduit. En Belgique et en Autriche, l'économie s'est rapprochée d'un état de surchauffe aiguë et la mise à contribution des facteurs de production est devenue excessive.

Au Canada, la forte expansion économique des dernières années s'est poursuivie sans relâche. Dans certains secteurs, l'extension de la demande a commencé à dépasser la capacité de l'appareil de production. Cependant, le taux de chômage est resté relativement élevé, car la population active a continué de s'accroître dans des proportions extraordinaires. Comme aux Etats-Unis, le renchérissement s'est accentué considérablement dans les derniers mois, en raison surtout de la forte hausse des prix des denrées alimentaires. Au mois de mars, l'indice des prix à la consommation dépassait d'un peu plus de 6 % le niveau atteint un an auparavant.

Les efforts du gouvernement japonais pour surmonter la récession survenue en 1971 ont abouti, au second semestre de 1972, à une relance rapide de l'activité économique. Les premiers signes de surchauffe sont apparus dans les premiers mois de cette année. L'exportation, qui battait son plein même pendant le fléchissement conjoncturel, et qui avait suscité des craintes en raison des forts excédents de la balance commerciale qui en étaient résultés, a continué de progresser vigoureusement. Un accroissement important de la consommation privée a suivi. Enfin, l'investissement industriel a augmenté aussi fortement, la capacité de l'appareil de production ne suffisant plus à l'expansion. Ces derniers mois, la constitution des stocks s'est accrue de façon exceptionnelle après que les autorités eurent provoqué l'établissement de conditions de crédit particulièrement favorables pour les achats à l'étranger. L'accumulation des stocks a contribué dans une mesure appréciable à la hausse extraordinaire des prix des matières premières. Alertées par les signes de surchauffe qui se manifestaient - le taux d'accroissement annuel de l'indice des

prix à la consommation est monté à 7 % au début de 1973 - les autorités japonaises ont adopté au début de cette année une politique plus restrictive, dont l'accent principal porte sur les mesures monétaires. Par ailleurs, elles escomptent que l'appréciation du yen survenue depuis le début de février exercera un effet modérateur sur la conjoncture.

La situation monétaire internationale

Dans les premiers mois de l'année, une nouvelle crise a ébranlé les relations monétaires internationales. Si la position du dollar s'était consolidée sur les marchés internationaux des changes au second semestre de l'an passé, cette situation a changé avec une soudaineté surprenante entre la fin du mois de janvier et le début du mois de février 1973.

Dans la seconde quinzaine de janvier, la décision de scinder son marché des changes qu'a prise l'Italie, désireuse d'entraver la fuite de ses capitaux à l'étranger, a jeté le trouble sur les marchés internationaux. Elle a déclenché d'importants mouvements de capitaux, qui se sont dirigés principalement vers la Suisse et y ont provoqué un afflux de dollars à la banque centrale. Vu la surchauffe de la conjoncture et l'excédent des disponibilités qui existait déjà, la Banque nationale a été obligée de suspendre le 23 janvier, d'entente avec le Conseil fédéral, ses achats de devises, en espérant que la situation ne tarderait pas à s'apaiser.

Toutefois, avant même que la nervosité ait pu se dissiper sur les marchés des changes, de nouveaux événements ont accentué le trouble et ébranlé de nouveau gravement la confiance dans le dollar, qui venait à peine de se rétablir. La publication de la balance commerciale et de la balance des revenus américaines en 1972, dont ressortait une dégradation considérable de la situation, a fait une forte impression sur le public et sur les marchés des changes. En même temps, les besoins des Etats-Unis en produits énergétiques importés, qui devraient augmenter considérablement ces prochaines années, ont renforcé l'inquiétude. La suppression du contrôle des salaires et des prix et son remplacement par un système de surveillance moins rigoureux a suscité chez certains la crainte de voir le renchérissement s'accroître et compromettre l'amélioration indispensable de la position concurrentielle des Etats-Unis. Enfin, la réapparition de rumeurs selon lesquelles les Etats membres des Communautés européennes envisageraient de laisser flotter conjointement leurs monnaies par rapport au dollar a encore accentué l'insécurité.

Ce concours de circonstances a déclenché une véritable fuite devant le dollar. La crise de confiance paraît avoir atteint surtout les milieux américains. La majeure partie des dollars qui, aux mois de février et de mars, ont afflué vers les banques centrales de quelques pays européens et du Japon, provenait des Etats-Unis. Comme la majorité des pays européens avaient renforcé leurs mesures défensives ou laissé flotter leur monnaie, le flux de dollars s'est dirigé principalement vers la République fédérale d'Allemagne, où l'ampleur qu'il a prise a obligé les autorités monétaires à suspendre leurs achats de soutien et à fermer les marchés officiels des changes.

A la suite d'entretiens monétaires tenus en cercle très restreint, le gouvernement américain a fait connaître, le 12 février, sa décision de dévaluer le dollar de 10 %. La nouvelle parité a été fixée en droits de tirage spéciaux, et non plus directement en or. Cette mesure n'a rétabli que pour peu de temps le calme sur les marchés des changes. Alors qu'elle avait pu d'abord revendre une partie des dollars qu'elle venait d'acquérir, la Banque fédérale d'Allemagne a dû acheter, déjà après un peu plus d'une semaine, d'importantes quantités de dollars, pour maintenir le nouveau cours d'intervention. Une fois de plus, ces achats ont pris rapidement une telle ampleur que les autorités allemandes ont dû, le 2 mars, suspendre leurs achats de soutien et le commerce de devises sur les marchés officiels. Lors des conférences monétaires qui ont eu lieu, durant la première quinzaine du mois de mars, dans le cadre du Groupe des Dix étendu aux nouveaux membres des Communautés européennes et dans le cadre des Communautés elles-mêmes, six des neuf Etats membres des Communautés ont décidé de maintenir le cours des monnaies de leurs cinq partenaires dans la marge antérieure de fluctuation de $\pm 2 \frac{1}{4} \%$, soit à l'intérieur du fameux serpent, mais de laisser flotter conjointement le cours du dollar, ainsi que celui des devises d'autres pays tiers. Au préalable, la République fédérale d'Allemagne avait encore réévalué sa monnaie de 3 % par rapport à celle de ses cinq partenaires. Les trois autres membres des Communautés - l'Italie, la Grande-Bretagne et l'Irlande - ont préféré continuer de laisser flotter individuellement leur monnaie par rapport à toutes les autres, y compris celles de leurs partenaires des Communautés. En revanche, la Norvège et la Suède se sont ralliées, par des conventions bilatérales, au flottement concerté des Six. Ainsi, la plupart des pays industrialisés laissent flotter, sur leurs marchés des changes, le cours du dollar et celui des monnaies qui lui sont rattachées.

Après le passage au flottement concerté, le cours du dollar par rapport aux monnaies européennes s'est adapté au niveau déterminé par la dévaluation. Le calme est revenu sur les marchés

des changes. Le trafic international des paiements a paru s'adapter relativement vite aux nouvelles circonstances. Au mois d'avril et dans la première moitié de mai, les cours de change sont restés remarquablement stables. Cependant, certaines tendances négatives de l'économie américaine, telles l'accélération de l'inflation et la forte baisse des cours en bourse, ainsi que des difficultés de politique intérieure ont porté, à la mi-mai, un nouveau coup à la confiance dans le dollar. En même temps, l'expansion des exportations qui s'annonçait en Allemagne a obligé le gouvernement à prendre d'amples mesures de stabilisation. Le cours du dollar dans les principales monnaies d'Europe a baissé de 3 à 5 %, pour descendre encore d'environ 1 % par la suite. La perte de confiance dans le dollar a provoqué une hausse du prix de l'or d'une ampleur extraordinaire. Le prix de l'once est monté, par moments, au-dessus de 120 dollars.

Si la crise monétaire des mois de février et de mars ne peut en définitive s'expliquer que comme une réaction psychologique en chaîne dépassant de loin les modifications économiques effectives, cette constatation caractérise encore bien davantage l'évolution depuis la seconde quinzaine de mai. Divers milieux internationaux avaient fait remarquer à plusieurs reprises que les balances américaines du commerce et des revenus n'allaient pas s'améliorer dès la dévaluation du dollar, mais qu'elles accuseraient d'abord un déficit encore plus élevé, en raison de la détérioration des termes de l'échange, et qu'on ne pouvait donc s'attendre, avant deux ou trois ans, à un effet positif de la dévaluation. L'enchaînement des événements monétaires au cours de ces dernières années semble avoir rendu les marchés beaucoup plus sensibles. Il est certain, d'autre part, que la plus grande souplesse inhérente au flottement a accru l'insécurité sur les marchés des changes qui, de ce fait, sont beaucoup plus exposés que jadis à l'influence de mouvements émotionnels, de craintes et de rumeurs. Ces mouvements émotionnels peuvent cependant entraîner des modifications de cours allant bien au-delà du point d'équilibre entre les coûts et prix des différentes nations.

