

# Rapport

sur la situation économique et monétaire remis

au Conseil de banque de la Banque nationale suisse pour sa séance du 12 décembre 1975

## Tendances conjoncturelles internationales

Dans l'ensemble, la conjoncture économique ne s'est plus aggravée au cours de ces derniers mois. Aux Etats-Unis, les principaux indices économiques marquent une reprise sensible, dont la durée demeure cependant incertaine. Dans plusieurs pays d'Europe et au Japon, le ralentissement conjoncturel semble s'être approché de son point inférieur, ou même l'avoir atteint déjà. Cette constatation ne s'applique ni à la Grande-Bretagne, ni à l'Italie, où la récession continue. Le Secrétariat de l'OCDE estime que, en 1975, le produit national brut des Etats membres diminuera de 2,1% dans l'ensemble. Parmi les grands pays industrialisés, seul le Japon enregistrera une croissance, qui devrait se chiffrer à 1,5%. Le produit national brut des Etats-Unis devrait décroître de 3,1%, celui de la République fédérale d'Allemagne, de 4,1%, celui de la Grande-Bretagne, de 2,3%, celui de l'Italie, de 4,5%, celui des Pays-Bas, de 2,5%, celui de la Belgique, de 1,3% et celui de la Suisse, de 4%. Il semble que, pour la première fois depuis 1953, les exportations et les importations des Etats membres de l'OCDE fléchiront. Après avoir augmenté respectivement de 7% et de 0,5% en 1974, elles diminueront vraisemblablement de 6% et de 4,5% cette année.

Les différences de conjonctures s'expliquent de plusieurs façons. Non seulement la récession et les mesures pour y mettre fin n'ont pas commencé en même temps dans chaque Etat, mais encore les déficiences dans les structures économiques des divers pays, auxquelles il n'est guère possible de remédier rapidement, sont plus ou moins marquées. Par ailleurs, la part du commerce extérieur à l'ensemble du produit national brut joue un rôle capital. Aux Etats-Unis, où elle ne se chiffre qu'à environ 5%, les dispositions visant à stimuler la demande intérieure influent de façon relativement forte sur la conjoncture. Par contre, l'Europe occidentale dépend largement de l'évolution de ses exportations. Il en va surtout ainsi des petits pays, tels la Suisse et les Etats du Benelux, dont les exportations atteignent environ 40% du produit national brut. Ces pays éprouvent de grandes difficultés à accélérer leur activité économique en stimulant la demande intérieure.

L'importance du chômage qu'entraîne la récession mondiale pose de graves problèmes à presque tous les Etats. Cet automne, le nombre des chômeurs enregistrés dans les plus importants pays industrialisés était estimé à 17,1 millions, ou à 5,2% de la population active. Aux Etats-Unis, le taux de chômage n'a pas encore diminué, malgré la reprise économique. La résorption du chômage est difficile, parce que l'économie dispose d'un appareil de production en partie inemployé et qu'un grand nombre de jeunes gens, qui entrent dans la vie active, doivent

être intégrés au processus de production, tout comme la main-d'œuvre en chômage. Le fait que les jeunes gens en âge de travailler ont des difficultés accrues à trouver un emploi adéquat, voire un emploi quelconque, est un des problèmes les plus sérieux de la présente récession. Par ailleurs, l'aide apportée aux chômeurs grève toujours davantage les finances publiques.

Dans la situation actuelle de l'économie internationale, l'évolution des prix suscite un certain espoir. Les tendances inflationnistes commencent à s'atténuer. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le coût moyen de la vie dans les Etats membres de l'OCDE est monté d'environ 10% jusqu'au mois de septembre; ou n'avait pas constaté de progression aussi faible depuis le mois de décembre 1973. Au mois de septembre 1974, le taux correspondant atteignait encore 14,3%. Dans ce domaine également, l'évolution diffère fortement d'un pays à l'autre. Alors que le taux de renchérissement enregistré en Grande-Bretagne se chiffre encore à 25,9%, il est descendu sensiblement ces derniers mois, par rapport à la période correspondante de l'an passé, en Italie, aux Etats-Unis et en Suisse. En République fédérale d'Allemagne, le taux modeste de l'an passé a baissé encore quelque peu.

