

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 21 septembre 1973

L'évolution de l'économie mondiale

L'expansion de la demande, qui se manifestait déjà au début de l'année, s'est poursuivie au cours des mois d'été. Dans la plupart des principaux pays industrialisés, cet essor a atteint les possibilités de croissance. L'épuisement accru de la capacité de production, le resserrement sensible du marché du travail, ainsi que des goulots d'étranglement apparus dans l'approvisionnement en matières premières et en produits semi-ouvrés semblent avoir ralenti la croissance réelle de certaines économies. Au début de cet été, le secrétariat de l'OCDE pensait que le produit national brut réel des pays membres augmenterait d'un peu plus de 7 % en 1973; son taux d'accroissement s'élèverait à 6 % dans les pays du marché commun et dans les autres pays européens, à 7 1/4 % aux Etats-Unis et à 13 1/2 % au Japon. Quoique nous ne disposions pas d'estimation plus récentes, il est probable que les taux effectifs de croissance seront légèrement inférieurs à ces évaluations, car la capacité économique de divers pays devrait être épuisée plus rapidement que prévu.

En général, la demande privée de biens de consommation est restée très forte. Ce fait semble être partiellement imputable à une mentalité inflationniste croissante. A quelques exceptions près, les investissements de l'industrie se sont situés également à un niveau élevé. Toutefois, dans la plupart des pays européens, la vive augmentation de la demande extérieure a notablement contribué à la persistance des poussées conjoncturelles.

L'excédent général de la demande a accentué encore les tendances inflationniste dans presque tous les pays. La forte expansion de la demande a permis de reporter sur les acheteurs la hausse des coûts due aux augmentations des salaires et des prix, ainsi qu'à l'évolution des cours de change. Les derniers développements intervenus sur les marchés internationaux des produits agricoles, en particulier des produits alimentaires, et sur ceux des matières premières ont accéléré considérablement la hausse des prix. La convergence d'une série de facteurs a provoqué un renchérissement encore jamais égalé sur le marché des matières premières. Parmi ces facteurs, on peut citer

les mauvaises récoltes, les pertes de production consécutives à des grèves et la reconstitution des stocks, ramenés à un minimum dans plusieurs pays, au cours des dernières années. A cela s'ajoute les importations de matières premières que des Etats ont favorisées pour assainir leur balance des paiements. Du mois de janvier au mois de juillet 1973, le prix de la laine a augmenté de 35 %, celui du plomb, de 60 %, les prix du coton, du caoutchouc et du cuivre de 100 %, le prix du cacao de 120 % et celui du zinc, de 160 %. L'indice Reuter, qui reflète l'évolution des prix des matières premières, a presque doublé par rapport à la fin du mois de juin 1972.

Actuellement, ce renchérissement est reporté intégralement sur les prix des produits finis. Les indices des prix de gros se sont déjà relevés fortement. Les poussées inflationnistes qui en découlent devraient influencer assez longtemps les indices des prix à la consommation. Cette nouvelle source internationale d'inflation contrecarre sensiblement la lutte contre le renchérissement, car elle échappe largement aux mesures prises par les divers pays. Seule une rapide réduction de la demande excédentaire dans les principaux pays industrialisés pourrait conduire à une prompt normalisation des prix sur les marchés internationaux. Les récents événements montrent l'urgence d'une étroite coopération entre toutes les nations économiquement fortes, afin d'endiguer les tendances inflationnistes de l'expansion et de revenir à une croissance économique plus tranquille et plus équilibrée.

Jusqu'à présent, de nombreux pays se sont efforcés de limiter le développement galopant de l'inflation par un contrôle des prix, qu'ils ont complété, dans certains cas, par une politique des revenus. Ils cherchaient ainsi à empêcher avant tout des hausses cumulatives des prix, qui profiteraient de la tendance générale aux majorations excessives. Dans l'ensemble, les expériences faites ne sont guère encourageantes. Ces mesures n'arrêtent pas l'évolution de prix aussi déterminants que ceux des produits agricoles et des matières premières; elles ne peuvent qu'en ralentir le cours et, le plus souvent, pour un temps limité seulement.

Les autres mesures de lutte contre la surchauffe conjoncturelle, que plusieurs pays ont adoptées, se sont concentrées presque exclusivement sur le domaine monétaire. Les diverses politiques restrictives de l'argent et du crédit, que la République Fédérale d'Allemagne, la France, le Japon et les Etats-Unis ont pratiquées, ont été suivies, dans presque tous les pays, ainsi que sur l'euro-marché, d'une forte hausse des taux d'intérêt à court terme. Cette hausse n'est pas imputable aux seules considérations de politique conjoncturelle intérieure. L'évolution de la balance des paiements et des cours de change a joué un rôle également, surtout en Grande-Bretagne et, dans une cer-

taine mesure, aux Etats-Unis. Aussi longtemps que l'augmentation des taux d'intérêt n'est pas accompagnée d'un resserrement sensible des liquidités et d'un endiguement efficace de la demande, elle devrait favoriser encore l'ajustement des prix à l'évolution des coûts. On peut donc se demander, si la forte expansion et les tendances inflationnistes qui règnent à l'heure actuelle dans presque tous les pays pourront être enrayerées uniquement par des mesures monétaires.

Des propositions visant à mettre en oeuvre des mesures plus vastes et plus draconiennes que jusqu'ici pour freiner la conjoncture se heurtent à une forte résistance, car certains pays n'ont surmonté que récemment une phase de récession, liée à un sous-emploi parfois important. En outre, on estime généralement, semble-t-il, que l'essor actuel s'atténuera l'an prochain aux Etats-Unis, ce qui devrait entraîner un ralentissement des poussées inflationnistes dans la plupart des autres pays industrialisés. On craint manifestement que des mesures trop restrictives ne déclenchent une récession conjoncturelle qui dépasserait la stabilisation souhaitée au niveau du plein emploi. Il est cependant douteux qu'il soit possible de maîtriser ainsi l'inflation galopante qui sévit dangereusement dans le monde entier.

Les commentaires suivants concernent le développement économique des principaux pays industrialisés au cours des derniers mois.

Aux Etats-Unis, l'essor conjoncturel semble avoir perdu quelque peu de son dynamisme. Cependant, on ne distingue pas encore clairement si le cycle actuel a dépassé déjà son apogée, ou si le ralentissement est imputable plutôt au fait que l'expansion de la demande se heurte à la capacité de la production et de l'offre. La croissance de la production industrielle a faibli légèrement. La construction de logements a diminué nettement; ce mouvement semble provenir, d'une part, d'une certaine saturation du marché et, d'autre part, de la hausse des taux d'intérêt. Dans l'industrie, les investissements sont très élevés. En outre, la forte augmentation des exportations mérite d'être signalée. Au second trimestre, les ventes à l'étranger se sont accrues de 24 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le taux de croissance du produit national brut a passé de 8,7 % au premier trimestre à 2,4 % au second.

Malgré tous les efforts des autorités, l'inflation n'a pas faibli. Au mois de juillet, l'indice des prix à la consommation a dépassé de 5,7 % le niveau enregistré un an auparavant. Cet accroissement est dû presque uniquement au renchérissement des produits alimentaires. Au cours des trois derniers mois, l'indice des prix de gros a augmenté de 30 % environ, ce qui est considérable. Après avoir bloqué les prix pendant soixante jours, le président des Etats-Unis a fixé au 12 août, le passage à la

quatrième phase du contrôle des prix. Sous ce régime, les hausses de prix ne sont autorisées que lorsqu'elles répondent à une augmentation effective des coûts. Afin que la politique américaine de lutte contre l'inflation soit couronnée de succès, il sera indispensable de maintenir la progression des salaires dans les limites prévues. Les syndicats ont montré ces derniers mois une grande retenue dans leurs revendications salariales. De son côté, l'administration s'est efforcée d'exercer un contrôle plus serré sur les dépenses publiques. Au cours de l'été, les autorités monétaires ont appliqué une politique plus restrictive de l'argent et du crédit, qui a entraîné une hausse record des taux d'intérêt à court terme.

En Grande-Bretagne également, le taux de croissance du produit national brut réel est tombé de 6,5 % au premier trimestre à 3 % au second. Cette évolution semble provenir essentiellement des nombreuses grèves qui ont eu lieu dans l'industrie de l'acier et de l'automobile, ainsi que de la diminution des dépenses privées de consommation, survenues après l'introduction de l'impôt sur la valeur ajoutée. Les investissements de l'industrie, la reconstitution des stocks des entreprises, de même que les exportations se sont maintenus à un haut niveau. Dans certains secteurs, en particulier dans celui de la construction, des signes de surchauffe aiguë sont apparus. Le taux de chômage a continué de régresser. On a constaté un manque prononcé de main-d'oeuvre qualifiée dans certains secteurs. L'inflation s'est renforcée sensiblement; aux tendances inflationnistes intérieures s'est ajoutée une hausse accrue des prix à l'importation, notamment des matières premières et des denrées alimentaires, consécutive à la baisse du cours de la livre. L'indice des prix à la consommation a augmenté, au mois de juillet, de 9,4 % par rapport au mois correspondant de l'année dernière. Les salaires se sont élevés de 16 % pendant la même période. Depuis quelque temps, le gouvernement s'efforce de trouver une solution acceptable pour la troisième phase de sa politique des prix et des revenus, qui doit entrer en vigueur au début du mois d'octobre. Il a mené dans ce but des négociations intenses avec les chefs d'entreprises et les syndicats. De plus, il a réaffirmé son intention d'atteindre un taux de croissance réel de 5 %. L'évolution défavorable de la balance des paiements et des cours de change a obligé la banque d'émission à recourir, pendant les mois d'été, à une politique plus restrictive de l'argent et du crédit, caractérisée par un fort relèvement des taux d'intérêt. L'avenir montrera si l'inflation galopante et la détérioration aussi bien des termes de l'échange que de la balance des revenus n'exigent pas un endiguement plus efficace des forces inflationnistes.

En République fédérale d'Allemagne, les principales poussées conjoncturelles ont persisté au cours des derniers mois. Le produit national brut réel a augmenté de 6,5 % durant le premier semestre de 1973. Au mois de juin, l'indice de la production industrielle dépassait de 9,5 % le niveau enregistré un an auparavant; il a progressé même de 12,4 % dans l'industrie des biens d'équipement. Les carnets de commandes continuent d'être bien garnis. Les commandes des résidents ont augmenté, au cours des sept premiers mois, de 17 % en moyenne et de 22 % dans l'industrie des biens d'équipement. En dépit de l'insécurité monétaires et de la forte réévaluation du mark, les commandes provenant de l'étranger se sont accrues beaucoup plus vigoureusement encore, puisqu'elles ont progressé de 40 %. Dans l'industrie du bâtiment toutefois, certains signes de ralentissement sont apparus, dus, en partie, au resserrement accru et au renchérissement du crédit.