L'évolution des balances des paiements montre que les facteurs économiques dont l'importance est déterminante ne se sont nullement dégradés. Certaines tendances observées ces derniers mois laissent même présager un meilleur équilibre international. Tel est le cas, en particulier, des balances américaines du commerce et des revenus. Certes, le déficit de la balance commerciale des Etats-Unis a passé de 2,7 milliards de dollars en 1971 à 6,4 milliards l'an dernier. Toutefois, les premiers effets de la dévaluation convenue au mois de décembre 1971 ont déjà commencé à se faire sentir au second semestre de 1972.

En considérant le volume du commerce extérieur seulement, le Secrétariat de l'OCDE a constaté que la balance américaine du commerce s'était améliorée en 1972 de 1 milliard de dollars en chiffre rond. L'évolution défavorable des prix qui est résultée de la dévaluation du dollar, en particulier le renchérissement des importations, a pesé cependant beaucoup plus lourd, puisqu'elle a eu un effet négatif de 2 milliards de dollars en chiffre rond. En augmentant de 1 milliard de dollars en chiffre rond, l'importation de pétrole a aussi contribué à l'accroissement du déficit. Enfin, l'expansion conjoncturelle et son influence stimulante sur l'importation a agi dans le même sens. Durant les premiers mois de l'année en cours, l'évolution favorable du commerce extérieur s'est manifestée encore un peu plus nettement. Tandis que l'augmentation de l'importation tendait à fléchir, la courbe de l'exportation est nettement montée. Au mois d'avril, la balance commerciale s'est soldée par le premier excédent depuis 1971. Sans doute ce résultat était-il dû en partie à des facteurs spéciaux, telle l'exportation de produits agricoles dans les pays de l'Est. Il n'en demeure pas moins que l'exportation de produits industriels a progressé vigoureusement au cours des derniers mois, comme celle de produits agricoles. La nouvelle dévaluation du dollar effectuée au mois de février a encore amélioré la position concurrentielle des Etats-Unis, même si l'on doit s'attendre d'abord à un effet négatif sur les termes de l'échange. Malgré cet effet initial, le déficit de la balance du commerce et de la balance des revenus devrait être plus faible en 1973 qu'en 1972.

La perte de confiance qu'a subie le dollar, en particulier aux Etats-Unis mêmes, a eu pour conséquence que les fonds ont reflué massivement de ce pays. Ainsi, la balance américaine des paiements s'est soldée au premier trimestre par un déficit de 10 milliards de dollars, équivalent à peu près à celui de toute l'année 1972. Sur ces 10 milliards de dollars, environ 7 milliards résultent de mouvements de capitaux à court terme, et 2 milliards proviennent du déficit de la balance des revenus.

Si la balance des revenus des Etats-Unis a accusé en 1972 un déficit de 8 milliards de dollars en chiffre rond, celle du Japon s'est soldée par un excédent de 6,7 milliards de dollars, et celles des Communautés élargies, par un surplus de 5,9 milliards de dollars. L'Italie a contribué à l'excédent communautaire pour 2,3 milliards de dollars, la Belgique, pour 1,3 milliard, la France, pour 1,2 milliard et les Pays-Bas, pour 1,1 milliard. Pour 1973, on s'attend à un déficit un peu plus faible aux Etats-Unis, à un excédent à peu près aussi élevé au Japon et, en raison surtout d'une détérioration sensible de la balance britannique des revenus, à une légère réduction de

l'excédent des Communautés élargies. Ainsi, dans l'année en cours, le déséquilibre fondamental des paiements entre les principaux pays industrialisés paraît ne devoir se corriger que dans une mesure relativement modeste. Cependant, on ignore encore quel sera l'effet sur les échanges internationaux des derniers développements monétaires et des nouvelles modifications des changes qui en résultent.

Les événements monétaires des derniers mois ont évidemment marqué les pourparlers de réforme qui ont eu lieu au sein du Groupe des Vingt. Lors de la réunion ministérielle que le Groupe des Vingt a tenue à Washington les 26 et 27 mars, pour la première fois depuis la séance initiale du mois de septembre, les ministres ont demandé à leurs suppléants, qui sont chargés des travaux proprement dits, d'en accélérer le cours en raison de la situation monétaire critique. A cette fin, ils ont autorisé le président des suppléants et ses quatre adjoints à rédiger un rapport, en usant au besoin des compétences dévolues aux membres mêmes du Groupe des Vingt. Les ministres ont relevé que la réforme devrait se faire sur la base de cours de change stables, mais adaptables. Le rapport du président des suppléants, qui rendra compte des propositions fondamentales de réforme, doit être soumis aux Gouverneurs du Fonds monétaire international lors de la prochaine assemblée, qui aura lieu à Nairobi.

Jusqu'à maintenant, les travaux des suppléants paraissent s'être concentrés principalement sur le processus d'adaptation devant assurer l'équilibre des balances des paiements, et sur un contrôle plus efficace des mouvements perturbateurs de fonds. Deux groupes de travail ont été constitués pour étudier ces problèmes. Certaines divergences de vues paraissent subsister en ce qui concerne le processus d'adaptation: faut-il, pour rétablir l'équilibre des balances des paiements, agir de façon plus ou moins mécanique sur la base d'indicateurs déterminés, ou faut-il se fonder sur les recommandations qui seraient élaborées dans un système de consultations intensifiées? On ne sait pas encore non plus s'il convient d'envisager des sanctions pour assurer l'exécution des mesures à prendre. Une question connexe consiste à savoir comment, désormais, les pays à monnaie-clé devront compenser le déficit de leur balance des paiements, c'est-à-dire de quelle façon les monnaies-clé pourront être utilisées à cette fin. Il s'agit également de chercher une solution en vue de consolider une partie des réserves de devises considérables qui se sont accumulées au cours des dernières années. Pour un meilleur contrôle des mouvements perturbateurs de fonds, le marché des euro-devises et l'influence qu'il exerce présentent une importance fondamentale.

Outre ces deux principaux types de questions, il semble que les suppléants ont traité des problèmes spéciaux relatifs aux pays en voie de développement (lien entre la création de réserves et aide au développement, ainsi que nouvelle fixation des quotes-parts des membres), et ont envisagé une nouvelle organisation du Fonds monétaire. Lors de leur dernière séance, les suppléants ont également créé un groupe de travail chargé de continuer les travaux relatifs au premier des thèmes susmentionnés.

Il faudrait encore un travail intensif et des pourparlers étendus pour élaborer jusqu'au mois de septembre les grandes lignes d'un projet de réforme. De plus, la restructuration du système monétaire international nécessite un meilleur équilibre des balances des paiements et une normalisation des relations monétaires. Légaliser la situation monétaire actuelle n'offrirait aucune base pour la création d'un système monétaire libéral et durable.

Au début du mois d'avril, les Etats membres des Communautés européennes ont confirmé la décision prise au mois d'octobre par les chefs d'Etats et de gouvernements, en signant le document instituant le Fonds européen de coopération monétaire. Ce fonds "a pour objectif de contribuer à la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire caractérisée, à son stade final, soit par la convertibilité totale et irréversible, soit par la mise en place d'une monnaie commune". Il doit, dès maintenant, "faciliter la concentration nécessaire au fonctionnement du système de change institué dans la Communauté, et le règlement des soldes résultant des interventions en monnaies communautaires". Le Luxembourg a été désigné comme siège provisoire du Fonds. La Banque des règlements internationaux a été chargée, en qualité d'agent, des tâches techniques relatives à l'exécution des opérations du Fonds.

Les événements du début de l'année ont rendu encore plus difficile la coordination monétaire au sein des Communautés. La Grande-Bretagne, qui s'était déjà retirée du système d'intervention dans les monnaies des pays membres en 1972, lorsqu'elle avait adopté les cours flexibles, et l'Italie, qui avait été dispensée d'intervenir dans les monnaies communautaires, ne se sont pas ralliées au flottement concerté, au mois de mars de cette année. Le fait qu'elles n'ont pas de changes fixes avec leurs partenaires des Communautés a suscité certains problèmes dans le marché commun agricole. En revanche, la Norvège et la Suède, qui ne sont pas membres des Communautés, se sont ralliées au flottement concerté par des conventions bilatérales, ainsi que nous l'avons indiqué. A l'intérieur du "serpent", l'ajustement réciproque des cours de change a fonctionné sans heurts au cours des mois passés, mais il a fallu procéder à maintes reprises à des interventions de soutien.