## Aperçu de la conjoncture à l'étranger

Il est difficile de se prononcer sur l'importance et sur la persistance de la reprise aux *Etats-Unis*, car la tendance des indices économiques change d'un mois à l'autre. Au cours du troisième trimestre, le produit national brut réel a augmenté très fortement; son taux d'accroissement, calculé sur une base annuelle, s'est inscrit à 13% en chiffre rond. Comme cette progression semble due en grande partie au fait que la réduction des stocks s'est ralentie, elle pourrait s'atténuer au dernier trimestre de l'année. Au troisième trimestre, la production industrielle s'est accrue au même rythme que le produit national. Cependant, le taux de croissance par rapport au mois précédent a fléchi nettement au mois d'octobre. Toutes les branches ont enregistré une hausse au troisième trimestre, en particulier celles qui produisent des biens d'équipement. L'activité dans le secteur de la construction de logements a varié fortement d'un mois à l'autre. Pour la première fois depuis six mois, les commandes passées à l'industrie ont diminué au mois de septembre. L'évolution de la consommation demeure également incertaine. Si l'augmentation des crédits à la consommation au mois de septembre a été la plus élevée depuis la fin de l'été 1974, l'indice relatif à la confiance qu'ont les consommateurs en l'avenir a baissé au mois d'octobre, pour la première fois cette année.

En outre, bien que les indices reflètent une continuation de la reprise, on constate une hausse vigoureuse des prix de gros et une augmentation du chômage.

Au Japon, la récession n'est pas encore terminée. Après s'être accru constamment du mois de mars au mois de juillet, le volume de la production industrielle a été inférieur, au mois de septembre, à celui de l'année précédente. Comme l'appareil de production n'a pas été utilisé pleinement et que les commandes n'ont guère augmenté, la tendance du secteur privé à investir est restée faible. La consommation s'est à peine accrue, ce qui ne surprend pas, car le chômage a atteint au mois de septembre le chiffre le plus élevé depuis 1959. Néanmoins, la hausse des prix tend à s'accélérer de nouveau. Au mois de septembre, l'indice des prix de gros excédait le niveau de l'an passé de 1% en chiffre rond, l'indice des prix de détail, de presque 11%.

En République fédérale d'Allemagne, la reprise paraît se dessiner. Au troisième trimestre, le produit national brut réel a augmenté légèrement par rapport au trimestre précédent. Cette progression semble provenir surtout du fait qu'une grande partie de la demande a dû être satisfaite au moyen de la production courante, car certaines branches avaient réduit considérablement leurs stocks. Par conséquent, la production a cessé de diminuer, mais l'utilisation de l'appareil de production est restée faible. Le nombre de chômeurs a continué de dépasser un million. La consommation privée ne s'est accrue que très légèrement. Après que la demande extérieure se fut stabilisée, le recul des exportations a cessé. Les importations de biens de consommation et d'équipement ayant augmenté légèrement, l'excédent de la balance commerciale s'est réduit à un rythme accéléré. Comme le cours du mark a baissé, les termes de l'échange se sont détériorés.

En France, le nouveau programme visant à animer la conjoncture a amélioré quelque peu le climat économique. Si la demande extérieure continue à diminuer, la demande intérieure, surtout celle des biens de consommation, se redresse. Cette progression semble résulter, en partie, d'allocations versées aux personnes à revenus modestes. Les effets du programme conjoncturel sur la production industrielle ne sont pas encore visibles, car les entreprises observent une certaine retenue dans leurs investissements, malgré les facilités de crédit et la prime de 10% afférente aux investissements. Toutefois, la suppression de la prime à la fin de l'année risque d'accélérer la demande de biens d'équipement avant cette échéance.

Pour la première fois, les demandes d'emploi non satisfaites ont dépassé le million au mois d'octobre. Le chômage partiel s'est accru également. Comme l'évolution du taux de renchérissement n'a pas répondu entièrement aux prévisions optimistes, le gouvernement a décidé de s'opposer aux poussées inflationnistes, qui ont tendance à s'accroître de nouveau, en renforçant le contrôle des prix et en étendant le blocage des marges commerciales à d'autres produits.