L'inflation a continué. L'accroissement annuel des prix de la production industrielle a passé de 4,3 % au mois de décembre 1972 à 7,2 % au mois de juillet 1973. Celui des prix à la consommation a atteint 7,9 % au mois de juin et 7,2 % au mois de juillet. La légère baisse enregistrée au mois de juillet semble imputable à des facteurs particuliers. Les salaires industriels qui font l'objet de conventions collectives sont montés de 10,1 % par rapport à l'année précédente. Les salaires réels ont augmenté en moyenne d'environ 13 %, car les travailleurs de différentes branches sont parvenus à obtenir des allocations non prévues par les conventions, en exerçant des pressions plus ou moins fortes.¹⁾

La Banque fédérale a poursuivi sa politique restrictive au cours des derniers mois. Les mesures prises, soit l'augmentation des réserves minimales sur les engagements envers l'étranger, la suspension de l'octroi d'avances sur nantissement, l'émission d'une deuxième tranche de l'emprunt de stabilisation, ont conduit, à la fin du mois de juillet, à un fort resserrement des disponibilités bancaires. Le taux de l'argent au jour le jour est monté, parfois, jusqu'à 40 %. Le rendement des obligations nationales a dépassé 10 %. Par la suite, la Banque fédérale a appliqué une politique un peu plus flexible, afin d'éviter une compression excessive des liquidités et des fluctuations extrêmes des taux d'intérêt à court terme. Entre-temps, l'expansion de la masse monétaire et du volume du crédit s'est ralentie sensiblement.

1) Dans certaines entreprises importantes, les ouvriers ont déclenché des grèves sauvages et ont exigé des améliorations salariales très substantielles. Il en est résulté un net renforcement des tensions sur le marché du travail.

La rapide expansion française de ces derniers mois a été suivie, tout dernièrement, de certains signes qui semblent indiquer un léger ralentissement des poussées conjoncturelles. Cette évolution devrait être imputable principalement à la limite de la capacité de production, qui a été atteinte dans certains secteurs. Le manque de main-d'oeuvre qualifiée est manifeste. Comme la demande intérieure et, surtout, extérieure a continué d'être soutenue, les entrées de commandes ont augmenté dans la plupart des entreprises.

Le renchérissement s'est accéléré au cours des derniers mois. La réduction de l'impôt sur la valeur ajoutée, appliquée au début de l'année, n'a retenu que peu de temps la hausse du coût de la vie. Aux mois de juin et de juillet, les prix du commerce de détail ont augmenté de 7,4 % par rapport à l'année précédente; les prix des produits industriels et des denrées alimentaires se sont élevés bien davantage encore. Les salaires se sont accrus fortement; au mois de juillet ils ont dépassé de 13,8 % le niveau atteint un an auparavant.

Le gouvernement français a poursuivi sa politique prudente de lutte contre la surchauffe, qu'il a introduite au début de l'été. La politique restrictive de l'argent et du crédit doit ralentir l'inflation, sans pour autant porter préjudice à la croissance économique. Au début du mois de juillet, le taux d'escompte a été relevé de 1 %, pour s'inscrire à 8,5 %. Dans le même temps, les taux des réserves minimales ont été majorés, et l'expansion maximale du crédit a été réduite encore. Au début du mois d'août, le taux d'escompte a passé à 9,5 %.

En Italie, la reprise économique qui s'était amorcée après une assez longue période de stagnation, s'est renforcée au cours des derniers mois. La production industrielle a augmenté nettement depuis le mois d'avril, améliorant ainsi le taux d'utilisation de l'appareil de production, qui était fort peu satisfaisant. La reprise est imputable avant tout à l'accroissement de la demande intérieure; cependant, au cours des derniers mois, les exportations ont progressé fortement aussi. Aux mois de mai et de juin, la valeur des exportations a dépassé d'environ 25 % le niveau de l'année précédente. Dans le même temps, les importations ont accusé une augmentation sensiblement plus marquée. La hausse des prix s'est poursuivie à un rythme accéléré. Aux mois de juillet et d'août, l'indice du coût de la vie a dépassé de 11,1 % celui de l'année précédente, alors que l'augmentation des prix de gros, qui s'est chiffrée à 19,6 %, a presque doublé.

Le principal objectif que le nouveau gouvernement, formé au début du mois de juin, a fixé à sa politique économique est le retour à la stabilité économique. Il a décrété, en premier lieu, un blocage sélectif des prix pour une durée de trois mois, auquel sont soumis, en particulier, les produits alimentaires de base. De plus, il a autorisé un accroissement maximal de 12 % des crédits bancaires accordés aux importants clients industriels et aux autres sujets économiques. Enfin, au milieu du mois de septembre, la Banque d'Italie a relevé son taux d'escompte et a limité le recours au crédit de l'institut d'émission. Le résultat des prochaines négociations salariales aura une très grande importance sur le développement futur de l'économie.

L'essor économique s'est poursuivi en Belgique et aux Pays-Bas, en raison surtout d'une très forte demande étrangère. Alors que certains signes de surchauffe sont apparus en Belgique, l'économie hollandaise semble plus ou moins équilibrée, voire même connaître encore un certain chômage. Les deux pays se trouvent confrontés à une accélération toujours plus vive des prix et des salaires. Aussi les autorités belges ont-elles introduit une politique restrictive de l'argent et du crédit; elles ont convenu, entre autres, avec les banques de limiter l'expansion du crédit. Jusqu'ici, la banque centrale des Pays-Bas s'est contentée de mesures moins énergiques. Au cours des derniers mois, la surchauffe mondiale a gagné de plus en plus les pays scandinaves. En Suède toutefois, l'accroissement de la demande étrangère n'a pas encore permis de surmonter la stagnation qui règne depuis bientôt deux ans.

Le développement de l'économie canadienne ne s'est pas ralenti. Le produit national brut réel a enregistré un taux annuel de croissance de 7 %. La demande intérieure de consommation, les investissements industriels, de même que les exportations, ont engendré de fortes poussées. En été, le taux de chômage s'est inscrit à 5 % contre 7 % l'année précédente. L'augmentation annuelle des prix à la consommation a été de 8,1 % à la fin du mois de juin. Le gouvernement, tenant compte du nombre relativement élevé de chômeurs dans certaines provinces, a renoncé jusqu'à maintenant à prendre des mesures décisives pour freiner la conjoncture.

Au cours des mois passés, l'essor conjoncturel du Japon s'est heurté toujours davantage à la limite de la capacité de production. De plus, la pénurie de main-d'oeuvre et les difficultés consécutives à la protection de l'environnement ont contribué également à ralentir le rythme de l'expansion et à accélérer la hausse inflationniste des salaires et des prix. Le renchérissement annuel, mesuré par l'indice des prix à la consommation, a atteint 11,5 % à la fin du mois de juillet. Le gouvernement s'est opposé aux premières apparitions de la surchauffe en pratiquant une politique restrictive de l'argent et du crédit, en limitant les dépenses publiques et en libéralisant les importations.

La situation monétaire internationale

La situation monétaire des mois passés a été caractérisée par de très fortes oscillations des cours de change, qui ont éclipsé les réajustements obtenus après les longues négociations de décembre 1971, dans le cadre du "Smithsonian Agreement". De la mi-mai à la fin du mois de juillet, le cours du dollar a régressé de 9 % à 12 % par rapport aux monnaies des pays du marché commun et à d'autres monnaies européennes, telles que le franc suisse; cette baisse a atteint même 17 % par rapport au mark, en raison de la réévaluation que le gouvernement allemand a décidée à la fin du mois de juin. En revanche, le cours du dollar n'a guère fluctué par rapport aux cours du yen japonais et du dollar canadien. Au début du mois d'août, le dollar s'est redressé avec une rapidité surprenante par rapport aux monnaies européennes. Une semaine lui a suffi pour compenser presque entièrement la baisse des mois de juin et de juillet. Une fois de plus, les cours ont varié de quelque 8 % en peu de temps.

Il manque encore un certain recul, pour pouvoir évaluer correctement les conséquences de ces fluctuations sur les relations économiques entre les Etats. Cependant, les mouvements qui se sont produits sur les marchés des devises ont perturbé déjà considérablement les relations monétaires entre plusieurs pays industrialisés importants. Des comparaisons fondées sur le pouvoir d'achat des différentes monnaies font apparaître des distorsions frappantes entre ce pouvoir d'achat et le cours de change qui se forme sur le marché. Certes, de telles comparaisons n'ont qu'une valeur limitée, mais il n'en demeure pas moins que, actuellement, certaines monnaies sont sous-évaluées, d'autres surévaluées. Pour l'instant, ces distorsions de cours ne se sont pas répercutées sensiblement sur la concurrence internationale, car l'expansion mondiale de la demande et la hausse inflationniste des prix en ont atténué vraisemblablement les effets, en permettant de reporter partiellement sur les prix les variations des cours de change. Seul un ralentissement de la surchauffe conjoncturelle devrait raffermir l'importance de relations appropriées entre les cours de change. Cette question pourrait alors devenir un point essentiel des négociations monétaires internationales. Les efforts déployés actuellement dans le cadre des diverses conférences qui se préoccupent des tarifs des transports internationaux, montrent bien les difficultés résultant, à la longue, du flottement des principales monnaies. Il s'agit de trouver un succédané au dollar qui a servi jusqu'ici de monnaie de référence.

La chute du cours du dollar, intervenue aux mois de juin et de juillet par rapport aux principales monnaies européennes, a révélé, en tout premier lieu, la position particulièrement forte du mark allemand. La politique restrictive de l'argent et du crédit, appliquée par les autorités allemandes pour lutter contre la surchauffe conjoncturelle, a provoqué parfois des hausses excessives des taux d'intérêt sur le marché de l'argent. Lors d'échéances critiques, ces taux sont montés temporairement jusqu'à 40 %. De ce fait, les fonds affluant de l'étranger ont conservé un rendement intéressant, en dépit de l'obligation d'en déposer une partie à l'institut d'émission. En raison du rendement élevé des titres allemands, d'importants fonds étrangers ont pris ensuite, par une voie détournée, le chemin des placements libellés en marks. La hausse du cours du mark qui en est résultée, liée aux excédents accrus de la balance commerciale allemande, a renforcé la spéculation sur une nouvelle réévaluation du mark. Celui-ci a entraîné dans son ascension le cours des autres monnaies du marché commun, qui évoluent à l'intérieur du "serpent". Il a influé aussi sur les monnaies des pays qui ont des relations économiques très étroites avec la République fédérale, tels la Suisse et l'Autriche. La hausse extraordinairement forte du cours du mark a conduit à de vives tensions entre les monnaies du marché commun; de nombreuses interventions ont été nécessaires pour maintenir les cours à l'intérieur du "serpent". Finalement, le 29 juin, la République fédérale a dû réévaluer sa monnaie de 5 1/2 % par rapport aux monnaies de la CEE, qui ont adopté le système du flottement commun.