L'évolution économique en Suisse

Les forces expansionnistes engendrées par la demande se sont renforcées dans quelques secteurs importants de l'économie suisse également. Ni les mesures prises à la fin de l'année dernière pour modérer la conjoncture, ni la réévaluation de fait du franc suisse n'ont exercé encore une influence sensible sur l'activité économique. Les entrées de commandes ont repris nettement, et on estime généralement que les carnets sont bien remplis. Dans l'ensemble, la demande extérieure a augmenté au cours du premier trimestre. Toutefois, dans certaines branches, notamment dans celles des biens d'équipement, des textiles et de l'habillement, les commandes provenant de l'étranger et les carnets de commandes ont diminué légèrement. L'industrie des machines, dont la réserve de commandes, au troisième trimestre, était la plus faible des trois dernières années, est parvenue à rétablir la situation.

Les taux de croissance de la production industrielle, des exportations et, surtout, des importations sont montés au cours des cinq premiers mois. L'augmentation de la consommation privée paraît avoir un peu faibli, tandis que la croissance de la demande publique s'est intensifiée. Par rapport à l'année précédente, la tension sur le marché de l'emploi s'est encore accentuée au cours du premier trimestre. Dans certaines branches importantes, le nombre des places de travail inoccupées a augmenté fortement. En même temps, les débauchages se sont accrus et les changements de place se sont accélérés.

L'expansion continue de la demande s'est accompagnée d'un taux élevé de l'inflation. Malgré la réévaluation de fait, notre pays a subi les effets tenaces de la forte poussée des prix sur les marchés mondiaux. Les prix des biens importés sont montés très rapidement.

Les premiers signes d'une certaine modération de l'expansion conjoncturelle, consécutive aux mesures prises au mois de décembre de l'an dernier, commencent à se manifester dans le secteur de la construction; les projets de construction et les travaux du gros oeuvre, en particulier, ont diminué nettement. Cependant, un certain temps devrait s'écouler encore avant que les mesures prises ne se traduisent par un ralentissement général de l'inflation. D'une part, toutes les expériences faites jusqu'ici en Suisse comme à l'étranger montrent que le fléchissement de l'expansion conjoncturelle ne se répercute sur les prix qu'après un délai assez long. D'autre part, notre pays est exposé actuellement à une hausse extraordinaire des prix mon-

diaux que, jusqu'ici, la réévaluation de notre monnaie n'est pas parvenue à contenir. Depuis quelques mois, l'indice des prix de gros monte d'une façon inhabituelle, notamment sous l'effet des prix accrus des marchandises importées. Au cours des prochains mois, ce mouvement devrait influencer aussi l'évolution des prix des produits terminés, c'est-à-dire des biens de consommation. Il est donc nécessaire et urgent d'en tirer les conséquences et de poursuivre une politique qui vise à modérer la conjoncture.

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la valeur des exportations a augmenté, au cours des cinq premiers mois de 1973, de 15,2 %, contre 9,8 % en 1972. D'une année à l'autre, l'accroissement mensuel a été de 14,8 % au mois de janvier, de 14,5 % au mois de février, de 10 % au mois de mars, de 12,3 % au mois d'avril et de 24,4 % au mois de mai. Un peu plus de la moitié de l'augmentation enregistrée durant les trois premiers mois est imputable à la hausse des prix.

Au cours des quatre premiers mois, certains de nos principaux clients ont accru fortement leurs achats en Suisse. Le Japon les a augmentés de 37,5 %, contre 12,2 % en 1972, l'Autriche, de 17,6 %, contre 13,5 %, la France, de 15,8 %, contre 10,3 %, les Etats-Unis, de 15,6 %, contre 9,1 %, et la Grande-Bretagne, de 15,4 %, contre 9,8 %. En revanche, le taux d'accroissement de nos ventes en République fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas a été sensiblement inférieur à celui de l'année précédente; il s'est inscrit à 3,3 % et à 4 % respectivement. Durant la même période, la valeur de nos exportations dans les pays de la Communauté européenne s'est accrue de 9,6 %, dans les pays de l'AELE, de 9,2 %, en Afrique, de 8 %, et en Asie, de 23,7 %. Moins de la moitié de nos livraisons, soit 46,4 %, contre 47,7 % l'année précédente, sont allées vers la Communauté élargie, et un peu plus de deux tiers, contre 69,5 % en 1972, vers l'ensemble des pays européens. Les exportations de biens d'équipement et de montres ont particulièrement progressé. Dans l'industrie des machines et appareils, le taux d'accroissement des exportations a été de 17,3 %, dans l'industrie horlogère, de 16,4 %, dans l'industrie des textiles et de l'habillement, de 11 %, et dans l'industrie chimique, de 5,7 %. Par contre, les exportations de l'industrie des denrées alimentaires, boissons et tabacs ont diminué de 7 %; l'industrie du tabac, dont les exportations ont régressé de 28,4 %, a contribué largement à cette baisse.

Du mois de janvier au mois de mai 1973, la valeur des importations a augmenté de 12,3 % par rapport à l'année précédente, contre 7,6 % en 1972. Une part relativement faible de cette progression est imputable à la hausse des prix. Du mois de janvier au mois d'avril, les importations de matières premières

et de produits semi-ouvrés ont augmenté très fortement, soit de 14,5 %, contre 1,6 % l'année précédente. Cette évolution montre que, en Suisse également, l'approvisionnement des stocks s'intensifie. Les importations de biens de consommation ont progressé sensiblement moins que l'année précédente; elles ont augmenté de 11 %, contre 18 %. Ce recul semble correspondre à un certain ralentissement dans l'évolution du chiffre d'affaires du commerce de détail et refléter aussi un léger fléchissement de la demande de biens de consommation. Les importations de biens d'équipement et de produits énergétiques ont augmenté respectivement de 6,5 % et de 8 % par rapport à l'année précédente, soit à peu près au même rythme qu'en 1972. Durant la période considérée, nos achats dans la zone élargie de la Communauté se sont accrus de 9,9 %, contre 8,2 % l'année précédente. Ils représentent les deux tiers environ des importations globales. Le taux d'accroissement des importations provenant de l'Est européen et des Etats-Unis a été supérieur à la moyenne; il s'est inscrit à 23,8 % et à 12,7 % respectivement. Toutefois, nos achats dans les pays de l'Europe de l'Est ne représentent que 2 % en chiffre rond des marchandises importées, tandis que les fournitures du Canada et des Etats-Unis dépassent quelque peu les 7 % de nos importations.

Le déficit de la balance commerciale se montait à 2 870 millions de francs à la fin des cinq premiers mois, dépassant ainsi de peu celui de l'année précédente, qui s'était chiffré à 2 814 millions.

Au cours des quatre premiers mois, le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est développé un peu plus lentement que durant la période correspondante de l'année précédente. Les taux d'accroissement ont été, au mois de janvier, de 12,9 %, contre 6,1 % en 1972, au mois de février, de 4,9 %, contre 15,3 %, au mois de mars, de 3,9 %, contre 18,1 %, et au mois d'avril, de 8,4 %, contre 2,3 %. Les ventes des denrées alimentaires, boissons et tabacs, dont la part au chiffre d'affaires global du commerce de détail est d'un tiers environ, ont augmenté d'un peu plus de 8 % en valeur nominale, tandis que celles de l'habillement et des textiles se sont accrues d'environ 5 %.

Durant les premiers mois de l'année, les investissements de l'industrie et de l'artisanat dans la construction ont faibli légèrement. Le nombre des projets acceptés par l'inspectorat des fabriques au quatrième trimestre de 1972, était de 926 et dépassait de 10,8 % celui des projets acceptés au trimestre correspondant de l'année précédente. Au cours des trois premiers mois de 1973, 843 projets ont été acceptés, soit 5 % de moins qu'en 1972. Les transformations ont régressé de 19,6 %, et les installations, de 8,3 %. La diminution est imputable

avant tout à l'industrie des denrées alimentaires, des boissons et du tabac, à l'industrie du papier et aux arts graphiques. La majeure partie des constructions et des agrandissements ont porté sur de petits projets; leur nombre a certes augmenté de 4 %, mais le cubage a diminué de 10,2 %. Selon des enquêtes menées par l'Institut de recherche économique de l'EPF, le nombre des entreprises qui prévoient de réduire leur plan d'investissements pour 1973 était, depuis l'automne dernier, plus grand que celui des entreprises qui projetaient de l'étendre. Les réductions annoncées concernaient surtout les industries de l'habillement, de la lingerie, de la chaussure et du bâtiment. En outre, on s'attend à ce que les investissements d'équipement progressent dans une certaine mesure au détriment des investissements de construction, principalement sous l'impulsion des grandes entreprises fortement tournées vers l'exportation.