En Grande-Bretagne, l'affaiblissement de la conjoncture s'est poursuivi. Le chômage est demeuré élevé. Néanmoins, la diminution du produit intérieur brut et de la production industrielle s'est ralentie au troisième trimestre, par rapport aux trimestres précédents. Les taux de renchérissement restent considérables; au mois d'octobre, les prix de détail étaient montés d'environ 26% en un an, les prix de gros des produits manufacturés, de presque 22%. Pourtant, la hausse des deux indices s'est atténuée légèrement. Durant les mois de septembre et d'octobre, la balance commerciale s'est soldée par un déficit inférieur à celui des deux mois précédents. En raison de la diminution constante des réserves monétaires et du déficit de la balance des revenus, estimé à 1,8 milliard de livres, le gouvernement a requis une aide financière du FMI se chiffrant à 975 millions de livres.

L'Italie également subit encore la récession. Le chômage partiel, les licenciements, les fermetures d'entreprises et les faillites ont augmenté. Si la production industrielle s'est ranimée, après avoir atteint le creux de la vague au mois d'août, période de vacances, elle reste inférieure au niveau de l'an passé. Le taux de renchérissement, qui avait baissé depuis le début de l'année, a recommencé à monter. Pour l'ensemble de l'année, on estime toutefois qu'il n'atteindra que 18%, contre 25% en 1974.

#### **Evénements monétaires internationaux**

Dans le monde occidental, la structure des balances des revenus s'est modifiée considérablement cette année. Selon les dernières estimations, la balance globale des Etats membres de l'OCDE sera presque équilibrée; son déficit devrait s'inscrire à 3 milliards de dollars en chiffre rond, contre plus de 33 milliards en 1974. L'excédent enregistré par les Etats membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) passerait de 67 milliards de dollars à un peu plus de 40 milliards de dollars. Ces changements s'expliquent par la récession, qui a réduit la demande de pétrole, et par l'accroissement important des produits que les pays industrialisés vendent aux pays de l'OPEP. Les balances des revenus des Etats membres de l'OCDE se sont améliorées au détriment surtout des pays en développement non producteurs de pétrole. Les balances de ces Etats pourraient se solder par un déficit de 30 milliards de dollars, contre 17 milliards l'an passé. L'ampleur du déficit suscite des inquiétudes sur l'approvisionnement futur de ces pays en produits importés et sur son financement. Selon les prévisions de l'OCDE, la diminution du déficit de ces pays, qui pourrait résulter l'année prochaine d'un accroissement de leurs exportations, serait insignifiante.

Si la balance des revenus des pays membres de l'OCDE s'est améliorée dans l'ensemble, la situation a varié fortement d'un pays à l'autre. La France, l'Italie, le Royaume-Uni et le Japon ont réduit sensiblement leur déficit. Alors que la balance des Etats-Unis était équilibrée l'an passé, elle pourrait se solder en 1975, pour la

première fois depuis bon nombre d'années, par un excédent considérable, atteignant plus de 10 milliards de dollars. Par contre, le surplus élevé qu'avait enregistré jusqu'alors la République fédérale d'Allemagne s'est réduit nettement. Les balances de quelques petits Etats, tels certaines pays scandinaves et méditerranéens se sont détériorées en 1975.

Au cours de la période examinée, les marchés des changes sont restés relativement calmes. L'amélioration des balances américaines des revenus et des paiements, ainsi que la tendance à la reprise conjoncturelle avaient permis un redressement du dollar. Cependant, le fait que les taux d'intérêt à court terme ont baissé par moments considérablement, en raison surtout de la faiblesse relative de la demande de crédit, a fait perdre au dollar, à partir du mois de septembre, une partie du terrain qu'il avait gagné jusqu'en été. La situation financière incertaine de la ville de New York a renforcé encore, particulièrement aux mois d'octobre et de novembre, la légère pression qui s'exerçait sur le cours du dollar. Par rapport aux monnaies du serpent, le cours du franc suisse s'est maintenu à un niveau élevé ou s'est raffermi légèrement. Le cours du mark allemand, qui est devenu ces derniers temps la monnaie la plus faible du serpent, a continué de fléchir quelque peu par rapport au franc suisse; celui de la livre sterling est descendu au point le plus bas jamais atteint par rapport au dollar.