Au renforcement des monnaies de la CEE, consécutif à la réévaluation du mark, a répondu une chute des monnaies qui flottent librement, plus particulièrement du dollar américain. Comme le marché n'est plus soumis à l'influence des interventions, le mouvement des cours qui s'est amorcé a dépassé largement l'amplitude usuelle des fluctuations. A l'encontre de certaines théories, le marché des devises n'a pas rétabli de lui-même des cours équilibrés, car il lui a manqué des critères sûrs et objectifs d'appréciation et il s'est laissé guider principalement par des considérations subjectives.

Lors de la réunion que les gouverneurs des banques centrales ont tenue, dans la première quinzaine de juillet, à la Banque des Règlements Internationaux, tant les Etats-Unis que certains pays européens se sont déclarés prêts à intervenir, en cas de besoin, sur le marché. Pour permettre aux Etats-Unis d'effectuer de telles opérations de soutien, les limites fixées aux accords bilatéraux de swap, qui lient les autorités monétaires américaines à plusieurs pays industrialisés, ont été élargies sensiblement. La publication de ces décisions a provoqué un renversement progressif sur le marché.

Pour appuyer cette politique de stabilisation des cours, les Etats-Unis ont accepté, non seulement une rapide hausse de leurs taux d'intérêt à court terme, mais ils l'ont encore soutenue par une politique restrictive de l'argent et une augmentation du taux officiel d'escompte. En effet, les taux du marché de l'argent et le taux officiel d'escompte des Etats-Unis se sont élevés à un niveau encore jamais atteint depuis la fin de la guerre. Le revirement décisif sur les marchés des changes ne s'est produit qu'au début du mois d'août, lorsque la nette amélioration de la balance américaine des paiements et, surtout, de la balance commerciale au cours du deuxième trimestre a été connue. Alors que les taux d'intérêt s'élevaient aux Etats-Unis et, pour différentes raisons, dans plusieurs autres pays, l'institut d'émission de la République fédérale s'est efforcé, dès la fin du mois de juillet, de détendre le marché monétaire, si bien que les taux extraordinairement élevés sont revenus rapidement à un niveau normal et que la pression sur le cours du dollar par rapport au mark s'est relâchée.

La combinaison de ces différents facteurs a provoqué un vigoureux raffermissement du dollar dans un laps de temps très bref. Au milieu du mois d'août, le cours du dollar par rapport aux monnaies du marché commun et au franc suisse avait presque reconquis le terrain perdu depuis le mois de juin. Dans les semaines suivantes, le rapport de ces cours n'a subi que des variations insignifiantes.

La détérioration persistante des balances britanniques du commerce et des revenus a amené les autorités de ce pays à relever massivement les taux d'intérêt à court terme. Cette opération visait à contrecarrer la sortie de capitaux à court terme et à empêcher une chute trop marquée de la livre. Une baisse du cours risquait de renforcer l'accroissement déjà excessif des prix à l'importation des produits alimentaires et des matières premières et de rendre plus ardues encore les difficiles négociations que le gouvernement a engagées avec les partenaires sociaux sur la poursuite de la politique des revenus et des prix. Par ailleurs, la Grande-Bretagne désirait proroger, en même temps que le crédit de soutien consenti par la BRI avec le concours d'un groupe d'instituts d'émission, la garantie de change, conclue en 1968 avec les pays de la zone sterling, sur une part importante de leurs réserves en livres, qui est arrivée à échéance au mois de septembre. Comme un accord n'a pu intervenir avec les pays de la zone sterling, le gouvernement britannique s'est déclaré prêt, de son côté, à proroger de six mois la garantie de change consentie jusqu'alors sur le cours de la livre par rapport au dollar uniquement.

Ainsi que nous l'avons mentionné précédemment, un brusque changement est survenu de manière inattendue dans l'évolution de la balance américaine des paiements au cours des derniers mois. Le déficit de la balance des règlements officiels a passé de 6,7 milliards de dollars au cours du premier trimestre à 1,5 milliard au cours du deuxième; un excédent est même envisagé pour les mois de juillet et d'août. Le résultat favorable de cette balance des réserves monétaires peut être attribué avant tout à la vente sur les marchés des changes de dollars provenant des avoirs officiels du Japon, du Canada, de la Grande-Bretagne et de la République fédérale. A ces ventes s'est ajoutée toutefois une amélioration surprenante de la balance de base, qui comprend la balance des revenus et la balance des capitaux à long terme. Pour le premier semestre de 1973, le déficit de la balance de base est estimé à 2 - 2¹/₂ milliards de dollars, contre 9,84 milliards en 1972. La balance du commerce a contribué largement à cette évolution; grâce à une forte augmentation des exportations agricoles et à une progression ralentie des importations, le déficit de 833 millions de dollars enregistré au premier trimestre a fait place, pour la première fois depuis longtemps, à un excédent de 23 millions au deuxième trimestre. Le mouvement des capitaux à long terme a pris également une direction favorable aux Etats-Unis. Tant les achats de titres américains par des étrangers, stimulés apparemment par les nouvelles relations de change, que les investissements étrangers directs, sous la forme d'achats ou de prises de participations, se sont accrus. La pénurie mondiale de produits agricoles a joué aussi nettement en faveur de la balance américaine des paiements. L'évolution positive de cette balance reflète-t-elle une tendance à long terme et pourra-t-elle compenser les perspectives moins favorables qui se dessinent à la suite des problèmes soulevés par l'approvisionnement en énergie ? Cette question est primordiale pour le rétablissement d'un équilibre durable de la balance américaine des paiements.

A l'évolution favorable des balances américaines du commerce et des revenus s'oppose une sensible détérioration de la balance des revenus de la Grande-Bretagne et de celle de l'Italie. Dans les deux pays, la chute des cours de change, ajoutée à la forte hausse des prix des matières premières et des denrées alimentaires, a entraîné une dégradation massive des termes de l'échange, qui a nui à la balance des paiements. Les balances des revenus du Japon et des pays du marché commun associés au flottement concerté, en particulier celles de la République fédérale d'Allemagne, de la Belgique et des Pays-Bas, ont continué de se solder par des excédents importants.

En dépit d'un accroissement explosif de ses exportations, dont le taux annuel est d'environ 30 %, en dépit aussi du solde toujours actif de ses balances du commerce et des revenus, le Japon a réussi, du mois de janvier au mois de juillet 1973, à transformer son habituel surplus de la balance générale des paiements en un déficit de 4,8 milliards de dollars. Cette évolution a permis aux autorités monétaires japonaises de réduire leurs réserves de dollars et de maintenir ainsi le cours du yen à un bas niveau. Ce revirement est la conséquence d'investissements massifs dans d'autres pays, d'une aide accrue accordée aux pays en voie de développement et d'une augmentation des achats de matières premières à l'étranger.

Par contre, le solde actif de la balance générale des paiements de la République fédérale d'Allemagne a continué d'augmenter, en raison de l'excédent croissant de la balance commerciale, qui s'est chiffré à 12,9 milliards de marks au cours du premier semestre de 1973, contre 8,5 milliards l'année précédente. Au cours du premier semestre, les réserves monétaires ont augmenté de 15,4 milliards de marks, compte tenu d'une perte de réévaluation de 7,2 milliards, réalisée au mois de février.

Durant l'été, les entretiens relatifs à la réforme du système monétaire international ont été poursuivis aussi bien par les experts que par les ministres du Comité des Vingt. Lors de la réunion des ministres, qui s'est tenue à la fin du mois de juillet, à Washington, les positions ont paru se rapprocher sur les deux questions principales, à savoir l'établissement d'un mécanisme régulateur des balances des paiements ("adjustment process") et le retour à la convertibilité. Les experts avaient soumis aux ministres un projet de réforme, comportant un certain nombre d'alternatives sur les problèmes suivants:

- mécanisme de régulation des balances des paiements (ajustement obligatoire se fondant sur un "indicateur" objectif ou procédure spéciale de consultation);
- convertibilité (obligation de convertir des avoirs en devises provenant du solde de la balance des paiements, même s'il s'agit de monnaies de réserve, ou conversion à la demande seulement des pays excédentaires);
- composition et rôle futurs des instruments de réserve primaire (droits de tirages spéciaux et or);
- mesures contre les mouvements perturbateurs de capitaux;
- attribution particulière de droits de tirage spéciaux aux pays en voie de développement ("link").

Les experts ont demandé aux ministres de se prononcer sur ces problèmes, parfois fort complexes, et, le cas échéant, de prendre une décision. Les ministres semblaient être parvenus,

les 30 et 31 juillet, à un compromis sur les deux thèmes principaux, mentionnés en tête de liste. Les autres points ne paraissent pas avoir été discutés suffisamment pour se prêter d'ores et déjà à des décisions concrètes. Toutefois, l'examen critique auquel les experts ont soumis le compromis lors de leur dernière rencontre, tenue à Paris au cours de la première semaine du mois de septembre, en a empêché la réalisation. Il paraît en tout cas fort improbable que des décisions substantielles relatives à la réforme du système monétaire international soient prises lors de l'assemblée annuelle du Fonds monétaire et de la Banque mondiale, qui se tient à la fin du mois de septembre, à Nairobi.

L'intégration monétaire, réalisée entre les pays du marché commun, réunit actuellement cinq pays membres et deux pays non membres dans ce que l'on appelle le "serpent". Au cours des derniers mois, cette intégration a traversé des phases critiques. Le "serpent" a été victime de fortes tensions internes, bien que la Grande-Bretagne et l'Italie, dont les cours de change tendent à s'éloigner le plus nettement de ceux des autres pays du marché commun, soient demeurées à l'écart du flottement concerté. Sous l'influence de vives pressions, les deux monnaies les plus fortes ont été réévaluées par rapport aux autres monnaies du groupe; à la fin du mois de juin, la République fédérale d'Allemagne a relevé le cours du mark de 5½ %, et à la mi-septembre, les Pays-Bas ont réévalué le florin de 5 %. Sur la voie de l'union monétaire totale, des objectifs intermédiaires avaient été fixés pour l'année en cours. Leur réalisation ne semble guère possible, car elle impliquerait le retour de l'Italie et de la Grande-Bretagne dans le "serpent". Cette condition ne peut être que difficilement remplie dans la situation actuelle.