La construction de logements a continué de battre son plein au cours des derniers mois. En 1972, 55 442 logements, ou 8,9 % de plus que l'année précédente, ont été construits dans les communes de plus de 2 000 habitants. Le taux d'accroissement des communes de 5 000 à 10 000 habitants, qui a été de 24,7 %, a dépassé largement celui des villes petites et moyennes, qui s'est inscrit à 5,5 %, et celui des grandes villes, qui s'est chiffré à 4,7 %. La construction de logements a continué de se développer davantage dans les petites communes que dans les grandes villes. D'après les permis de construire délivrés ces derniers temps, il semble que cette tendance va se maintenir. Les 74850 logements qui étaient en construction à la fin de l'année dans les communes de plus de 2 000 habitants dépassaient de 14,8 % le niveau atteint un an auparavant et représentaient un record absolu. Le taux d'accroissement de la construction de logements dans les grandes villes, qui était de 3,5 %, et dans les autres villes, où il atteignait 5,5 %, est demeuré nettement inférieur au taux enregistré dans les grandes et moyennes communes, qui était de 27,4 % et 29,3 % respectivement.

Du mois de janvier au mois de mai 1973, 11 808 logements ont été achevés dans les 92 villes comprises dans la statistique, ce qui, par rapport à l'année précédente, représente un accroissement de 13,8 %. Cependant, le nombre des autorisations de construire, qui s'est inscrit pour la même période à 12 362, a diminué de 9,7 %; le nombre des permis délivrés au mois de mai est resté de 18,8 % inférieur à celui de 1972. Liées à certains phénomènes de saturation, les mesures prises à la fin de l'an dernier pour modérer la conjoncture paraissent agir sur le marché du logement.

D'après les chiffres disponibles, la tension semble s'être encore accentuée, au cours des derniers mois, sur le marché de l'emploi. Selon la statistique officielle, il y avait en moyenne, durant le premier trimestre de 1973, un peu plus de 100 chômeurs complets et 4000 places vacantes, soit un chômeur pour 35 places vacantes; un an auparavant, ce rapport était de 1 à 23. Des enquêtes révèlent que, à la fin de 1972, 5 % ou plus des places de travail étaient inoccupées dans l'industrie des machines et appareils ainsi que dans celle de l'habillement, tandis que dans l'industrie chimique, dans l'industrie des textiles et dans l'industrie du caoutchouc et des matières synthétiques, le nombre des places vacantes se tenait entre 3,5 % et 4,7 % de l'effectif des personnes occupées.

La poussée des salaires est demeurée forte jusqu'à la fin de 1972. D'après les derniers chiffres dont on dispose, les salaires des ouvriers de l'industrie ont augmenté, au quatrième trimestre de 1972, de 1,2 % par rapport au troisième trimestre, contre 1,3 % l'année précédente; dans le bâtiment, la hausse des salaires a été de 0,2 %, comme en 1971. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, les salaires se sont élevés de 8,5 % dans l'industrie, contre 8,9 % en 1971 et de 8 % dans le bâtiment, contre 9,4 %. Compte tenu de la tension qui caractérise le marché de l'emploi, les gains effectifs ont augmenté probablement, une nouvelle fois, bien plus que les salaires. A la fin de 1972, d'importantes majorations de salaires ont été accordées, qui ont accentué la poussée des coûts salariaux. On ne possède toutefois pas encore de données statistiques portant sur l'évolution des salaires au cours des derniers mois.

L'indice des prix à la consommation a continué de monter rapidement durant les premiers mois de l'année. Jamais, depuis la deuxième guerre mondiale, cet indice n'avait atteint un si haut niveau. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le taux de renchérissement a été de 7,4 % au mois de janvier, contre 6,7 % en 1972, de 7,6 % au mois de février, contre 6,7 %, de 8,2 % au mois de mars, contre 6,3 %, de 8,3 % au mois d'avril, contre 6,3 % et de 8 % au mois de mai, contre 6,3 %. Cinq des neuf indices partiels ont accusé, cette année, une tendance ininterrompue à la hausse, deux sont restés au niveau élevé qu'ils avaient atteint; l'indice des boissons et des tabacs, de même que celui du chauffage et de l'éclairage ont baissé légèrement. L'habillement, la santé et les soins personnels, ainsi que l'instruction et les divertissements ont enregistré une hausse annuelle supérieure à 10 %.

Parmi les dix principales nations industrialisées, la Suisse occupait, au mois d'avril, le troisième rang. Avec un taux de

renchérissement de 8,3 %, elle n'était dépassée que par l'Italie et la Grande-Bretagne.

La hausse des prix de gros, elle aussi, a été extrêmement forte. L'indice accusait une hausse des prix de 7 % au mois de janvier, contre 2,9 % l'année précédente, de 7,7 % au mois de février, contre 2,8 %, de 8,9 % au mois de mars, contre 2,5 %, de 9,3 % au mois d'avril, contre 2,3 %, et de 9,6 % au mois de mai, contre 2,6 %. Il convient de relever que les prix des marchandises importées sont montés très rapidement, en dépit de la réévaluation du franc; ils ont augmenté de 9,8 % au mois de janvier, de 11 % au mois de février, de 12 % au mois de mars et de 12,2 % au mois d'avril, alors qu'ils avaient diminué respectivement de 0,7 %, 0,9 %, 0,7 % et 0,7 % en 1972. Au mois de mai, l'indice des prix de gros s'est accru de 13,5 %, contre 0,7 % un an auparavant. Le taux de renchérissement des marchandises suisses est resté, durant les cinq premiers mois, inférieur à celui des biens importés, mais il a dépassé sensiblement le taux enregistré en 1972. Huit des dix indices partiels établis par groupes de marchandises ont accusé, au mois d'avril, un taux de renchérissement supérieur à celui de l'année dernière.

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

Du mois de janvier au mois de mai 1973, les mesures qui cherchent à contenir l'approvisionnement excessif du marché, consécutif aux importants afflux de fonds des deux années précédentes, ont largement influencé le marché suisse de l'argent et des capitaux. La limitation de l'accroissement du crédit, qui est entrée en vigueur au début de l'année, a freiné l'expansion des crédits bancaires, tandis que le plafond fixé au volume des émissions suisses a empêché un recours excessif au marché des capitaux.

Les avoirs minimaux et le développement de la circulation fiduciaire avaient ramené à un niveau normal, vers la fin de 1972 déjà, les disponibilités bancaires. La Banque nationale s'est attachée à les maintenir à ce niveau. Elle entendait ainsi éviter des rapatriements indésirables et, lorsqu'il a fallu suspendre les interventions sur le marché des changes, le 23 janvier, empêcher une hausse accrue du cours du franc. L'expansion du crédit a pu être freinée, et les disponibilités bancaires, limitées à un niveau raisonnable; cependant, l'approvisionnement du secteur non bancaire en liquidités est demeuré surabondant. L'action directe exercée sur l'offre de crédits et de capitaux, liée à un volume approprié des disponibilités

bancaires, a permis, malgré tout, de préserver l'équilibre du marché de l'argent et des capitaux. De ce fait, le niveau de l'intérêt n'a guère changé.

Le 21 janvier, l'Italie a introduit un double marché des changes. Dès l'annonce de cette mesure, de grandes quantités de dollars ont afflué en Suisse, où la monnaie américaine est tombée rapidement à son cours d'achat. La Banque nationale a dû reprendre 160 millions de dollars, avant de suspendre ses interventions sur le marché. Auparavant, les banques avaient cédé déjà 105 millions de dollars en chiffre rond à l'institut d'émission. Celui-ci avait accepté de reprendre ces devises, pour augmenter les disponibilités des banques, que le dénouement des swaps conclus à la fin de l'année avait réduites sensiblement. La Banque nationale a neutralisé partiellement la contre-valeur des dollars qu'elle a dû reprendre avant d'interrompre ses interventions; cette opération a porté sur un montant de 272 millions de francs, versés au compte "avoirs minimaux sur les engagements envers l'étranger". Après la dévaluation de 10 % du dollar, décidée le 12 février, les cours de change ont paru se stabiliser. Aussi, la Banque nationale et le Conseil fédéral ont-ils décidé, le 19 février, de donner une certaine orientation au marché des changes et d'éviter une nouvelle baisse du cours du dollar. Jusqu'au 23 février, la Banque nationale a repris à cette fin, 530 millions de dollars au comptant et 175 millions à terme, ce qui n'a pas empêché le cours du dollar de tomber encore, par moments, jusqu'à 3,05. Devant cette évolution, il a fallu renoncer à soutenir le cours du dollar, de telle sorte que la création de moyens de paiement due aux achats de devises sur le marché a été arrêtée.