Les discussions qui ont porté ces derniers mois sur les problèmes monétaires internationaux ont visé essentiellement à éliminer, en vue de la session du Comité intérimaire du FMI prévue pour le mois de janvier à la Jamaïque, les divergences qui subsistaient après la réunion tenue à la fin du mois d'août, afin d'achever la révision des statuts du FMI. Cette révision concerne principalement l'emploi de l'encaisse-or détenue par le FMI et par les banques centrales, la majoration des quotas et le futur système des changes. Les points de vue de la France et des Etats-Unis, notamment, différaient considérablement, en particulier sur cette dernière question.

Au cours de la conférence au sommet qui a réuni à Rambouillet, du 15 au 17 novembre, les chefs d'Etat ou de gouvernement des Etats-Unis, du Japon, de la République fédérale d'Allemagne, de la France, de la Grande-Bretagne et de l'Italie, il semble que l'on ait réalisé certains progrès qui devraient permettre de s'entendre sur la réglementation future du système des changes et des réserves officielles d'or, ainsi que sur la majoration des quotas du FMI. Au mois de janvier, on devrait donc pouvoir procéder à la révision partielle des statuts du FMI. Le résultat le plus important obtenu à Rambouillet a été la convention relative aux cours de change, que les Etats-Unis et la France ont conclue. Cette convention comprend deux parties. La première s'applique à l'avenir immédiat, soit à la période qui suivra la session du Comité intérimaire, à la Jamaïque, si celle-ci aboutit. Elle prévoit un effort accru en vue de stabiliser les cours de change et d'éviter ainsi, par des interventions coordonnées des banques centrales, des

fluctuations erratiques des changes. Dans ce but, les banques centrales doivent se concerter chaque jour, et les ministères des finances doivent examiner les résultats de cette concertation lors de réunions périodiques tenues au niveau des ministres et des experts. La seconde partie de la convention, qui se rapporte à la réglementation à plus long terme du système des changes dans les statuts du FMI, prévoit, selon les informations dont on dispose actuellement, que chaque pays sera libre, dans une phase transitoire, d'appliquer le système de son choix sous la surveillance du FMI. Après une période transitoire d'une durée indéterminée, les Etats membres du FMI adopteraient une réglementation définitive sans modifier les statuts du Fonds, mais en l'approuvant à une majorité de 85% des voix. Dans ce système, les cours de change seraient en principe fixes, mais ajustables. Les parités ne seraient plus définies par rapport à l'or, ni par rapport à une monnaie nationale, mais par rapport aux droits de tirage spéciaux. Le pays qui le désirerait pourrait continuer à laisser ses changes flotter, pour autant qu'une décision contraire ne soit pas prise à une majorité de 85% des voix.

Puisque le texte de la convention, limitée pour l'instant aux Etats-Unis et à la France, n'a pas encore été publié, il n'est pas possible d'en apprécier vraiment toute la portée. Aussi, les autres pays industrialisés et les pays en voie de développement n'ont-ils pas réagi pour le moment.

Dans la déclaration commune qui a mis un terme à la conférence de Rambouillet, les participants se sont déclarés résolument partisans de la liberté des échanges commerciaux. Il faut relever ces intentions, à une époque où certaines tendances au protectionnisme se dessinent. Ainsi se trouve confirmé le principe que les Etats membres de l'OCDE ont proclamé dans leur déclaration relative à la politique commerciale et selon lequel les transactions courantes ne doivent pas faire l'objet de restrictions. En outre, les six Etats représentés à la conférence au sommet ont créé des conditions favorables à la poursuite des discussions qui se déroulent dans le cadre de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT).

Au cours de la période examinée, le Conseil fédéral a pris quelques décisions, en vertu de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Au mois de septembre, il a décrété que notre pays participerait, pour un montant de 150 millions de droits de tirage spéciaux, au deuxième mécanisme pétrolier du FMI. Par ailleurs, il a prorogé de cinq ans le concours de la Suisse aux Accords généraux de crédit, conclus dans le cadre du FMI. Enfin, il a ratifié l'Accord des Etats membres de l'OCDE sur le fonds de soutien financier, qui avait été signé le 9 avril.

En outre, le Conseil fédéral a adressé aux Chambres un message concernant la participation de la Suisse aux fonds de péréquation de la Banque mondiale et du FMI. Ces deux fonds permettent de réduire les intérêts dus par les pays qui se sont endettés dans le cadre du «troi-

sième guichet» de la Banque mondiale ou du mécanisme pétrolier du FMI. Le Conseil fédéral propose que la Suisse fasse don à ces fonds de 15 et 10 millions de francs respectivement.