L'évolution économique en Suisse

L'expansion conjoncturelle enregistrée dans notre pays au premier trimestre de 1973 s'est poursuivie généralement pendant tout l'été. Les taux d'accroissement de la production industrielle, des exportations et des importations ont dépassé, parfois très largement, ceux de l'année précédente. Dans l'ensemble, l'industrie a reçu beaucoup de commandes, de sorte que les carnets se sont remplis. Malgré l'incertitude qui planait sur une situation monétaire internationale caractérisée par de fortes fluctuations des cours de change, malgré aussi une réévaluation très importante du franc suisse, les entrées de commandes étrangères se sont maintenues jusqu'ici à un niveau remarquablement élevé. Il n'est cependant guère possible d'apprécier déjà les éventuels préjudices sous-jacents que la position concurrentielle des diverses branches de notre économie d'exportation a pu subir.

Les mesures édictées au début de l'année pour combattre la surchauffe, notamment la limitation de l'expansion excessive du crédit, ont commencé à déployer des effets dans le secteur de la construction. Du mois d'avril au mois de juillet, la production de logements dans les villes englobées par la statistique a diminué de 5 % en chiffre rond par rapport au montant record enregistré au cours de la même période de l'année précédente. Il semble toutefois que cette légère diminution soit imputable surtout à certains symptômes de saturation, en particulier pour les appartements coûteux. Il s'est construit néanmoins dans l'ensemble, au cours des sept premiers mois, davantage encore de logements que l'an dernier. La forte réduction des promesses de crédit de constructions et, même si elle est restée faible jusqu'ici, la baisse du nombre des permis de construire délivrés, montrent malgré tout que la situation commence à changer dans ce secteur. La concurrence nettement accrue et la faible hausse des prix, qui caractérisent les soumissions publiques, confirment cette impression. Dans le génie civil, la hausse des prix paraît même s'être arrêtée.

Le manque de main-d'oeuvre persiste et la situation sur le marché de l'emploi est demeurée tendue. Le nombre élevé de places inoccupées incite à majorer les salaires offerts. La poussée inflationniste des salaires n'a donc nullement faibli. De même, la hausse des prix se poursuit sans fléchir. Depuis le début de 1973, le taux de renchérissement des prix à la consommation se monte chaque mois à quelque 8 % et plus par rapport au mois correspondant de l'année précédente. Comme ces taux d'accroissement sont calculés sur une valeur de base qui ne cesse de s'élever, ils ne donnent qu'une image atténuée du rythme réel du renchérissement. De plus, la hausse des prix des matières premières et des denrées alimentaires sur les marchés internationaux commence seulement à déployer ses effets. Elle n'a guère influencé jusqu'ici que les prix de gros, et l'augmentation des prix en monnaie étrangère a été absorbée partiellement par la hausse du cours du franc. Ce renchérissement ne s'est pas encore répercuté entièrement sur les prix à la consommation.

Dans une telle situation conjoncturelle, où continue de régner la surchauffe, la position actuelle de notre économie d'exportation paraît peu claire et difficile à apprécier. Certes, la valeur mensuelle des exportations affiche des taux d'accroissement élevés, et les commandes étrangères continuent d'entrer de façon satisfaisante. Aussi est-on peut-être tenté de sous-estimer les modifications très importantes des cours de change et leur incidence sur la position concurrentielle de notre pays. De fait, les résultats mensuels des exportations que donne la statistique douanière ne reflètent l'évolution qu'avec un retard parfois considérable. Pour de nombreux produits suisses d'exportation, notamment pour ceux de l'industrie des machines, il s'écoule souvent des années entre la commande et le début de la

production, d'une part, entre l'achèvement et la livraison d'autre part. En outre, le nombre des commandes entrées ne révèle pas les conditions auxquelles elles ont été obtenues. Il semble en effet que, au cours des derniers mois, l'industrie d'exportation ait dû, parfois, accepter d'importantes compressions des prix et réduire fortement ses marges, pour obtenir une commande et éviter ainsi de perdre un marché acquis par un travail laborieux et de longue haleine. Il conviendrait en tout cas de vouer l'attention nécessaire à l'évolution du commerce extérieur, afin d'assurer, à l'avenir également, un développement satisfaisant de l'économie suisse.

Au cours des derniers mois, les taux d'accroissement du commerce extérieur ont progressé fortement; la valeur des exportations et, surtout, celle des importations ont enregistré une hausse marquée. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la valeur des exportations a augmenté, du mois de janvier au mois de juillet 1973, de 14,2 %, contre 9,3 % en 1972. Nos ventes au Japon ont progressé de 39,3 %, à l'Espagne, de 25,9 %, à l'Autriche, de 20,6 %, au Portugal, de 20,1 %, au Danemark, de 19,5 %, à la Grande-Bretagne, de 18,1 % et à l'Italie, de 14,9 %. Ces taux d'accroissement sont supérieurs à la moyenne. Par contre, les livraisons à la Suède, à l'Afrique du Sud, au Canada et à l'Australie ont stagné. Pendant les sept premiers mois, les achats de la CE élargie ont augmenté de 12,4 %, contre 8,7 % l'année précédente, ceux des Etats de l'AELE, de 13,5 %, contre 8 %, et ceux de l'Amérique du Nord, de 9 %, contre 8,8 %. Les exportations de l'industrie des machines et appareils se sont accrues de 19,2 %, celles de l'industrie horlogère, de 16,4 %, celles de l'industrie des textiles et de l'habillement, de 11,7 % et celles de l'industrie chimique, de 8,2 %. En revanche, la valeur des exportations de la branche des denrées alimentaires, boissons et tabacs est restée de nouveau inférieure à celle de l'année précédente; elle accuse une baisse de 3,5 %.

Au cours des sept premiers mois, la valeur des importations a augmenté de 13,2 %, contre 6,3 % en 1972; elle a donc marqué une progression nettement plus rapide qu'un an auparavant. Cette progression est imputable pour beaucoup plus de la moitié, à la hausse des prix. Le développement vigoureux des importations de matières premières et de produits semi-ouvrés, observé déjà au cours des mois précédents, s'est accéléré; leur valeur s'est accrue de 16,5 %, alors qu'elle n'était montée que de 2,4 % l'année précédente. La majeure partie de cet accroissement est due aux augmentations massives de prix sur les marchés des matières premières. Le taux d'accroissement des importations de biens de consommation est resté notablement inférieur à celui de l'année précédente; il s'est chiffré à 12,6 % contre 17,1 %. La valeur des importations de produits énergétiques s'est élevée de 20 %, ce qui est largement imputable aussi au renchérissement.

Les importations de biens d'équipement ont diminué quelque peu par rapport à l'année précédente. Nos achats dans la CE se sont accrus de 12,2 %, dans l'AELE de 10,4 %, et dans les pays d'outre-mer, de 14,6 %.

Comme la valeur des exportations et celle des importations ont augmenté à peu près dans les mêmes proportions, le déficit de la balance commerciale, qui a atteint 3 955 millions de francs pendant les sept premiers mois, n'a dépassé que de 300 millions celui de l'an passé.

Pendant les premiers mois de l'année, le rythme de croissance de la production industrielle s'est accéléré nettement. A la fin du mois de mars, l'indice accusait une hausse de 4,2 % par rapport à l'année précédente, contre 2,9 % en 1972. Parmi les neuf branches envisagées, une seule, les arts graphiques, a maintenu sa production au niveau de l'année précédente, et deux, l'industrie des cuirs et du caoutchouc et celle de l'habillement et de la lingerie, ont enregistré une régression. L'industrie horlogère, avec 9,8 %, celle de la pierre et de la terre, avec 7,6 %, l'industrie métallurgique et l'industrie chimique, avec respectivement 7 % et 6,7 %, ont obtenu des taux d'accroissement supérieurs à la moyenne. L'industrie du papier paraît se remettre lentement des revers subis les deux dernières années, tandis que, dans l'industrie des machines et appareils, la tendance à la hausse constatée à la fin de 1972 s'est affaiblie.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail, dont le taux d'accroissement avait baissé déjà au premier trimestre, a moins progressé du mois d'avril au mois de juillet aussi. Pendant les mois de mai et de juin, l'augmentation a notablement faibli dans le secteur des denrées alimentaires et des boissons surtout, tandis que, dans l'habillement et les textiles, aucune tendance bien nette n'est apparue.

La fouguese expansion qui caractérisait la construction de logements semble s'être tempérée quelque peu ces derniers mois. Le nombre des logements construits au cours des sept premiers mois dans les 92 villes suisses dépasse encore de 5 % celui de l'année précédente, bien qu'il ait régressé de 5,5 % du mois d'avril au mois de juin. L'attrance des grands appartements de quatre pièces et plus ne diminue pas, en sorte que cette année, pour la première fois, la moitié environ des nouveaux logements entrera dans cette catégorie. Le nombre des permis de construire délivrés durant les sept premiers mois a diminué de 4,3 % par rapport à l'année précédente.

D'après les données recueillies par le délégué aux questions conjoncturelles, les investissements prévus des pouvoirs publics pour l'année en cours atteignaient 10,1 milliards de francs et dépassaient ainsi de 18 %, en valeur nominale, le montant enregistré en 1972. Selon une enquête menée récemment dans les offices fédéraux, dont les commandes de construction s'élèvent, cette année, à 2,7 milliards de francs, ou à 10 % du volume global de la construction en Suisse, la concurrence paraît se ranimer nettement dans diverses branches du secteur de la construction. Le nombre des maîtres d'oeuvre qui prennent part aux soumissions fédérales a de nouveau augmenté considérablement, en particulier pour les travaux de génie civil, secteur dans lequel la hausse des prix est pratiquement stoppée. Les experts de la Confédération estiment que, sauf pour les projets de construction dans les grandes villes et au Tessin, les prix offerts au cours du second semestre demeureront plus ou moins au niveau du mois de juin 1973. Les carnets de commandes et les possibilités d'emploi ont diminué dans divers secteurs de l'industrie du bâtiment.

Au premier semestre de 1973, le nombre des projets de construction et d'agrandissement dans l'industrie et l'artisanat, est resté au niveau de la période correspondante de l'année précédente, tandis que les projets de transformation et d'installation ont diminué légèrement. Le cubage, en particulier, a régressé fortement, soit de 26,3 %.

