

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 20 septembre 1974

Les tendances de la conjoncture internationale

La plupart des pays industrialisés occidentaux connaissent une stagflation de plus en plus marquée. Le fléchissement de la croissance économique, qui avait commencé l'automne passé, se poursuit. Aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et au Japon, le produit national réel a même diminué durant le premier semestre de cette année. Le renchérissement par ailleurs s'accroît. On constate cependant des différences sensibles entre les pays à monnaie forte et les pays à monnaie faible; les taux enregistrés aux Pays-Bas, en République fédérale d'Allemagne et en Suisse sont très nettement inférieurs, par exemple, à ceux de la Grande-Bretagne, de l'Italie et du Japon.

Dans l'ensemble, la hausse de prix des matières premières a cessé de s'accélérer. La tendance diffère toutefois d'un type de produits à l'autre. Alors que la plupart des prix des métaux ont fléchi quelque peu, les prix des denrées alimentaires sont plutôt montés. La révision des estimations relatives aux récoltes engrangées aux Etats-Unis, qui a donné des résultats nettement inférieurs aux précédents, n'est pas étrangère à cette hausse. Par ailleurs, lorsque l'Arabie séoudite tente d'abaisser le prix du pétrole, les autres Etats membres de l'OPEP semblent contrarier ses efforts en restreignant la production.

Les tendances contradictoires qui caractérisent la stagflation sont sources de conflits dans la politique économique de nombreux pays industrialisés. La poursuite conséquente ou le renforcement des restrictions accélérerait le ralentissement de la croissance et dans certains cas augmenterait le chômage. Inversement, une politique d'expansion alimenterait l'inflation, ce qui aurait des conséquences néfastes pour la stabilité de la monnaie et pour l'ordre social.

Le fait que le taux d'occupation diminue dans les secteurs ayant des difficultés d'ordre structurel, alors que d'autres secteurs demeurent surchargés, complique encore le problème. Le Secrétariat de l'OCDE et la majorité des Etats membres estiment donc que la lutte contre l'inflation a toujours priorité. Aux Etats-Unis en particulier, l'opinion se propage, depuis le changement de président, que seule une phase relativement longue de croissance ralentie, impliquant un risque accru pour l'emploi, peut dissiper

la mentalité inflationniste. On estime qu'il ne faut pas commettre de nouveau l'erreur de mener une politique d'expansion avant que la hausse des prix ne se soit atténuée fondamentalement.

Comme les contrôles des prix et des salaires n'ont pas eu de succès durable, il n'y a guère d'autre possibilité, pour l'instant, que de mener une politique monétaire et budgétaire restrictive. Il reste à savoir pourtant si les différents Etats ont la volonté et surtout la possibilité, compte tenu de leur situation politique intérieure, de faire les sacrifices nécessaires pour rétablir la stabilité des prix.

L'affaiblissement de la conjoncture est loin de se manifester partout. Dans l'ensemble, le commerce extérieur poursuit son cours ascendant. Il faut toutefois souligner que les taux d'accroissement atteignant ou dépassant 40 % résultent en grande partie du renchérissement. La demande de biens d'investissement est demeurée également importante. L'accélération de l'équipement en sources d'énergie et la demande, toujours excédentaire dans certains secteurs, n'en sont pas les seules raisons. Les efforts de rationalisation et de modernisation déployés par les entreprises pour parer aux fortes hausses des coûts et s'opposer à une réduction accrue des marges bénéficiaires ont aussi contribué à cette évolution.

La situation, en général, n'a pas été aussi favorable pour le secteur de la construction, celui de l'automobile et de ses branches annexes, pour l'industrie touristique internationale et le secteur de la consommation axée sur les besoins secondaires. Le fléchissement constaté dans l'industrie de la construction est dû avant tout au fait que le financement de tiers, dont cette branche dépend fortement, est pratiquement partout entravé par des mesures monétaires restrictives. Les difficultés proviennent aussi d'appréciations erronées des besoins à long terme du marché du logement. La situation financière difficile des collectivités publiques a plus particulièrement touché le génie civil. La diminution de la demande dans l'industrie automobile et dans ses branches annexes provient aussi bien du renchérissement de l'essence que de l'incertitude générale relative à l'avenir de l'emploi. Cette incertitude incite les automobilistes à garder leur voiture plus longtemps et, par conséquent, à en acheter moins souvent.