Comme les disponibilités des banques n'étaient pas excessives, la Banque nationale s'est contentée de ne percevoir des avoirs minimaux que sur l'accroissement intervenu depuis le 31 juillet 1971, et non sur l'état des engagements en Suisse. Par ailleurs, les taux des avoirs minimaux sont demeurés inchangés. En revanche, l'institut d'émission a exigé, au mois de février, le versement des avoirs minimaux qui avaient été libérés temporairement au mois d'octobre 1972. A la mi-juin, les avoirs minimaux sur les engagements en Suisse se montaient à 1,7 milliard de francs. Dès la fin du mois de février, des avoirs minimaux ont été prélevés également sur l'état des engagements envers l'étranger. Toutefois, pour éviter une charge excessive, le prélèvement des avoirs minimaux sur l'accroissement de ces engagements a été modifié. La Banque nationale a libéré en deux étapes, soit à la fin des mois de mars et d'avril, le montant qu'elle avait bloqué, au mois de février, à la suite de ses in-

terventions sur le marché des changes. Le 15 juin, les avoirs minimaux sur les engagements envers l'étranger s'élevaient à 1,5 milliard de francs.

Le 16 janvier, la Banque nationale a édicté les dispositions d'exécution relatives à la limitation du crédit. Elle a autorisé les banques et les sociétés financières soumises à la loi sur les banques à accroître de 6 %, du 1er août 1972 au 1 juillet 1973, le volume de leurs crédits. Conformément aux sanctions prévues, elle a invité les établissements qui, au 30 avril 1973, avaient dépassé notablement leur quota annuel à verser jusqu'au 20 juin, sur un compte bloqué à l'institut d'émission, un tiers du dépassement. La Banque nationale s'est réservé de demander aux banques qui accusent, au 30 juin, un dépassement de leur quota annuel, d'en verser les deux tiers sur le compte spécial.

Soucieuse de ne pas accroître la demande de crédit et d'éviter une hausse excessive des taux d'intérêt, la Banque nationale a fixé à 3,4 milliards de francs le montant net des emprunts suisses qui peuvent être offerts en souscription publique au cours de 1973. L'année dernière, ces emprunts avaient prélevé 4 milliards de francs. Le 16 avril, la franchise liée à l'obligation de solliciter une autorisation pour recueillir des fonds à l'étranger a été ramenée de 1 million à 50 000 francs, afin de restreindre la possibilité d'é luder par ce biais la limitation du crédit. A l'instigation de la Banque nationale, les sociétés d'assurances ont passé entre elles une convention, par laquelle elles s'engagent, jusqu'à nouvel avis, à ne pas modifier la structure de leurs placements et à ne pas profiter des besoins que peut engendrer la limitation du crédit. D'entente avec les principales associations de prévoyance sociale, la Banque nationale a adressé, le 21 mai, une recommandation semblable aux caisses de pensions.

L'ordonnance concernant la rémunération des fonds étrangers a été modifiée à la mi-février, afin de mieux contrecarrer les conversions à court terme de fonds étrangers en francs suisses, qui ont un caractère spéculatif. La commission trimestrielle de 2 %, qui est prélevée sur l'accroissement des avoirs étrangers en francs suisses, ne se calcule plus sur l'accroissement moyen intervenu au cours d'un mois, mais, chaque fois, sur l'accroissement journalier le plus élevé. Par ailleurs, la Banque nationale renonce, depuis le 16 janvier, à exiger du débiteur qui a reçu l'autorisation d'exporter des capitaux qu'il convertisse en monnaie étrangère, à l'institut d'émission, une partie de ces fonds. Afin de réduire le volume des opérations dans lesquelles la Suisse joue le rôle de plaque tournante, les débiteurs domiciliés à l'étranger, qui émettent des emprunts ou des reconnaissances de dettes à moyen terme (notes)

libellés en francs suisses, doivent, depuis le 27 mars, en placer le 65 % au moins, au lieu du 60 %, chez des personnes domiciliées en Suisse.

Les avoirs en comptes de virements que les banques, le commerce et l'industrie détiennent à la Banque nationale s'élevaient à 5,8 milliards de francs à la fin du mois de mai; ils dépassaient ainsi de 2,6 milliards de francs le montant enregistré à la fin de 1972, abstraction faite de l'aide à court terme que l'institut d'émission a consentie en vue de l'échéance annuelle et qui se chiffrait à 6,1 milliards. Les réserves de devises ont augmenté de 3,6 milliards de francs, en raison des achats de dollars qui ont précédé immédiatement la libération des cours, des interventions temporaires au cours de la seconde quinzaine du mois de février et du dénouement des opérations à terme au mois de février. Le volume des billets en circulation a diminué de 0,8 milliard de francs, sous l'influence de facteurs saisonniers. Ces deux mouvements ont accru les disponibilités bancaires. Durant les cinq premiers mois, la circulation monétaire, qui était extraordinairement élevée à la fin de l'année, a régressé de 4,6 %, pour s'inscrire à 15,9 milliards de francs. Par ailleurs, le prélèvement d'avoirs minimaux a réduit de 1,2 milliard de francs les disponibilités des banques. Les avoirs minimaux sur les engagements en Suisse ont augmenté de 0,3 milliard, et les avoirs minimaux sur les engagements envers l'étranger, de 0,9 milliard de francs.

Les banques n'ont renoncé qu'à la fin des mois d'avril et de mai à l'aide à court terme que l'institut d'émission leur accorde en vue des échéances. A la fin du trimestre, ce financement se montait à 2,2 milliards de francs, dont 1 560 millions provenaient des swaps dollars contre francs, 473 millions, des opérations d'escompte et 176 millions, des avances sur nantissement. Les opérations swaps se sont chiffrées à 1,7 milliard de francs à la fin du mois de janvier et à 0,9 milliard à la fin du mois de février. En 1972, les banques n'avaient jamais recouru au crédit de l'institut d'émission pour financer leurs échéances trimestrielles, car leurs disponibilités étaient surabondantes.

La Banque nationale s'est efforcée, par une politique souple des avoirs minimaux, de maintenir les disponibilités des banques à un niveau approprié. Toutefois, si la trésorerie du système bancaire n'est plus excessive, l'approvisionnement en monnaie et en crédit du secteur non bancaire demeure trop important. La masse monétaire au sens étroit (M_1), qui se compose du numéraire circulant en Suisse et des dépôts à vue du public (dépôts en banque, avoirs en comptes de chèques postaux et avoirs à vue à la Banque nationale), a diminué de 4,8 % au

cours du premier trimestre de 1973; son niveau était alors de 1,5 % inférieur à celui de l'année précédente. Néanmoins, elle se chiffrait encore à 45,7 milliards de francs et dépassait de 38,9 % le niveau enregistré à la fin du mois de mars 1971. Au cours du premier trimestre, la répartition entre les dépôts à vue et les dépôts à terme s'est modifiée quelque peu; il en est résulté un léger changement du rapport entre la masse monétaire au sens étroit (M_1) et la masse monétaire au sens large (M_2) qui englobe également les dépôts à terme (quasi-monnaie). Alors que les dépôts à vue ont diminué de 5,6 %, pour s'établir à 31 milliards de francs, les dépôts à terme ont augmenté de 2,5 % et se sont inscrits à 31,6 milliards de francs. A la fin du mois de mars, la masse monétaire au sens large (M_2) s'élevait à 77,3 milliards de francs, accusant une hausse de 3,3 % par rapport à l'année précédente et de 25,4 % par rapport à la fin du mois de mars 1971. Le volume du numéraire circulant en Suisse a diminué, au premier trimestre, de 2,9 %, pour s'inscrire à 14,7 milliards de francs, dépassant ainsi de 10,4 % le niveau atteint un an auparavant. Le volume global des billets en circulation, qui comprend également les billets détenus par les banques, par la Confédération et par le service des chèques postaux, s'est accru de 11,7 % en une année.

Durant le premier trimestre, le total des bilans des 72 banques qui remettent des données mensuelles a diminué de 2 %; il s'est inscrit à 197,1 milliards de francs. Cette évolution est due principalement à la régression extraordinaire des engagements et des avoirs en banque, à laquelle les troubles monétaires et les restrictions accrues dans le trafic international des paiements ont certainement contribué. Les engagements en banque ont baissé de 10,6 %, et les avoirs en banque, de 5,6 %. A eux seuls, les engagements en banque à vue sont tombés de 14,9 %. Les entrées de fonds se sont ralenties quelque peu. Les dépôts d'épargne, qui avaient encore augmenté de 5,4 % le trimestre précédent, n'ont plus progressé que de 3,5 %. Les fonds placés en obligations de caisse ont diminué de 0,7 %, alors qu'ils n'avaient pratiquement pas évolué durant le quatrième trimestre de 1972. Si les créanciers à terme avaient encore augmenté de 1,4 % le trimestre précédent, ils n'ont plus avancé que de 1 %. Les créanciers à vue ont diminué de 1,3 %, contre 3,8 %.