Par toutes ces mesures, auxquelles la Banque nationale participe activement, les autorités suisses montrent leur désir d'aider à résoudre les difficiles problèmes de balances des revenus qui se posent aux pays en développement non producteurs de pétrole et, partant, leur volonté de contribuer à stabiliser l'économie mondiale.

### Evolution de la conjoncture en Suisse

Depuis le début de l'automne, la conjoncture a évolué de façons diverses en Suisse également. Parmi les facteurs positifs, il faut relever surtout la baisse sensible du taux de renchérissement. En outre, la hausse des salaires s'est affaiblie, car les travailleurs ont compris les difficultés économiques et se sont montrés prêts à contribuer à les résoudre. Parmi les points négatifs, il convient de souligner l'augmentation du chômage, la diminution continue de la consommation et un ralentissement quelque peu accru des investissements. Le fléchissement du commerce extérieur s'est poursuivi, mais son rythme a cessé de s'accélérer.

Cette amélioration tient non seulement à des signes de reprise conjoncturelle à l'étranger, mais aussi au succès de la lutte contre le renchérissement en Suisse. Au mois d'octobre, l'indice des prix à la consommation ne dépassait plus que de 4,8% le niveau atteint un an auparavant; au mois d'octobre 1974, le taux correspondant se chiffrait à 9,8%. En un an, le taux de renchérissement a donc diminué de moitié. Pour la première fois depuis exactement cinq ans, il est descendu au-dessous de 5%. En baisse depuis le mois de mars, l'indice des prix de gros a enregistré au mois d'octobre, par rapport à 1974, la réduction la plus marquée; elle s'est inscrite à 5,8%. Un an auparavant, il dépassait de 14,9% le niveau de 1973.

Ces succès dans la lutte contre l'inflation, qui placent de nouveau la Suisse au premier rang des pays industrialisés pratiquant une politique de stabilité, donnent une position plus avantageuse à notre économie sur les marchés extérieurs tout comme sur les marchés intérieurs, où elle est soumise à une forte concurrence étrangère. Ils sont d'autant plus importants que la hausse du cours du franc suisse sur les marchés des changes handicape aussi les entreprises suisses. La forte diminution du renchérissement facilite l'absorption des charges salariales croissantes. La réduction graduelle des taux d'intérêt tend également à abaisser les coûts.

Malgré ces tendances favorables, les bénéfices des entreprises demeurent souvent insatisfaisants. En effet, l'utilisation insuffisante de l'appareil de production fait monter les frais fixes imputables à chaque pièce

produite; cette hausse ne peut guère être répercutée sur les prix de vente. La concurrence croissante de l'étranger contribue à la contraction des marges bénéficiaires.

Ainsi que nous l'avons déjà indiqué, les exportations ont continué de décroître, mais le fléchissement ne s'est plus accentué. En valeur, la diminution des exportations au cours des dix premiers mois de l'année s'est stabilisée à environ 7% par rapport à la période correspondante de 1974. En volume, elle s'est ralentie, passant d'environ 14% au premier trimestre à quelque 12% durant le premier semestre et à un peu plus de 10% pendant les dix premiers mois de l'année. Il faut souligner que, par rapport aux dix premiers mois de 1974, les prix à l'exportation des biens de consommation ont augmenté d'un peu plus de 4%, et ceux des biens d'équipement, de presque 9%. Il semble donc qu'il ait été possible de faire supporter aux acheteurs une partie de la hausse des coûts.

L'évolution des importations a été différente. En valeur, la diminution s'est accélérée par rapport à la période correspondante de 1974, puisqu'elle a passé de 16% en chiffre rond au premier trimestre à environ 19% au premier semestre et à presque 21% durant les dix premiers mois de l'année. Toutefois, la réduction du volume s'est stabilisée à 18% en chiffre rond. Les prix à l'importation des biens d'équipement sont montés de 4%, ceux des biens de consommation, de ½%.