Le marché de l'emploi est demeuré tendu. Au cours du premier trimestre de 1973, le nombre des personnes occupées a diminué dans l'industrie du bâtiment et dans le secteur industriel et artisanal, alors qu'il a augmenté dans le secteur des services. L'indice d'occupation a baissé dans douze des quinze sous-groupes du secteur industriel; l'alimentation, le tabac, le caoutchouc et les matières plastiques ont échappé à cette baisse. D'après les indications dont on dispose, la pénurie de main-d'oeuvre s'est accentuée surtout dans les villes et dans les régions industrialisées. La population active étant pratiquement stable, la migration des secteurs primaire et secondaire vers le secteur tertiaire pose de sérieux problèmes. Il ne sera certainement pas possible de compenser longtemps la diminution du personnel et ses répercussions fréquentes sur l'utilisation de l'appareil de production en augmentant le nombre des heures de travail supplémentaire. Quoi qu'il en soit, cette évolution renforce la poussée des salaires.

Dans les premiers mois de l'année en cours, la hausse des salaires s'est accélérée. Pendant le premier trimestre, les taux salariaux sont montés de 5,7 % par rapport au trimestre précédent, contre 5 % l'an dernier, dans l'industrie, et de 7,9 %, contre 7,1 %, dans le bâtiment. Calculée sur une base annuelle, cette augmentation est de 9,3 %, contre 9,1 %, dans l'industrie, et de 8,8 %, contre 7,9 %, dans le bâtiment. Au deuxième tri-

mestre, les salaires tarifaires versés aux travailleurs des cinq grandes villes se sont accrus, tant dans le secteur public que dans le secteur privé, de 16 % en chiffre rond par rapport à l'année précédente, contre 10 % à peine en 1972.

La poussée sur les prix a continué également de se renforcer au cours des mois passés. Depuis le mois de mars, l'indice des prix à la consommation a dépassé régulièrement de 8 % à 8,3 % le niveau du mois correspondant de l'année précédente, alors que cette hausse se situait entre 6,3 % et 6,8 % en 1972. Dans les groupes chauffage et éclairage, instruction et divertissements, habillement, santé et soins personnels, les prix ont augmenté de plus de 10 % au mois de juillet. La progression massive des prix du mazout a joué à cet effet un rôle prépondérant. Parmi les pays industrialisés du monde occidental, la Suisse demeure l'un des Etats qui connaît le plus fort renchérissement.

Les taux d'accroissement des prix de gros ont été particulièrement élevés au cours des sept premiers mois. Du mois de janvier au mois de juillet, l'indice des prix de gros a passé de 7 % à 10,9 %, contre 2,9 % et 3 % du mois de janvier au mois de juillet 1972. Cette évolution a résulté en premier lieu du renchérissement explosif des biens importés, qui, par rapport aux mois correspondants de l'année précédente, a passé de 9,8 % au mois de janvier à 16,7 % au mois de juillet, alors que, en 1972, les prix n'avaient pratiquement pas varié. Les prix de gros des marchandises suisses n'ont augmenté que de la moitié environ, mais deux fois plus aussi qu'il y a un an. La hausse des prix de gros se répercutera sans aucun doute ces prochains mois sur les prix à la consommation.

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

Dans l'ensemble, la situation sur le marché suisse de l'argent et des capitaux est demeurée équilibrée durant les mois de juin, de juillet et d'août. Certes, les disponibilités du système bancaire ont diminué sensiblement, mais l'approvisionnement en fonds du secteur non bancaire est resté très abondant. L'excédent consécutif aux énormes quantités de fonds qui ont afflué en 1971 n'est pas encore entièrement absorbé. Comme les besoins des banques en disponibilités sont demeurés relativement modestes en raison de la limitation du crédit, les taux du marché monétaire se sont maintenus à un bas niveau jusqu'à la fin du mois de juillet. Cependant, au mois d'août, la forte hausse des taux d'intérêt à l'étranger et sur le marché des euro-devises a fait monter les taux en Suisse également. Le rétablissement parfois rapide du cours du dollar et la rémunération élevée ont éveillé passagèrement l'attrait des placements à l'étranger. La

hausse des taux à court terme n'a pas tardé à se répercuter sur l'évolution du marché des capitaux. Il a fallu améliorer légèrement, en faveur des souscripteurs, les conditions d'émission des emprunts, dont l'attrait faiblissait de plus en plus. Cette amélioration a permis au marché de demeurer relativement ouvert.

Comme les disponibilités du système bancaire diminuaient, la Banque nationale n'a pas modifié les taux des avoirs minimaux. Ces avoirs ont augmenté d'abord de 122 millions de francs aux mois de juin et de juillet, en raison d'un accroissement des engagements; mais ils ont régressé de 221 millions de francs à la fin du mois d'août, les engagements ayant enregistré une baisse surprenante. Aux échéances critiques, la Banque nationale a mis à la disposition des établissements de crédit l'aide financière habituelle, afin d'éviter des goulots d'étranglement dans l'approvisionnement en disponibilités et, partant, une pression sur le cours du dollar. Cependant, elle a exigé que les établissements qui avaient dépassé sensiblement l'accroissement autorisé de leurs crédits à la fin du mois d'avril 1973 versent sur un compte bloqué un tiers du montant du dépassement. Comme ces dépassements s'élevaient dans l'ensemble à 1,5 milliard de francs en chiffre rond, le montant ainsi stérilisé a été de un demi-milliard environ. L'arrêté fédéral instituant des mesures dans le domaine du crédit prévoit que, si le quota autorisé d'accroissement des crédits est dépassé, l'équivalent du dépassement doit être versé sur un compte spécial à la Banque nationale qui demeure bloqué jusqu'à ce que le dépassement soit résorbé, mais pendant trois mois au moins. La Banque nationale s'est réservée d'exiger d'autres montants partiels; elle y a renoncé toutefois en raison de la liquidité plutôt serrée. Au 31 juillet, jour où expirait la première période annuelle de la limitation du crédit, les déclarations des banques faisaient apparaître un dépassement de l'état autorisé des crédits, qui s'élevait encore à 900 millions de francs en chiffre rond. Il était donc bien inférieur au dépassement enregistré à la fin du mois d'avril. En principe, les établissements concernés doivent déposer ce montant intégralement à la Banque nationale au cours du mois de septembre. On a cherché cependant à tenir compte du fait que la cadence des crédits différait beaucoup d'un groupe de banque à l'autre, en fonction surtout de la structure de leurs affaires; il est, par conséquent, beaucoup plus difficile aux établissements qui accordent principalement des crédits à long terme de ramener en peu de temps le volume effectif de leurs crédits au niveau du quota autorisé. C'est pourquoi, les banques et les caisses d'épargne, dont les crédits hypothécaires et les prêts à des corporations de droit public représentent ensemble plus de la moitié du total du bilan ne sont tenues de verser à la Banque nationale que l'équivalent de la moitié du dépassement constaté à la fin du mois de juillet 1973. Ainsi, les versements exigés pour compenser les dépassements de crédit s'élèvent à 500 millions de francs en chiffre rond.

En accord avec le Conseil fédéral, la Banque nationale a fixé de nouveau à 6 % le taux d'accroissement des crédits pour la période allant du 1er août 1973 au 31 juillet 1974. La persistance de la surchauffe économique, l'évolution inflationniste des prix et l'approvisionnement relativement abondant de l'économie en argent et en crédit ont déterminé le choix de ce taux. Un contingent spécial de 500 millions de francs a été ouvert afin de prévenir les rigueurs que la limitation des crédits pourrait entraîner dans les travaux d'équipement et dans la construction de logements à loyer modéré. Les quotas supplémentaires prélevés sur ce contingent spécial sont alloués par la Banque nationale, sur la proposition d'une commission nommée par le Conseil fédéral. Les banques qui bénéficient d'un quota supplémentaire sont tenues, en principe, de financer au moyen de leur quota ordinaire une partie du crédit couvert par le contingent spécial.

Après que la Principauté de Liechtenstein eut imposé à ses banques les mêmes restrictions que celles qui sont en vigueur en Suisse, le Liechtenstein a été assimilé à la Suisse, à partir du 1er août 1973, dans l'application des dispositions relatives à la limitation de l'accroissement du crédit et aux avoirs minimaux. Cette mesure s'étend également aux ordonnances concernant le placement de fonds étrangers, la rémunération des fonds étrangers et à l'ordonnance portant obligation de solliciter une autorisation pour recueillir des fonds à l'étranger.

Il convient enfin de noter que, pour tenir compte d'une situation monétaire quelque peu détendue et pour faciliter le trafic ordinaire des paiements avec l'étranger, les banques peuvent de nouveau, depuis le 1er juillet 1973, calculer sur le solde mensuel moyen le plus élevé, et non plus sur le solde journalier le plus élevé, la commission prélevée sur l'accroissement des avoirs étrangers en francs suisses.

Les cours de change des monnaies étrangères par rapport au franc suisse, en particulier le cours du dollar américain, ont été soumis à des fluctuations extraordinaires. Pendant la première quinzaine du mois de juillet, le cours du dollar est tombé par moments au-dessous de 2,70, mais il s'est rétabli rapidement au mois d'août, pour dépasser temporairement 3,05 et se tenir ensuite entre 3,00 et 3,03 jusqu'à la mi-septembre. Par rapport au niveau enregistré le 5 mai 1971, la réévaluation du franc, pondérée en fonction de l'ensemble de nos exportations, a passé de 21,76 au 30 mai 1973 à 28,91 % au 18 juillet, pour redescendre ensuite à 21,57 % jusqu'au 29 août. Si, à la fin du mois d'août, le taux moyen de réévaluation était retombé à peu près au niveau qui était le sien, le 30 mai 1973, les cours de certaines monnaies ont subi cependant, durant cette période, des modifications considérables. Le cours de la livre anglaise par

rapport au franc, par exemple, a baissé de 6,1 %, celui du dollar canadien, de 2,9 %, celui du yen japonais, de 2,4 % et celui du dollar américain de 2,3 %; en revanche, le mark était réévalué de 9,2 % par rapport au franc, le schilling autrichien, de 7,1 %, le florin hollandais, de 3,4 %, et la lire italienne, de 1,2 %.

L'effet des mesures prises pour éviter de nouveaux afflux de fonds et pour endiguer l'expansion du crédit se reflète dans un fort ralentissement de l'accroissement des bilans bancaires. Après avoir légèrement régressé au premier trimestre de 1973, sous l'influence de facteurs saisonniers, le total des bilans des 72 banques qui remettent des données mensuelles a augmenté de 1,2 % seulement au deuxième trimestre. Il s'est inscrit alors à 199,5 milliards de francs, ne dépassant que de 1,4 % le niveau atteint un an auparavant. L'évolution des différentes positions au cours du deuxième trimestre laisse apparaître un important transfert des engagements en banque à vue, qui ont diminué de 8,2 %, et aux engagements en banque à terme, qui ont augmenté de 9,9 %. Il convient de relever en outre l'augmentation fortement ralentie des dépôts d'épargne, qui n'ont progressé que de 1,5 %, contre 14,6 % au deuxième trimestre de 1972. Les fonds placés en obligations de caisse ont continué de régresser, comme au premier trimestre; ils ont diminué de 0,7 %. A l'actif des bilans, l'encaisse a baissé de 13 %. L'accroissement du portefeuille des titres, qui s'est chiffré à 4,3 %, et celui des crédits accordés à l'étranger semble découler de la limitation des crédits accordés en Suisse.