Les crédits accordés en Suisse (principe du domicile) ont diminué de 0,3 % au cours du premier trimestre; ils se sont chiffrés à 95,8 milliards de francs, ce qui, par rapport à l'année précédente, représente un taux d'accroissement de 9,9 %. Durant les troisième et quatrième trimestres de 1972, ils avaient augmenté de 2,4 % et de 4,2 % respectivement; par rapport aux périodes correspondantes de l'année précédente, les taux d'accroissement étaient alors de 10 % et 11 % respectivement. Le

volume des crédits accordés à des étrangers a augmenté, par contre, de 4 %, atteignant un montant de 16,8 milliards de francs. Tandis que les débiteurs suisses ont diminué de 1,8 %, les débiteurs étrangers ont augmenté de 1,3 %. Ces mouvements reflètent les premiers effets de la limitation du crédit, puisque les débiteurs suisses avaient augmenté encore de 3,4 % le trimestre précédent. La croissance des placements hypothécaires suisses, qui a passé de 3,3 % au quatrième trimestre de 1972 à 2 % au premier trimestre de cette année, n'a guère changé par rapport au premier trimestre de 1972, où elle était de 2,2 %. La réduction saisonnière des crédits accordés aux corporations de droit public a été plus faible qu'un an auparavant; elle s'est inscrite à 3,8 %, contre 5,4 %

Bien que le contrôle des émissions ait limité la demande sur le marché des capitaux, divers emprunts, dont un emprunt de la Confédération, n'ont pas été souscrits entièrement au mois d'avril. Après l'amélioration des conditions en faveur des souscripteurs, le prix d'émission ayant été réduit, puis le taux d'intérêt majoré de 1/4 %, le marché s'est montré plus ouvert. Les nouveaux troubles monétaires y ont certainement contribué aussi. Le rendement des obligations de la Confédération, qui était de 5,27 % à la fin de 1972, s'est élevé à 5,37 % jusqu'à la fin du mois de janvier, puis il a oscillé entre 5,29 % et 5,35 % jusqu'à la mi-avril. Il est monté légèrement durant la seconde quinzaine d'avril, pour atteindre 5,42 % à la mi-mai et redescendre ensuite à 5,34 %.

Sur le marché des actions, la dévaluation du dollar, l'évolution subséquente des cours de changes et la baisse des cours à la bourse de New York, ont entraîné une diminution sensible des cours des actions. Au mois de janvier, l'indice des actions de la Banque nationale est monté, mais il est tombé, à la mi-février, au-dessous des 191,1 points qu'il accusait à la fin de 1972. L'indice est descendu à 175,2 points jusqu'à la mi-mai, puis il est remonté nettement. A la mi-juin, il s'élevait à 184,1 points, soit à un niveau inférieur de 3,7 % à celui de la fin de 1972. Les actions industrielles ont baissé de 6 %, ce qui représente le recul le plus important.

Du mois de janvier au mois de mai, le recours net au marché des capitaux par l'émission d'obligations suisses et étrangères et d'actions suisses s'est élevé à 2 906 millions de francs, contre 3 307 millions durant la période correspondante de 1972. Déduction faite des conversions, les émissions d'obligations suisses ont prélevé sur le marché 1 414 millions de francs, soit 486 millions de moins que l'année précédente. Les emprunts étrangers se sont élevés à 1 251 millions de francs, ce qui représente une réduction de 37 millions par rapport à 1972.

Les émissions d'actions suisses ont prélevé 567 millions de francs, contre 423 millions l'année précédente. Durant les seuls mois d'avril et de mai, le montant de ces émissions a atteint 430 millions de francs.

Les taux d'intérêt n'ont pas évolué sensiblement. Au mois d'avril, les grandes banques ont ramené les taux des dépôts à trois mois de 4 % à 3 1/2 %, puis à 2 1/2 % à la mi-mai. Inversement, le taux privé d'escompte est monté de 1/4 % au début du mois de janvier, pour s'inscrire à 5 %. Par la suite, la plupart des autres taux d'intérêt à court terme ont été majorés également de 1/4 %. Pour suivre cette évolution, la Banque nationale a porté le taux officiel d'escompte de 3 3/4 % à 4 1/2 % et le taux officiel des avances sur nantissement de 4 3/4 % à 5 1/4 %, à partir du 22 janvier. Les taux des dépôts d'épargne, des bons de caisse et des hypothèques n'ont pas changé. Lors d'un entretien qu'elle a eu, au début du mois de juin, avec des représentants des groupes de banques intéressés, la Banque nationale a autorisé une hausse de 1/4 % sur les bons de caisse d'une durée de 3 à 4 ans, portant ainsi la rémunération de ces titres au même niveau que celle des bons de caisse d'une durée de 5 à 6 ans.

E x p o s é

présenté à la séance du Conseil de banque de la
Banque nationale suisse du 22 juin 1973

par

Monsieur E. Stopper, président de la Direction générale

Complément oral au rapport écrit

Mon exposé oral se limite à quelques considérations sur les liquidités du secteur non bancaire, sur les disponibilités bancaires et sur le cours de change du franc suisse par rapport aux autres monnaies.

Parmi les objectifs de la politique économique, la lutte contre l'inflation est actuellement celui qui préoccupe le plus l'institut d'émission. Le taux de l'inflation est si élevé qu'il empêche le fonctionnement régulier de l'économie de marché et mine aussi bien le système de la prospérité privée que l'ordre social existant. Il influe sur la répartition de la fortune et du revenu. Chaque année, en effet, les détenteurs de valeurs à revenu fixe perdent quelque 10 milliards de francs, dont profitent les débiteurs. Il semble que les principaux bénéficiaires soient les débiteurs hypothécaires et les pouvoirs publics.

Alors que le taux de l'inflation dépasse 8 %, le rendement des obligations cantonales ne s'élève guère qu'à 5 1/2 % environ, et les carnets d'épargne ne portent que 4 à 5 % d'intérêt. La rémunération de ces avoirs ne correspond donc pas à la réalité. De plus, leur valeur en capital diminue aussi. Comment sauvegarder le respect de la propriété privée, lorsque ce phénomène se répète d'année en année ? Si la propriété privée continue à tirer profit de l'inflation, il ne serait pas étonnant que son principe même soit contesté avant longtemps. Cependant, on constate souvent que ce sont les milieux dont l'épargne est la moins protégée qui poussent le plus énergiquement à la roue de l'inflation. Ceci montre que la population n'est guère consciente encore des conséquences de l'inflation.

Il ressort également de ce qui précède que le détenteur de valeurs à revenu fixe subventionne les débiteurs qui, avec les fonds empruntés, acquièrent des terrains, des immeubles et d'autres valeurs réelles semblables. Cette subvention favorise la fuite dans les valeurs réelles et une généreuse politique de dépenses des pouvoirs publics, qui contribuent toutes deux à renforcer l'inflation.

Il convient de mentionner aussi que l'écart existant entre les taux d'intérêt hypothécaire et le taux de l'inflation subventionne la construction de logements. Une part non négligeable de ces subventions involontaires se répercutent toutefois sur le prix des biens-fonds et le coût de la construction, dont elles élèvent le niveau. Mais elles contribuent également à modérer la hausse des loyers, en particulier dans les immeubles dont la construction remonte à quelques années.

Comme les subventions dues à l'inflation contiennent la hausse des loyers, elles favorisent la demande de logements plus spacieux. De ce fait, bien qu'elle progresse à un rythme record, l'offre d'espace habitable ne suffit pas encore à satisfaire la demande. Le déplacement de la population, lié au grand nombre de constructions nouvelles, provoque une croissance disproportionnée des besoins d'infrastructure, alors même que la population globale n'augmente guère.

Pour illustrer ce qui précède, admettons que les taux d'intérêt des premières hypothèques et des emprunts publics passent de 5 1/2 % à 10 %, le taux de l'inflation étant supérieur à 8 %. En République fédérale d'Allemagne, par exemple, les taux d'intérêt actuels atteignent largement un tel niveau, bien que le taux de l'inflation soit d'environ 1 % inférieur. Il ne fait aucun doute que les loyers augmenteraient rapidement. En revanche, l'économie ne pourrait vraisemblablement pas adapter les salaires à cette hausse. Même si une telle adaptation s'avérait possible au début, elle accentuerait la spirale des coûts et des salaires, de sorte que le marché de l'emploi serait confronté très vite à de grandes difficultés. Dans ces conditions, il est certain que la demande d'espace habitable diminuerait, entraînant une baisse de la demande d'infrastructure, dont la charge incombe aux pouvoirs publics. Toute cette évolution s'accompagnerait d'une hausse extraordinaire des taux d'intérêt et des loyers. Il n'est pas exclu que ce qui n'est encore aujourd'hui qu'un exemple théorique devienne réalité avant longtemps.

Comme l'épargnant ne perçoit pas une rémunération réelle sur les valeurs à revenu fixe et que la valeur de son capital diminue, les pouvoirs publics sont appelés de plus en plus à garantir le bien-être social, y compris l'assurance vieillesse, du gros de la population. Il en résulte une tendance accrue au déficit du secteur public, ainsi qu'une altération de l'esprit d'épargne, qui contribuent à accélérer l'inflation.