Comme les importations et les exportations n'ont pas suivi le même cours, le déficit de la balance commerciale a passé de quelque 8,8 milliards de francs durant les dix premiers mois de 1974 à environ 1,5 milliard pendant la même période de 1975. Pour la première fois depuis 1968, la balance s'est soldée par un excédent d'exportations aux mois de juin, de juillet et d'octobre. La balance des revenus, qui comprend non seulement les échanges de biens, mais aussi les échanges de services, se soldera donc cette année par un surplus relativement élevé. Il va sans dire que ce surplus influe sur la situation du marché financier suisse, sur les taux d'intérêt et sur les cours de change, s'il n'est pas compensé par des exportations de capitaux.

Le nombre de chômeurs complets a augmenté cet automne, malgré les efforts louables des entreprises, qui ont cherché à éviter dans la mesure du possible de congédier du personnel et à résoudre leurs difficultés en réduisant l'horaire de travail. A la fin du mois d'octobre, près de 16 000 personnes étaient sans emploi. Selon les estimations officielles, qui demeurent à vrai dire assez imprécises, le nombre de chômeurs partiels est descendu au-dessous de 100 000. Il ne faut pas oublier toutefois que le nombre des chômeurs complets s'était chiffré à 31 900 en 1950, à 20 500 en 1953 et à 19 200 en 1956. Au mois d'octobre 1975, 0,6% seulement de la population active était en chômage complet. Par ailleurs, il y a lieu de remarquer que le nombre des étrangers travaillant en Suisse est actuellement inférieur d'environ 100 000 au chiffre enregistré il y a un an. Cette baisse de l'emploi touche particulièrement les saisonniers; au début de

l'année, la situation du secteur de la construction a incité un grand nombre d'entre eux à ne pas revenir dans notre pays.

L'incertitude relative au maintien de l'emploi et le départ d'une partie de la main-d'œuvre étrangère semblent être la cause d'une diminution sensible de la consommation de biens. Le chiffre d'affaires du commerce de détail, qui, au premier trimestre, avait augmenté encore de 0,7%, a régressé de 3% au deuxième trimestre et de 4,8% au troisième trimestre, par rapport aux périodes correspondantes de 1974. Les ventes de produits alimentaires, boissons et tabacs se sont bien maintenues, mais leur accroissement a fléchi de 9,4% à 2,9%, puis à 0,8%. La diminution des ventes de textiles et de pièces d'habillement a passé de 4,3% au premier trimestre à 4,8% au deuxième et à 7,5% au troisième. La réduction des ventes des autres produits, pour la plupart des biens durables de consommation, est montée tout d'abord de 3,3% à 7,4%, mais ne s'est chiffrée qu'à environ 6% au troisième trimestre. On ne sait déjà si l'amélioration de l'assurance chômage ranimera la consommation.

Les données sur la consommation de services ne permettent pas d'en brosser l'évolution. Cependant, il semble que la demande de services touristiques, y compris les voyages à l'étranger, s'est fort bien maintenue, en particulier dans la parahôtellerie.

Le fléchissement persistant des investissements privés est dû avant tout à la diminution de la consommation de biens et, surtout, à l'insuffisance des bénéfices, qu'accompagnent l'utilisation incomplète de l'appareil de production et l'incertitude relative à l'évolution de la demande. Par rapport aux périodes correspondantes de 1974, les projets industriels au sens strict, soumis à l'approbation de l'OFIAMI, ont baissé de trimestre en trimestre. La diminution des projets de constructions nouvelles et d'agrandissements a passé d'environ 39% à environ 46%, puis à 53%, celle de leur cubage d'environ 31% à environ 39%, puis à un peu plus de 70%. Les projets d'équipements, qui reflètent les investissements de rationalisation, ont régressé, par rapport à 1974, de quelque 19% au premier trimestre, de 20% en chiffre rond au deuxième et de presque 25% au troisième. La tendance à investir ne se renforcera pas avant que l'appareil de production ne soit utilisé davantage et que les perspectives de relance économique ne s'améliorent à l'étranger.

Le nombre considérable d'appartements vides n'incite pas à mettre en chantier de nouveaux projets. Par rapport à l'année précédente, le nombre d'appartements construits dans les villes est tombé de 15% durant les trois premiers trimestres, celui des autorisations de construire, de 32%.