L'expansion des crédits accordés en Suisse, selon le principe du domicile, a faibli sensiblement au premier semestre. Au premier trimestre, le volume du crédit des 72 banques qui remettent des données mensuelles a diminué légèrement, soit de 0,8 %, en partie sous l'effet de facteurs saisonniers; au cours du trimestre suivant, il a augmenté de 0,3 %. La comparaison des taux d'accroissement avec ceux de l'année précédente précise encore la situation. Le taux d'accroissement, qui atteignait 11,1 % à la fin du mois de décembre 1972 et 9,9 % à la fin du mois de mars 1973, était de 7,5 % à la fin du mois de juin et de 6,3 % à la fin du mois de juillet. Les taux d'accroissement des débiteurs et des prêts à des corporations de droit public ont diminué le plus fortement, tandis que le taux d'accroissement des prêts hypothécaires accusait un fléchissement relativement modeste, passant de 11,3 % à la fin de 1972 à 9,4 % à la fin du mois de juillet 1973.

Depuis que la Banque nationale a suspendu ses interventions sur le marché des changes, il ne s'est plus créé de moyens de paiement supplémentaires; le volume des moyens de paiement a même diminué quelque peu, ensuite des mesures de stérilisation et, dans une moindre proportion, des paiements de la Confédération à l'étranger. En outre, l'encadrement du crédit a restreint con-

sidérablement la création de monnaie scripturale du système bancaire. Ces deux mouvements ont ralenti sensiblement l'expansion de la masse monétaire intérieure. La masse monétaire au sens étroit (M1), qui, selon la tendance saisonnière habituelle, avait diminué de 4,6 % au premier trimestre de 1973, a augmenté de 3,9 % au cours du deuxième trimestre et s'est inscrite à 47,6 milliards de francs, dépassant ainsi de 2,8 % le niveau atteint un an auparavant, et de 34 % encore le chiffre enregistré deux ans auparavant. L'approvisionnement du pays en argent demeure donc nettement surabondant.

Sur le marché des capitaux, les souscriptions aux emprunts ont excédé régulièrement, jusqu'à la pause estivale, les montants offerts. La hausse des taux d'intérêt à l'étranger, et la nette tendance au relèvement des taux sur le marché suisse de l'argent ont laissé entrevoir une amélioration des taux à long terme. Aussi, les investisseurs ont-ils accueilli avec quelque réserve, au mois d'août, les nouvelles émissions. Les cours avant cotation en bourse des nouvelles émissions sont demeurés inférieurs au pair. Le rendement moyen des obligations de la Confédération, qui oscillait entre 5,33 % et 5,39 % aux mois de juin et de juillet, est monté à 5,77 % jusqu'à la mi-septembre. Les conditions des nouvelles émissions ont été adaptées, par la suite, à cette évolution. A la mi-septembre, le taux d'intérêt des emprunts étrangers de premier ordre était de 6 1/2 %.

Au cours des huit premiers mois de l'année, le recours net au marché des capitaux par l'émission d'obligations suisses et étrangères et d'actions suisses s'est élevé à 4 198 millions de francs; ce montant est de 14,1 % inférieur à celui qui a été atteint au cours de la période correspondante de l'année précédente. Les émissions d'obligations suisses ont prélevé sur le marché 2 076 millions de francs, ou 21 % de moins que l'an dernier. Cette régression est due au contrôle assez strict des émissions, introduit au début de l'année. Compte tenu du fort excédent de l'approvisionnement en argent et en crédit, le plafond des émissions a été fixé à 3,4 milliards de francs pour 1973. Ainsi, les mesures prises sur le marché des capitaux ont complété la limitation du crédit bancaire. Ce plafonnement a empêché du même coup une mise à contribution excessive du marché des capitaux et une hausse exagérée des taux d'intérêt.

Les événements qui se sont produits sur les marchés des changes ont influencé largement, durant les derniers mois, l'évolution des cours sur le marché des actions. Au mois de juin, les cours des actions ont pu se maintenir au niveau du mois de mai; ils sont tombés cependant au mois de juillet, presque parallèlement à la baisse du cours du dollar. Au début du mois d'août, l'indice des actions de la Banque nationale s'inscrivait à 165,6 points, niveau le plus bas de l'année. Il était ainsi de 13,3 % inférieur au niveau atteint à la fin de 1972. A la mi-septembre, l'indice s'élevait à 168,8 points.

21 septembre 1973

23

En raison de la hausse intervenue sur le marché des euro-devises, les taux du marché monétaire suisse ont été majorés au mois de juillet et au début du mois d'août. Les grandes banques ont relevé de $2\frac{1}{2}$ % à $3\frac{1}{2}$ %, puis à $4\frac{1}{2}$ % les taux des dépôts à trois mois. Le taux des dépôts à six mois a été porté, en trois étapes, de 3 % à $4\frac{3}{4}$ %. En revanche, le taux privé d'escompte a été maintenu à 5 %. Les taux des dépôts d'épargne et des hypothèques n'ont pas changé. La Banque nationale a accepté que les taux des obligations de caisse soient majorés de $\frac{1}{4}$ % à partir du 24 septembre 1973.

E x p o s é
présenté à la séance du Conseil de banque de la
Banque nationale suisse du 21 septembre 1973
par

Monsieur Alexandre Hay, vice-président de la Direction générale

La situation internationale

Lorsque j'ai commencé à réfléchir à l'exposé que j'allais vous faire ce matin, j'ai tout d'abord eu l'impression que, depuis la dernière séance du Conseil de banque au mois de juin, il s'était passé peu de choses et que la situation avait été, dans l'ensemble, relativement calme. En y regardant toutefois de plus près, je me suis alors aperçu que le trimestre écoulé avait été plutôt agité. Nous avons eu en effet, de nombreuses hausses de taux d'intérêt, d'autres mesures de restrictions monétaires, pas moins de six réévaluations, à savoir, le 29 juin, une réévaluation du mark de 5,5 %, le 2 juillet, du schilling autrichien de 4,8 %, le 9 septembre, du dollar australien de 5 % et du dollar néo-zélandais de 10 %, le 13 septembre, de la couronne islandaise de 3,6 % et, le 15 septembre, du florin de 5 %; nous avons eu une crise monétaire, au début du mois de juillet, au cours de laquelle les bourses allemandes des devises ont dû suspendre leur activité; on a parlé alors de réévaluation du franc français, de dévaluation de la livre et de la couronne danoise; c'est à ce moment aussi que le dollar a atteint le cours le plus bas: en Suisse, il est tombé jusqu'en dessous de 2,70 / 2,66, le 6 juillet.

Après la séance mensuelle de la BRI, le 10 juillet, les gouverneurs ont informé le public que les autorités américaines s'étaient déclarées disposées à intervenir sur les marchés pour soutenir le dollar. A cette fin, on a sensiblement élargi le réseau de swaps de la Banque de Réserve Fédérale de New York, en l'augmentant de plus de 6 milliards de dollars, pour le porter à 18 milliards. La limite suisse a passé de 1 à 1,4 milliard de dollars, auxquels s'ajoute la limite de la BRI, soit 0,6 milliard; l'utilisation n'en est cependant possible qu'avec l'accord de la Banque nationale. Immédiatement après cette séance, le cours du dollar est remonté à 2,80; par la suite, d'autres nouvelles se sont succédé, qui ont fait bonne impression sur le marché. Ainsi, on a eu le sentiment que, au Comité des Vingt qui s'occupe de la réforme du système monétaire mondial et qui s'est réuni à l'échelon ministériel, à Washington, à la fin du mois de juillet, les points de vue s'étaient quelque peu rapprochés. Nous verrons plus loin que, en réalité, cette impression est trop optimiste. Aux Etats-Unis même, au début du mois d'août, on est entré dans une nouvelle phase de contrôle des prix; dans le cadre de cette phase IV, la limite des hausses de salaire et de profit a été maintenue à 5,5 et 0,7 %. Vers la mi-août a été annoncée l'amélioration de la balance des paiements des Etats-Unis au deuxième trimestre, grâce notamment à un net progrès réalisé par la balance commerciale qui, pour la première fois depuis de nombreux mois et années s'est soldée, au mois de juillet, par un léger excédent. Toutes ces nouvelles, auxquelles s'ajoute le niveau très élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis, ont provoqué une rapide hausse du cours du dollar qui a atteint, en Suisse, 3,09 le 16 août. C'est sans doute cette meilleure tenue du dollar, qui s'est maintenue depuis lors, qui m'a donné l'impression que nous avons derrière nous un trimestre relativement calme. Il faut croire que l'on s'habitue vite à vivre dans des périodes agitées et que de telles périodes finissent

par vous paraître presque normales! Bien sûr, le fait que la Banque nationale n'intervient plus, depuis le mois de février, sur le marché des changes contribue à ce sentiment de calme relatif, puisque les nombreux événements qui ont marqué ce dernier trimestre ne nous ont pas obligés à prendre des décisions, comme c'eût été le cas dans le système de taux de change fixes.

Dans le document écrit qui vous a été remis, vous avez pu lire une description détaillée de la situation monétaire internationale. Je voudrais cependant ajouter encore quelques réflexions.

On ne soulignera jamais assez que le monde dans lequel nous vivons est un monde fortement inflationniste et que, par conséquent, les données telles qu'elles se présentent doivent être considérées avec beaucoup de circonspection. Comme le rapport l'indique, il en est notamment ainsi de la situation concurrentielle des différents pays, y compris la Suisse. Il y a quelques mois encore, la préoccupation majeure des autorités américaines était d'éviter une récession dans la deuxième partie de cette année et en 1974, préoccupation que nous avons, en vérité, quelque peine à partager. Aujourd'hui, les autorités américaines ont dû se rendre à l'évidence: la hausse des prix s'est accélérée, et les phénomènes inflationnistes ont pris davantage de virulence. Le Système de Réserve Fédérale l'a bien compris et pratique actuellement une politique d'intérêts élevés. Cette politique est extrêmement unilatérale, le gouvernement américain tardant à pratiquer une politique fiscale conforme aux nécessités de la lutte contre l'inflation. Tout le poids de cette lutte repose donc, en fait, sur la politique monétaire, d'où les taux extrêmement élevés que nous connaissons. D'après nos informations, il n'est d'ailleurs pas impossible que ces taux atteignent un niveau encore plus élevé.