Le taux croissant de l'inflation fait naître toute une série de problèmes économiques qui paraissent pratiquement insolubles. Aussi est-il indispensable de concentrer nos efforts sur la lutte contre l'inflation. Si nous pouvions enregistrer de ra-

pides succès, bien des solutions seraient trouvées. Nous éviterions, entre autres, une forte hausse des taux d'intérêt, dont les répercussions sur le taux de l'inflation sont connues.

Toutefois, la mentalité qui prévaut dans presque tous les pays industrialisés, y compris en Suisse, rend malaisée la lutte efficace contre une inflation dont les causes sont multiples et s'étendent de plus en plus au monde entier. Ces causes se développent dans les divers pays d'une façon plus uniforme qu'auparavant, de sorte qu'aucun gouvernement, pratiquement, n'est à même d'exercer, seul, une action efficace.

Pour se protéger de l'inflation importée, différents milieux recommandaient, depuis bien des années, de laisser flotter les cours de change. Des crises de confiance nous ont amenés à franchir ce pas. Abstraction faite du mark allemand, soumis à des influences particulières, le franc suisse est la monnaie dont le cours s'est élevé le plus fortement ces derniers jours. Jusqu'à maintenant, cette hausse du cours n'a déployé aucun effet modérateur sensible. Tant que l'on s'efforce de maintenir par tous les moyens le plein-emploi et que la mentalité de ceux qui, d'une façon ou d'une autre, participent au processus économique et politique ne se modifie pas, le flottement ne nous aidera guère, tout au moins dans l'immédiat, à ralentir la hausse des prix. La provenance de nos importations et la persistance d'une demande excédentaire limitent fortement la baisse des prix des biens importés. Il est, par ailleurs, difficile d'estimer l'effet du flottement sur les exportations. Dans les conditions présentes, il devrait plutôt se traduire par un rétrécissement des marges bénéficiaires que par une régression des exportations. Lorsque la conjoncture croît, comme c'est le cas de nouveau aujourd'hui, il faut s'attendre à ce que les pays à monnaie forte soient en mesure de reporter sur l'étranger une bonne partie du renchérissement consécutif à la réévaluation de fait. L'augmentation des prix passe ainsi d'un pays à l'autre. Comme la demande internationale est excédentaire, les pays acceptent plus facilement qu'on ne le penserait les biens d'un pays dont le cours de la monnaie est en hausse. L'efficacité du flottement est donc fortement entamée.

Lorsque la politique conjoncturelle d'un pays entraîne une hausse du cours de sa monnaie, elle risque, surtout si le commerce extérieur est important, d'accentuer encore les forces inflationnistes dans les autres pays, qu'ils soient clients ou concurrents. Or, si les forces inflationnistes se renforcent à l'étranger, les frontières du pays dont le cours de la monnaie s'élève ne les arrêtent pas tant que persiste l'excédent de la demande internationale. La réévaluation de fait d'une monnaie ne semble efficace que dans la mesure où le pays est parvenu à réduire sensiblement le taux de l'inflation.

Depuis le début du mois de mai 1971, le cours du franc suisse a connu une hausse imprévisible.

Le 13 juin 1973, la réévaluation de fait du franc était de :

- 39,6 % par rapport au dollar des Etats-Unis
- 38,2 % par rapport au dollar canadien
- 35,7 % par rapport à la lire italienne
- 31,0 % par rapport à la livre anglaise
- 9,0 % par rapport au franc français
- 3,9 % par rapport au schilling autrichien
- 3,4 % par rapport au yen japonais
- 0,4 % par rapport au mark allemand

Jusqu'à présent, cette réévaluation n'a eu aucun effet spectaculaire sur la hausse des prix et des salaires.

En Suisse, la lutte contre l'inflation doit avant tout porter sur l'économie intérieure. En effet, ce qu'il est possible de faire sur le plan extérieur est assumé par le flottement du franc.

Il ne s'agit pas uniquement de réduire la demande privée d'investissement et de consommation, de modérer les revendications salariales et la hausse des prix, il s'agit aussi et surtout de diminuer les dépenses et de comprimer massivement les déficits des pouvoirs publics, qui sont apparus ces dernières années.

Dans l'application de mesures judicieuses et efficaces, il incombe à la Banque nationale de veiller à ce que la masse monétaire, qui demeure excessive, ne continue de s'accroître.

Au cours du second semestre de 1971, les liquidités que le secteur non bancaire détient dans les banques sous la forme d'avoirs à vue et à terme ont augmenté de quelque 30 %, ce qui est démesuré. Nous ne disposons, à l'époque, d'aucun moyen propre à enrayer ce mouvement. Depuis lors, la masse monétaire, en particulier la monnaie scripturale, s'est maintenue à un niveau supérieur aux possibilités réelles de croissance économique, donnant ainsi aux forces expansionnistes une plus grande liberté d'action.

Les rapatriements ont pris une part importante à l'expansion monétaire en 1971. Mais cette source se tarit sensiblement sous le régime du flottement de la monnaie. Le développement du crédit bancaire devient alors le principal responsable de la création supplémentaire de monnaie.

Une forte expansion du crédit a marqué le dernier trimestre de 1972 et le premier trimestre de 1973. Par rapport au mois correspondant de l'année précédente, l'accroissement du crédit a passé

de 6,6 % à 10,3 % en octobre 1972, augmentant de plus de 50 %
de 6,4 % à 11,3 % en novembre 1972, augmentant de plus de 70 %
de 7,2 % à 11,1 % en décembre 1972, augmentant de plus de 50 %

Aux mois de janvier et de février 1973, l'accroissement du crédit bancaire a été supérieur de 40 %, au mois de mars 1973, de 30 % à l'expansion enregistrée un an auparavant. Ces chiffres prouvent que les mesures restrictives ont une certaine efficacité. Au mois d'avril, l'augmentation n'a plus dépassé que de 20 % celle de l'année précédente.

Cette forte expansion du crédit résulte du volume considérable que les promesses de crédit ont atteint en 1972. Les données suivantes reflètent les effets que l'abrogation au 31 juillet 1972 de la limitation du crédit, la demande importante et la pression concurrentielle ont déployés :

Les promesses de crédit de construction se sont élevées à :

5,03 milliards de francs en 1970, année de haute conjoncture
7,94 milliards de francs en 1971, année de haute conjoncture
13,64 milliards de francs en 1972.

Les excès qui ont marqué l'année 1972 ont contraint les autorités à introduire une limitation légale de l'expansion du crédit, à partir du 1er août 1972. Les banques qui avaient par trop développé leurs opérations de crédit ont eu, au début, quelques difficultés à promettre de nouveaux crédits. Cependant, nombreux sont les établissements qui enregistrent un dépassement de leur quota, malgré toute la retenue dont ils ont fait preuve.

Les banquiers ont continué de promettre des crédits, en particulier dans le secteur de la construction. Au cours du premier trimestre de 1973, le montant des promesses de crédit a été à peu près le même que le montant enregistré durant les années de haute conjoncture 1969 et 1970; il ne représente toutefois que la moitié du montant atteint au cours du premier trimestre de 1972.

Le montant global des crédits de construction déjà accordés, mais non encore utilisés, demeure très élevé. A la fin du mois

de mars 1973,

il se montait à	10,65 milliards de francs,
alors que, à la fin du mois de décembre 1972, il était de	10,9 milliards de francs
et à la fin du mois de décembre 1971, de	6,7 milliards de francs.

En outre, il faut tenir compte du fait que, comme de nombreux indices le prouvent, les secteurs privé et public recourent toujours davantage à des sources extérieures au système bancaire pour financer leurs constructions.

Puisque les liquidités du secteur non bancaire demeurent excédentaires, nous sommes obligés de continuer à restreindre autant que possible la création de moyens supplémentaires de paiement.

Pour la période allant du 1er août 1973 au 31 juillet 1974, il est prévu de limiter de nouveau l'accroissement du crédit à 6 % de l'état autorisé au 31 juillet 1972, ce qui correspond à un volume de crédit de 6,5 milliards de francs en chiffre rond. La croissance réelle du produit national brut est estimée à quelque 4 % pour cette même période.

Par ailleurs, un contingent spécial d'un demi-milliard de francs, dont la gestion sera centralisée, permettra d'atténuer des rigueurs particulières que la limitation de l'expansion du crédit aura fait naître dans les domaines de la construction de logements et des travaux d'infrastructure de première urgence. Des problèmes régionaux pourraient, jusqu'à un certain point, être pris également en considération.

A la demande d'une commission nommée par la Confédération, nous libérerons le contingent.

Il faudra veiller à ce que les banques qui bénéficieront de quotas spéciaux financent une part du projet concerné au moyen de leur quota normal.

Nous nous orientons ainsi vers un dirigisme sectoriel qui est en soi assez déplaisant. Il peut se justifier dans la mesure seulement où il ne touche qu'une fraction de l'accroissement autorisé du crédit et qu'il se limite à des cas de rigueur particulièrement majeurs.