Comme la conjoncture en Suisse est influencée non seulement par les exportations, mais aussi, dans une grande mesure, par les investissements, le gouvernement a élaboré, après avoir déjà fait adopter un budget de relance, un programme supplémentaire pour 1976 de 600 millions, qui doit accroître la demande de 1 milliard

de francs environ. Lorsque l'Etat décide de mesures visant à stimuler la conjoncture, il doit veiller, s'il ne veut pas entraver le fonctionnement de l'économie de marché, à ne pas affaiblir la volonté et la capacité du secteur privé à prendre lui-même les dispositions qui s'imposent. Le gouvernement s'est prononcé sans équivoque à ce sujet.

## Evolution des marchés monétaire et financier

Ces derniers mois, l'économie suisse a continué à disposer de fonds abondants. Exceptionnellement, de faibles goulots d'étranglement se sont formés, que des mesures souples et à court terme prises par la Banque nationale ont permis de supprimer rapidement. Sur le marché des capitaux, les investisseurs se sont montrés quelque peu réticents vers la fin du troisième trimestre, puis ont accru de nouveau leurs placements. La baisse des taux d'intérêt s'est poursuivie, mais elle a été plus prononcée sur le marché monétaire que sur le marché financier. Dans les banques, les taux des comptes créanciers ont baissé plus fortement que ceux des comptes débiteurs.

Soucieuse de maintenir la liquidité du marché dans les limites imposées par la lutte contre le renchérissement, la Banque nationale a réduit les disponibilités de 425 millions de francs, à la mi-septembre, en plaçant des réscriptions de stérilisation dans les banques. Ainsi, elle a compensé partiellement les montants bloqués à titre de sanction des dépassements de crédit, qu'elle a libérés successivement.

Malgré l'aisance du marché, les banques ont demandé environ 3,4 milliards de francs à l'institut d'émission pour financer l'échéance du mois de septembre. Elles ont utilisé la moitié à peine des 1,5 milliard de francs qui leur étaient offerts sous la forme de swaps, mais elles ont recouru d'autant plus au crédit classique de l'institut d'émission. Depuis la mi-octobre, la liquidité du marché est redevenue suffisante, de sorte que les banques ont sollicité l'aide financière de la Banque nationale pour financer l'échéance mensuelle. Il en a été de même à la fin du mois de novembre, où l'influence de l'échéance annuelle s'est faite sentir progressivement.

Sur le marché des capitaux, les investisseurs ont observé une certaine circonspection au mois de septembre. Les cours de titres nouveaux n'ont pas dépassé les prix de souscription ou leur ont été même légèrement inférieurs. Toutefois, ce tassement n'a pas reflété un renversement de tendance, mais principalement les effets de l'échéance mensuelle; après cette dernière, les souscriptions ont repris vigoureusement. A vrai dire, les investisseurs sélectionnent soigneusement leurs placements et accordent une priorité très nette aux titres de première qualité émis par des collectivités publiques, ainsi qu'à ceux de courte durée. Preuve en est l'émission de bons de caisse de la Confédération qui a eu lieu au mois d'octobre; les deux tranches de 150 millions de francs ont connu un grand succès, et le cours a dépassé

rapidement le prix d'émission. Par contre, les emprunts des entreprises industrielles, qui ont repris un peu plus d'ampleur au quatrième trimestre, ont été placés en général moins facilement, tout comme les emprunts des filiales en Suisse de groupes étrangers, qui, pour la première fois depuis longtemps, ont été de nouveau mis en souscription.

Du fait que de nombreuses entreprises ont réduit fortement leurs stocks et qu'elles se sont abstenues de faire de nouveaux investissements, leur trésorerie s'est améliorée sensiblement. Elles ont donc pu renoncer à lancer des emprunts, ou en ont limité le montant. Aussi les émissions d'emprunts suisses, qui devraient atteindre 2 milliards de francs en chiffre rond au quatrième trimestre, pourraient-elles être inférieures à cette somme.

Le recours accru des pouvoirs publics, en particulier de la Confédération, au marché des capitaux suscite certaines craintes. L'argent frais prélevé par la Confédération est monté de 0,5 milliard en 1974 à 1,5 milliard de francs en 1975, dont 0,85 milliard sous la forme de bons de caisse. Les fonds récoltés par la Confédération, les cantons et les communes ont passé de 1,5 milliard à 3,1 milliards de francs, ou de 38% à 45% de l'argent frais prélevé sur le marché des capitaux par l'émission d'emprunts suisses. Les craintes exprimées se fondent surtout sur le fait que la situation financière de la Confédération et de ses entreprises devrait encore se détériorer ces prochaines années et entraîner, par conséquent, un accroissement de leur recours au marché des capitaux.