Qu'arrivera-t-il lorsque la situation se modifiera ? Assistera-t-on alors à un reflux de fonds hors des Etats-Unis ? Ce reflux pesera-t-il sensiblement sur le cours du dollar ? On peut espérer que, lorsque les taux d'intérêt commenceront à baisser, la conjoncture intérieure des Etats-Unis sera moins virulente, ce qui devrait favoriser les exportations américaines et, par conséquent, une amélioration de la balance commerciale. La position du dollar s'en trouverait alors renforcée, et les capitaux hésiteraient sans doute à refluer vers l'étranger.

Quoi qu'il en soit, nous continuerons de vivre, ces prochains mois, dans une situation mouvante. En Europe, la coopération monétaire soulève d'importants problèmes, et l'évolution des monnaies à l'intérieur du "serpent" ne répond pas toujours aux réalités économiques. Mais la volonté politique de maintenir ce système a permis jusqu'ici de résister à ces réalités. L'Allemagne surtout, supporte une part considérable des efforts et des sacrifices consentis à cette fin. On peut se demander également si les réévaluations successives ne sont pas le reflet d'une situation aussi difficile, chaque pays à son tour cherchant à se protéger de l'inflation de ses voisins, que celle qui a caractérisé la période d'avant-guerre, durant laquelle les dévaluations "compétitives" se sont suivies à un rythme accéléré. Toutefois, l'amélioration de la balance commerciale des Etats-Unis et le renversement assez spectaculaire de la balance des paiements du Japon, qui est maintenant fortement déficitaire, laissent espérer un lent retour à un meilleur équilibre des balances des paiements sur le plan mondial. N'oublions pas, cependant, que les problèmes énergétiques, les recettes énormes des pays producteurs de pétrole, ne facilitent pas ce retour à un meilleur équilibre.

Avant de quitter les problèmes monétaires internationaux, j'ai pensé qu'il serait indiqué de faire avec vous le point des négociations concernant un nouveau système monétaire international.

Les renseignements que nous possédons, à quelques jours de l'ouverture de l'assemblée générale des institutions de Bretton Woods, nous ont été fournis par des membres du Comité des Vingt. Nous avons pu également consulter certains documents. Ces renseignements ne sont toutefois que fragmentaires.

Il semble généralement admis, au sein du Comité des Vingt, que la réforme du système monétaire devra assurer

- une amélioration du processus d'ajustement des balances des paiements et du fonctionnement du mécanisme des taux de change;
- l'introduction d'un degré approprié de convertibilité pour le règlement des soldes;
- une meilleure gestion des réserves mondiales, dont les DTS deviendraient l'élément prépondérant;
- la limitation et, le cas échéant, la consolidation des mouvements de capitaux perturbateurs;
- l'augmentation des ressources réelles destinées aux pays en voie de développement.

Les discussions du Comité des Vingt ont porté jusqu'ici principalement sur le mécanisme d'ajustement et sur la convertibilité. En ce qui concerne le mécanisme d'ajustement, les Etats-Unis demandaient qu'un déséquilibre des balances des paiements entraîne des obligations d'ajustement symétriques de la part des pays excédentaires et des pays déficitaires. Les mécanismes d'ajustement, comprenant soit des mesures intérieures, soit des modifications de parités, seraient déclenchés automatiquement par l'évolution d'un indicateur objectif, à

savoir les réserves monétaires, et des pressions, introduites aussi automatiquement et allant jusqu'à des sanctions commerciales, s'appliqueraient aux pays récalcitrants. Les pays de la CEE, le Japon et d'autres Etats, s'opposaient de leur côté à l'automatisme du mécanisme et des sanctions, ainsi qu'à l'utilisation d'un indicateur unique. Ils estimaient que le mécanisme d'ajustement devait être fondé sur des consultations. Lors de la réunion ministérielle du Comité des Vingt, à la fin du mois de juillet, les pays de la CEE et le Japon semblent avoir admis le principe de la symétrie des obligations des pays déficitaires et excédentaires. Les Etats-Unis ont fait, de leur côté, des concessions concernant l'automatisme du système. Mais, puisque le mécanisme d'ajustement allait reposer sur des consultations, ils ont présenté des propositions tendant à renforcer le poids politique du FMI. Lors de la réunion qu'ils ont tenue à Paris au début de ce mois, les suppléants du Comité des Vingt ne semblent pas être parvenus à s'entendre sur la portée des concessions faites par les Ministres. Des divergences importantes subsistent même sur le problème de l'ajustement.

Quant à la convertibilité, les pays de la CEE ont défendu le principe du règlement des soldes en actifs de réserve primaires (DTS, or), qui empêcheraient les pays à monnaie clé de financer leur déficit au moyen de leur propre monnaie, comme l'ont fait, jusqu'ici, les Etats-Unis. L'obligation de convertir les avoirs en devises ne serait pas absolue, mais le FMI veillerait à ce qu'il n'y ait pas d'accumulation excessive de ces avoirs et désignerait les pays qui doivent les convertir en DTS. Les Etats-Unis pour leur part hésitent à sacrifier le rôle de monnaie de réserve que joue le dollar et demandent que la conversion des devises en DTS demeure facultative ou fasse l'objet de négociations bilatérales.

Au début de cet été, les experts de la CEE et des Etats-Unis se sont demandé si un système d'intervention en monnaies multiples, analogue à celui qui est appliqué au sein de la CEE, ne permettrait pas de résoudre à la fois le problème du maintien des parités et celui de la convertibilité. Mais le Comité des Vingt a renoncé à approfondir, avant Nairobi, les questions techniques complexes que poserait l'introduction d'un tel système. Les Allemands, de leur côté, ont souhaité que les placements de devises effectués par les banques centrales soient soumis à certaines règles.

La question de la consolidation des anciens avoirs en devises ne semble pas encore avoir fait l'objet de discussions très poussées. Sa solution dépendra de la forme de la convertibilité qui sera introduite dans le nouveau système monétaire. L'hypothèse de travail actuelle consisterait à créer, dans le cadre du FMI, un mécanisme de substitution permanent ou temporaire, qui permettrait aux différents pays de convertir en DTS leurs avoirs en devises. Un problème toutefois apparaît, du fait que la conversion massive de ces avoirs entraînerait une dépréciation des DTS qui pourrait nuire au fonctionnement du nouveau système monétaire. En fait, les Etats-Unis évitent de parler de la consolidation des avoirs en devises. Ils affirment que le retour à l'équilibre de leur balance des paiements résoudra ce problème.

S'agissant du mécanisme des taux de change, les ministres du Comité des Vingt se sont ralliés, au mois de mars dernier, à la formule des parités fixes, mais ajustables. L'hypothèse de travail se fonde sur des marges de $2 \frac{1}{4} \%$ de part et d'autre de la parité. Mais le fait que ces marges pourraient être modifiées sans amendement des statuts du FMI et que le FMI pourrait autoriser les pays membres à recourir à des taux de change

flottants inquiète certains pays de la Communauté, qui craignent que le nouveau système ne favorise indûment la généralisation des taux flottants.

Le problème des mouvements de capitaux déséquilibrants n'a pas non plus été discuté de façon approfondie, mais il semble que le FMI tolérerait toutes les mesures que les pays prennent usuellement pour se prémunir contre ces mouvements de capitaux (double marché, cours flottant, etc.). Le FMI veillerait simplement à éviter une application discriminatoire de ces mesures.

Quant au rôle des DTS, il est admis, comme on l'a vu, qu'il deviendrait prépondérant dans le nouveau système. Il est par conséquent prévu d'éliminer des statuts du FMI toutes les dispositions qui limitent leur emploi. Si l'on fait abstraction de la France et de l'Afrique du Sud, plus personne ne défend le maintien d'un lien entre l'or et les DTS. Les discussions sur l'or sont pleines d'arrière-pensées. Les Etats-Unis craignent que la liberté totale d'opérer sur le marché de l'or ne conduise rapidement à l'établissement d'un nouveau prix du métal pour les transactions entre les banques centrales et que ce prix n'instaure une nouvelle relation entre l'or et les monnaies. Ils désirent arriver progressivement à la démonétarisation intégrale de l'or. Pour la majorité des membres du Comité des Vingt, la valeur des DTS devrait correspondre à la moyenne des valeurs des quinze principales monnaies, alors que d'autres membres du Comité ne voudraient prendre en considération que quelques monnaies fortes. La question du rendement des DTS revêt une importance cruciale, car c'est en partie en fonction de ce rendement que les pays décideront soit de conserver des dollars, soit de détenir des DTS. Les Etats-Unis voudraient que le rendement des DTS demeure assez bas.

Enfin, en ce qui concerne le "link", c'est-à-dire le lien entre la création de DTS et l'aide au développement, son principe semble être admis par l'ensemble des pays industrialisés, à l'exception des Etats-Unis, dont l'opposition paraît plus tactique que fondamentale. Pour éviter que le "link" n'ait des répercussions inflationnistes, il est prévu que la création de DTS ne devrait pas dépasser les besoins mondiaux de liquidités.

Comme on le voit, la situation demeure très ouverte, car aucun accord n'est encore intervenu sur les points les plus importants.

Il ne convient certes pas de préjuger les résultats de la réunion de Nairobi. L'optimisme excessif qui avait caractérisé la réunion ministérielle du Comité des Vingt a fait place à un pessimisme sans doute excessif, lui aussi, après la dernière réunion des Suppléants. Il semble en tout cas peu vraisemblable que la volonté de compromis qui s'est manifestée à Tokyo, lors de la réunion du Gatt, soit absente à Nairobi. Cependant, même si les ministres parviennent à s'entendre, à Nairobi, sur quelques points, il subsistera de nombreux problèmes complexes dont la solution exigera beaucoup d'efforts et de temps.

Qu'il faille encore beaucoup de temps ne me paraît d'ailleurs pas être un malheur. Il me semble en effet vain d'essayer de faire fonctionner un nouveau système monétaire avant que la plus importante monnaie de ce système, à savoir le dollar, ne retrouve une véritable stabilité et ne jouisse de la confiance générale. Quelles que soient les modalités techniques finalement acceptées par les pays du FMI, elles ne pourront déployer leurs effets que si la balance américaine des paiements demeure, grosso modo, en équilibre, ce qui implique en particulier une

balance courante en excédent, pour permettre les exportations de capitaux indispensables au reste du monde. A son tour, ce résultat ne peut être obtenu que si l'économie américaine est saine, donc débarrassée du virus de l'inflation. Nous sommes malheureusement encore assez loin d'une telle situation. Le professeur Friedman, dans un récent article, ne prédit-il pas que les Etats-Unis devront vivre avec l'inflation pendant encore au moins deux ans ... C'est sans doute une vue pessimiste, et peut-être arriverons-nous dans un délai moins éloigné à une certaine stabilité des changes, même sans la mise en vigueur d'un nouveau système monétaire.