L'accroissement annuel autorisé du crédit atteindra donc, depuis le 1er août 1973, le montant total de 7 milliards de

francs en chiffre rond. Au début, il sera amputé vraisemblablement de 1 à 1,5 milliard de francs, représentant les dépassements des quotas de l'année en cours.

Toutefois, la possibilité de promettre de nouveaux crédits dès le 1er août 1973 devrait être moins limitée que jusqu'à présent par les événements de 1972. En effet, la retenue dont ont fait preuve les banques devrait atténuer les difficultés consécutives aux crédits promis et utilisés en 1972.

Il est prévu, en outre, de maintenir à son niveau actuel le volume des émissions publiques d'emprunts suisses. Ce niveau est de 850 millions de francs en chiffre rond par trimestre.

La forte expansion que le crédit a connue jusqu'à la fin de l'année dernière et qui est soumise, depuis le 1er août 1972, à une nouvelle limitation, s'est traduite par de nombreux dépassements de quota. Conformément à l'arrêté fédéral instituant des mesures dans le domaine du crédit, les banques doivent déposer à la Banque nationale un montant équivalant à leur dépassement. Cette sanction entraîne une diminution des disponibilités bancaires. Afin de ne pas provoquer un resserrement excessif du marché, nous avons exigé, dans une première phase, que les banques déposent un tiers seulement du dépassement au 30 avril 1973 de leur quota annuel. Nous nous sommes réservé de réclamer le versement des deux tiers du dépassement au 30 juin. Selon l'arrêté fédéral, le montant total du dépassement au 31 juillet devrait être bloqué. Le premier versement que l'institut d'émission a exigé a réduit les disponibilités de 500 millions de francs, ce qui, dans l'ensemble, nous paraît supportable. En revanche, la situation peut devenir critique, si la totalité des dépassements au 31 juillet 1973 est réclamée. Il y a lieu d'examiner quelle aide l'institut d'émission peut apporter au marché de l'argent pour assurer une liquidité appropriée.

Le montant des fonds que l'économie suisse entretient dans les banques est supérieur au montant des quotas qui leur sont accordés. Cette distorsion soulève un problème particulier. Il faut être conscient toutefois que cet excédent de fonds déposés dans les banques ne provient guère de l'épargne courante au sens usuel du terme, c'est-à-dire de la part non consommée du revenu, qui permet de satisfaire des besoins autres que la consommation.

Une partie de ces fonds épargnés trouve son origine dans les rapatriements, c'est-à-dire dans des épargnes antérieures qui, actuellement, ne libèrent plus aucune capacité de production.

Une autre partie est un sous-produit de l'inflation. Lorsque les salaires augmentent beaucoup plus fortement que la production, par exemple, le surplus de salaire peut être épargné. S'il sert à financer des investissements ou s'il est consommé, ce surplus contribue à stimuler les poussées expansionnistes. Pour atténuer l'inflation, il serait indispensable de le neutraliser intégralement. Dans l'ensemble, la limitation de l'expansion du crédit ne bloque donc guère la véritable épargne, telle que la définit l'économie classique.

La limitation de l'expansion du crédit et les avoirs minimaux visent à empêcher, en partie du moins, qu'une épargne économiquement fautive ne participe au développement du crédit bancaire. Cet objectif ne suffit toutefois pas à résoudre les problèmes. S'il existe, d'un côté, des clients dont la demande de crédit n'est pas satisfaite, il existe aussi, de l'autre côté, des épargnants qui, compte tenu du taux élevé de l'inflation, désirent une rémunération plus élevée que celle que leur offrent les banques. La présence simultanée de ces deux courants a donné naissance à un marché monétaire extérieur au système bancaire. Les détenteurs de fonds les prêtent à des débiteurs de premier ordre, moyennant des taux d'intérêt relativement élevés. Les pouvoirs publics qui, au niveau des communes, peuvent emprunter des montants même assez faibles, semblent jouer un rôle prépondérant sur ce marché. Ce phénomène, désigné sous le terme de marché gris, restreint l'efficacité des dispositions qui limitent l'expansion du crédit et le volume des émissions.

Comme le marché gris paraît s'étendre, nous examinons la possibilité de nous y opposer.

Il n'y a pas de doute que l'importance du marché gris et, du même coup, le volume monétaire ne peuvent diminuer que si une partie des liquidités du secteur non bancaire est neutralisée. Le moyen le plus approprié consisterait à placer dans ce secteur des emprunts et des rescriptions de stérilisation.

Toutefois, de telles opérations ne réduisent pas seulement les liquidités du secteur non bancaire, mais aussi les disponibilités des banques. En effet, les banques ne peuvent exécuter les ordres de virements du secteur non bancaire qu'en utilisant les moyens de paiement créés par l'institut d'émission. Lorsque la monnaie flotte, les établissements bancaires doivent prélever sur leur compte de virements les billets de banque dont elles ont besoin pour honorer leurs engagements; il en résulte une diminution de leurs disponibilités. Si l'avoir qu'elles détiennent à l'institut d'émission ne leur permet plus d'assurer la couverture de leurs paiements, les banques tenteront d'accroître leurs disponibilités en s'arrachant réciproquement des placements et en vendant des dollars. Les taux

d'intérêt monteront, et le cours du dollar baissera, sans pour autant que le volume global des moyens de paiement créés par l'institut d'émission ne s'accroisse. Aussi l'institut d'émission doit-il porter son attention tant sur les liquidités du secteur non bancaire que sur les disponibilités des banques. Lorsqu'il éponge des liquidités du secteur non bancaire, il doit veiller à ce que les disponibilités qui les accompagnent ne l'entraînent pas au-delà de l'objectif qu'il s'est fixé. Selon les circonstances, il doit restituer aux banques, par les voies dont il dispose, une partie des disponibilités qu'il a retirées.

Il se peut que les opérations de stérilisation dont il vient d'être question fassent monter les taux d'intérêt.

D'ailleurs, une hausse des taux d'intérêt n'est guère évitable, si l'on ne parvient pas à infléchir prochainement le cours de l'inflation.

Nous nous montrons prudents dans l'autorisation de relever les taux d'intérêt des bons de caisse, ce qui n'est pas en contradiction avec nos remarques précédentes. Certaines banques nous ont demandé d'accepter une hausse générale de 1/4 %. Nous n'avons pas donné suite à cette demande.

En revanche, le taux des bons de caisse d'une durée de 3 à 4 ans a été relevé de 1/4 %. Il est probable que, en automne, nous devons examiner la rémunération des titres ayant une durée supérieure. La réserve que nous avons observée jusqu'ici est liée au fait que nos autorités prévoient un fléchissement de l'inflation ces prochains mois. Avant que cette tendance ne se dessine, nous ne voulons pas assumer la responsabilité d'avoir stimulé l'inflation en favorisant la hausse des loyers. Il faut souligner aussi que les banques elles-mêmes ne sont pas persuadées de l'opportunité de relever maintenant les taux d'intérêt des bons de caisse.

Divers milieux nous ont avertis que la poursuite de la politique restrictive du crédit pourrait amener le peuple à rejeter, au mois de décembre, l'arrêté sur le crédit.

A notre avis, le risque d'un rejet, qu'il est difficile d'apprécier, ne nous autorise pas à ne pas faire ce qui doit être fait.

Par ailleurs, le rejet de l'arrêté sur le crédit ne nous laisserait pas sans défense, grâce au flottement du franc. Toutefois, pour continuer la lutte contre l'inflation, nous serions contraints de suivre la voie tracée par la Banque fédérale

d'Allemagne et de réduire fortement les disponibilités des banques. Nous ne créerions aucun moyen de paiement pendant un certain temps. Il en résulterait certainement une hausse marquée des taux d'intérêt et, selon les circonstances, une pression sur le cours du dollar. Un rejet de l'arrêté sur le crédit pourrait donc avoir des conséquences fâcheuses pour les débiteurs.

Qu'en est-il du cours de change ?

Tant que la haute conjoncture domine le monde économique, nous ne nous sentons pas obligés d'intervenir sur le marché des devises et d'abaisser artificiellement le cours du franc. En outre, le succès d'une intervention serait très aléatoire, et nous nous éloignerions de notre objectif, qui est de mieux contrôler la masse monétaire.

Pour terminer, je désire insister une fois de plus sur le fait que les efforts fournis en dehors du secteur monétaire pour combattre l'inflation sont insuffisants. Tous ceux qui se plaignent de la politique monétaire restrictive devraient lutter pour l'application d'une politique antiinflationniste plus générale. Il ne s'agit pas uniquement d'accroître nos chances de succès dans la lutte contre l'inflation, mais aussi de décharger la politique monétaire, ce qui permettrait de la rendre moins restrictive.