Depuis le début de l'automne, les taux d'intérêt ont continué de baisser en Suisse. La Banque nationale a précédé ce mouvement. Tenant compte avant tout des cours de change, et de la conjoncture, elle a abaissé, à la fin du mois d'octobre, le taux de l'escompte pour la cinquième fois cette année et le taux des avances sur nantissement pour la quatrième fois. Depuis le début de l'année, le taux de l'escompte a passé ainsi de 5½% à 3%, et le taux des avances sur nantissement, de 6% à 4%. Les taux spéciaux d'escompte pour effets de stocks obligatoires, qui avaient été modifiés au mois d'août, ont été abaissés de nouveau le 1er novembre. Le taux afférent aux stocks de denrées alimentaires et de fourrages a été ramené de 3¾% à 3¼%, le taux relatif aux autres stocks, de 4¼% à 3½%. Au début de l'année, ces taux s'inscrivaient respectivement à 4½ et à 5%. Au mois d'octobre, les grandes banques ont diminué également la rémunération des dépôts à terme. Si le taux appliqué aux dépôts de trois à cinq mois, qui était déjà fort bas depuis le mois d'août, est resté à 2½%, le taux afférent aux dépôts de six à onze mois a passé de 3¾% à 3¼%, et celui qui se rapporte aux dépôts de un an, de 4¾% à 4½%. Au début de l'année, les taux correspondants se

montraient encore à 6%, à 6¼% et à 6½%. Les établissements de crédit ont abaissé aussi de 6% à 5½% le taux d'escompte privé qu'ils appliquent aux acceptations bancaires et aux effets commerciaux de premier ordre. Ce taux se chiffrait à 7% au début de l'année.

A partir de l'automne, les banques ont abaissé également les taux perçus sur les comptes débiteurs. Selon les régions et les établissements, la réduction varie entre ¼% et ½%, et son entrée en vigueur s'étale entre le 1er octobre et le 1er janvier. Ces abaissements s'appliquent aux comptes débiteurs, ainsi qu'aux taux afférents aux prêts hypothécaires octroyés depuis le début de 1974 ou de 1975. Comme les banques veulent renoncer, pour le moment, à réduire les taux relatifs aux prêts hypothécaires anciens, les deux taux se rapprochent, ce qui atténue les distorsions entravant le développement harmonieux du crédit foncier.

La prorogation jusqu'au mois d'avril 1976 de la convention conclue entre l'institut d'émission et les banques, en vertu de laquelle celles-ci accordent des crédits à l'exportation à des taux préférentiels, contribue également à comprimer le coût du crédit. Les banques continuent à accepter des effets à l'exportation à un taux supérieur de 2½% au taux auquel elles peuvent remettre ces effets à l'escompte ou en nantissement à la Banque nationale. Ce dernier taux est inférieur d'au moins 1% aux taux officiels. Pour les effets commerciaux proprement dits, la marge de 2½% a été ramenée dernièrement à 2%. Au mois de novembre, les grandes banques ont abaissé de ¼% les taux perçus sur les crédits à l'exportation à moyen et à long terme.

Pour renforcer son dispositif de défense monétaire, l'institut d'émission a décrété, à la fin du mois d'octobre, que les banques devraient encore réduire le montant de leurs ventes à terme de francs suisses à des étrangers, car les contrats d'une certaine durée permettaient encore d'éluider les dispositions relatives à l'intérêt négatif. Les banques ont l'obligation de ramener, jusqu'à la fin du mois de janvier, le montant des ventes à terme de plus de dix jours de 70 à 60% de l'état au 31 octobre 1974. En revanche, le montant des ventes ne dépassant pas dix jours reste limité, depuis le mois de février 1975, à 50% de l'état à la date de référence.

Durant l'automne, l'évolution du marché des changes a amené également la Banque nationale à effectuer par moments des interventions importantes sur le marché des changes, afin de restreindre les variations de cours. Du début de l'année à la fin du mois de novembre, elle a acheté des dollars pour un montant de 9 milliards de francs en chiffre rond. Cependant, durant la même période, elle a vendu des dollars pour quelque 8 milliards de francs, en application des dispositions relatives aux exportations de capitaux soumises à autorisation.