La situation suisse

Dans le rapport qui vous a été diffusé avant la séance, vous aurez lu que les mesures prises au mois de décembre de l'année dernière commencent à produire certains effets positifs, en particulier dans le secteur de la construction et, surtout, dans celui du génie civil. On signale des baisses de prix atteignant 8 à 10 %. La concurrence est plus marquée qu'auparavant, ce qui se répercute sur les soumissions. La limitation de l'expansion du crédit devrait entraîner un ralentissement progressif de la conjoncture.

Au premier semestre de cette année, les crédits accordés par 72 banques, grandes et moyennes, n'ont augmenté que de 0,5 milliard de francs en chiffre rond, alors qu'ils s'étaient accrus de 6,2 milliards durant la période correspondante de 1972. Au mois de juillet, ils ont même décréu d'environ 900 millions de francs. Cette diminution s'explique, en grande partie, par la volonté des banques, qui avaient accordé des crédits dépassant leur quote-part, de réduire leur dépassement avant la date critique du 31 juillet.

Le taux d'accroissement que les crédits bancaires ont enregistré entre une date et la date correspondante de l'année suivante a diminué de mois en mois. De 11,1 % à la fin de 1972, il a passé à 9,9 % à la fin du mois de mars 1973, à 7,5 % à la fin du mois de juin, et à 6,3 % à la fin du mois de juillet. Il ne dépassait alors que de fort peu le taux d'accroissement autorisé. La baisse la plus marquée des taux d'accroissement concerne les comptes débiteurs et les avances à des collectivités de droit public. A la fin du mois de juillet, les taux relatifs à ces types de crédit ne se chiffraient respectivement qu'à 3,5 et 6 %. Par contre, les taux relatifs aux placements hypothécaires n'ont diminué que faiblement, s'inscrivant à 11,3 % à la fin de 1972 et à 9,4 % à la fin du mois de juillet 1973. Par ailleurs, l'évolution des taux d'accroissement a varié d'une catégorie de banques à l'autre.

Seul l'état des crédits à la fin du mois d'août permettra de dire dans quelle mesure la réduction de juillet est due à la volonté d'éliminer passagèrement seulement un excédent et dans quelle mesure elle provient d'une diminution réelle, telle qu'on l'a observée au premier semestre. Nous disposerons de ces données à la fin de ce mois. Il ne serait pas surprenant que la courbe soit remontée au mois d'août. Si tel devait être le cas, nous serions amenés, peut-être, à revoir le fonctionnement de ce système.

Les promesses de crédit ont également sensiblement diminué depuis le début de cette année; à la fin du deuxième trimestre de 1973, elles avaient augmenté de 1 737 millions de francs, contre 7 326 millions une année auparavant.

Pour atténuer les rigueurs qu'a provoquées le brusque passage à la limitation légale des crédits, la Banque nationale a fait preuve d'une certaine retenue dans l'application des sanctions; elle a exigé un premier versement pour les dépassements de crédit constatés à la fin du mois d'avril; elle a limité les montants à verser au tiers des dépassements. Comme ceux-ci atteignaient 1,5 milliard de francs, les fonds qui ont été versés en compte spécial et qui, d'après les prescriptions légales, doivent rester bloqués durant trois mois au moins, soit jusqu'au 20 septembre, se sont chiffrés à 500 millions de francs en chiffre rond.

A la fin du mois de juillet, 91 établissements avaient excédé leur quote-part. Les dépassements s'inscrivaient à 906 millions de francs, ce qui marque une notable diminution depuis le mois d'avril. Nous en avons déjà signalé la cause. Dans 15 banques, les dépassements excédaient 4 % de l'état maximal autorisé. Dans 11 établissements, le taux atteignait même plus de 6 %. Ces derniers cas impliquent des dépassements supérieurs à l'accroissement annuel autorisé.

Il est certain que les établissements spécialisés dans le crédit à long terme ont eu plus de peine à réduire leurs dépassements que les banques spécialisées dans le crédit à court terme. La Banque nationale en a tenu compte. En effet, si elle a décidé que le montant correspondant au dépassement complet enregistré à la fin du mois de juillet devait être bloqué sur compte spécial, elle a néanmoins admis que les établissements spécialisés dans le crédit à long terme, soit les banques et les caisses d'épargne dont les crédits hypothécaires et les prêts à des collectivités de droit public constituent plus de 50 % du bilan, déposent un montant correspondant à la moitié seulement de leur dépassement. Au total, les avoirs en compte

spécial pourraient se chiffrer ainsi à un demi-milliard de francs. Les versements des banques en compte spécial devraient contrebalancer les remboursements dont bénéficient, après trois mois de blocage, les établissements qui ont réduit, totalement ou partiellement, leur dépassement. Bien que ces mouvements ne modifient guère la liquidité globale du système bancaire, ils améliorent ou détériorent la situation de certains établissements. J'ajoute que la facilité accordée aux banques spécialisées dans les prêts à long terme ne constitue pas un précédent.

Le 31 juillet, la première phase de la limitation légale du crédit a pris fin. Cependant, comme nous le savons, la surchauffe persiste. La masse monétaire, c'est-à-dire les moyens de paiement dont dispose le secteur non bancaire, est toujours excessive. Il convient donc de continuer à restreindre la création de monnaie par les banques. D'entente avec le Conseil fédéral, la Banque nationale a décidé de limiter l'accroissement du crédit, pour la période du 1er août 1973 au 31 juillet 1974, à 6 % de l'état autorisé au 31 juillet 1972, soit à 6,5 milliards de francs en chiffre rond. Il faut toutefois déduire de cette somme les dépassements au 31 juillet 1973.

En outre, la Banque nationale a ajouté à cet accroissement de 6 % un montant global de 500 millions de francs destiné à éviter certaines rigueurs. Elle a ainsi tenu compte du fait que de nombreuses banques, ayant accordé des promesses de crédit considérables en 1972, ont de grandes difficultés à se conformer à la limitation et ne peuvent plus accorder aucun crédit. Le montant supplémentaire doit faciliter l'approvisionnement en crédit de régions dont la banque cantonale est le principal pourvoyeur. Il doit permettre de financer des travaux d'infrastructure qui ne peuvent être reportés, ainsi que la construction de logements subventionnés. Les quotes-parts supplémentaires constituées grâce à ce montant se rapporteront

à des crédits effectivement utilisés jusqu'au 31 juillet 1974. Il devrait donc en résulter un volume de construction d'un montant nettement supérieur à 500 millions de francs. En principe, l'octroi d'une quote-part supplémentaire est soumis à la condition que la banque impute sur sa quote-part ordinaire une partie du financement décidé. Il dépend également de la situation économique dans la région. Pour l'examen des demandes tendant à l'octroi de quotes-parts supplémentaires, le Conseil fédéral a désigné une commission qui comprend plusieurs députés aux Chambres, marquant par là l'importance politique de la question. Sur proposition de la commission, la Banque nationale octroie les quotes-parts supplémentaires.

La limitation des crédits bancaires est complétée par l'action de la commission qui fixe le calendrier et le montant des émissions. Celle-ci contribue aussi à freiner le rythme et l'importance des investissements tant publics que privés. Confédération, cantons et communes sont obligés de revoir leurs plans financiers et d'étaler dans le temps leurs travaux. Il en est de même pour certains investissements financés par l'économie privée, même s'ils sont prioritaires, comme les entreprises électriques, atomiques ou de gaz.

Lorsque nous nous retrouverons à notre réunion ordinaire du mois de décembre, le peuple et les cantons se seront prononcés sur l'arrêté fédéral du 20 décembre 1972. Le maintien de ces dispositions est indispensable si nous voulons arriver à des résultats positifs, résultats qu'il n'est pas possible d'atteindre en l'espace d'une année, les mesures ayant été prises alors que l'inflation était déjà virulente. Que les mesures découlant de ces arrêtés provoquent des rigueurs et des difficultés, cela est inévitable, je dirais même que c'est néces-

saire. Le rétablissement d'une situation moins inflationniste ne peut aller sans sacrifices. Certes, certains supportent des sacrifices plus lourds que d'autres; cela aussi est malheureusement inévitable. Le but que nous avons en vue est d'une telle importance et tellement fondamental pour la continuation de notre système économique et politique que ces inconvénients doivent être admis. Il faut bien être au clair; si l'arrêté n'est pas accepté par la majorité du peuple et des cantons, nous assisterons alors à une sensible hausse des taux d'intérêt provoquée par les forces du marché. Il vous intéressera de savoir que, lors de la dernière réunion de la commission chargée d'établir le calendrier des émissions, nous nous sommes trouvés en présence d'annonces portant sur 51 emprunts, au montant total de 2,1 milliards de francs, pour les trois derniers mois de cette année. La commission a donné son accord à l'émission de 40 emprunts portant sur 950 millions, dont un emprunt de la Confédération de 200 millions de francs. Grâce à ces réductions, il est possible d'éviter une trop forte hausse du taux d'intérêt à long terme. Sans les décisions de la commission, nous assisterions rapidement à une hausse beaucoup plus marquée de ce taux. Somme toute, il n'est guère normal que les taux d'intérêt soient inférieurs au taux de renchérissement, qui, lui, dépasse 8 %, mais nous connaissons tous les raisons qui motivent notre politique dans ce domaine.

En cas de rejet de l'arrêté sur le crédit, il ne restera à la Banque nationale qu'à utiliser les moyens de la politique monétaire qui sont de sa compétence, notamment la politique d'open market et celle du taux d'escompte. Le financement des échéances mensuelles, trimestrielles ou annuelles devra se faire essentiellement par le marché. Tout ceci aura des conséquences inévitables en matière de taux d'intérêt et de cours de change. Le système des taux de change flottants, dans lequel

la Banque nationale n'intervient pas sur le marché des changes, nous permettrait d'appliquer cette politique avec la rigueur voulue. Ce tableau assez sombre n'est pas une menace, mais le reflet réel de la situation devant laquelle la Banque nationale se trouverait dans cette hypothèse. Je demeure, toutefois, persuadé que le peuple et les cantons sauront, comme par le passé, reconnaître l'intérêt général avant leurs intérêts particuliers.

La Direction générale serait heureuse de savoir comment les membres du Conseil, notamment ceux qui exercent leur activité dans l'industrie d'exportation, jugent la situation concurrentielle de la Suisse aux taux de change actuels; elle serait également intéressée de connaître la position des membres du Conseil sur le scrutin du 2 décembre.