La demande de biens de consommation, par ailleurs, s'est affaiblie, car les gens semblent attacher plus d'importance aux prix que par le passé. Une autre cause de ce fléchissement est la diminution, tout au moins temporaire, du revenu réel disponible, en raison du renchérissement accéléré et de la progression fiscale. La hausse des prix supérieure à la moyenne de certains produits de première nécessité, tels les combustibles et les denrées alimentaires, a provoqué des déplacements de la demande.

Les secteurs de l'automobile, des appareils et de l'habillement, ainsi que les autres industries produisant des biens de consommation durables ont été les plus touchés par ces déplacements, qui ont affecté également, ici ou là, le tourisme. Les fortes modifications des relations de change ont, dans différents pays, entravé aussi l'activité de ce secteur.

Même s'il n'est pas général au vu du fléchissement constaté dans plusieurs pays et dans de nombreuses branches économiques, beaucoup doutent du bien-fondé des prévisions officielles pour le second semestre, dont la plupart indiquent une légère augmentation de la croissance réelle. On relève avant tout que l'incertitude dominante continuera de restreindre la demande de consommation privée et que la demande extérieure, support de la conjoncture dans de nombreux pays, aura plutôt tendance à s'affaiblir. Puisque le renchérissement persistant nécessite de poursuivre la politique monétaire restrictive, un nouvel essor n'est guère possible, pour le moment, d'autant moins que la science économique n'a présenté, jusqu'à maintenant, aucune méthode pratique permettant de passer de la stagflation à une croissance équilibrée.

L'évolution de la conjoncture dans quelques pays

Aux Etats-Unis, la peur d'une récession grandit dans la population. Depuis le changement de président, l'administration semble accorder la plus grande importance à la lutte contre l'inflation et paraît prête à aller jusqu'au bout dans cette voie. Si elle ne tient pas le risque accru que cette politique fait peser sur l'emploi pour un moyen de lutte contre l'inflation, elle le considère comme un phénomène accompagnant nécessairement cette lutte. Pour le cas où le taux de chômage dépasserait la limite de ce qui paraît supportable sur le plan politique, soit 6 %, on pense à des mesures sectorielles visant à élever le niveau de l'emploi, mais non à un assouplissement global de la politique anti-inflationniste.

L'économie de la Grande-Bretagne a un aspect assez sombre. Comme la crainte d'une récession augmente également dans ce pays, le gouvernement a annoncé, dans le cadre d'un budget intermédiaire, différentes mesures destinées à stimuler la conjoncture. Ces mesures, qui prévoient notamment une diminution de la taxe à la valeur ajoutée et de nouvelles subventions pour les denrées alimentaires, devraient profiter surtout aux consommateurs, étant donné la perspective d'élections prochaines. Le gouvernement espère qu'une image plus flatteuse de l'indice du coût de la vie modèrera la hausse des salaires et des prix.

L'Italie demeure dans une phase critique. L'évolution de sa balance commerciale reste défavorable, car, après de modestes succès initiaux, le système de dépôt à l'importation a été assoupli sous la pression de l'étranger. Les effets de la politique restrictive menée après que l'expansion de la masse monétaire eut atteint le taux considérable de 56 % au premier semestre se font sentir en premier lieu, comme pour d'autres pays, dans le secteur de la construction. Par ailleurs, le Parlement a adopté, après de longues discussions, un programme de crise qui prévoit avant tout des majorations d'impôts. Cependant, leur réalisation demeure aussi incertaine que celle du budget axé sur l'épargne.

Le crédit de 2 milliards de dollars accordé à l'Italie par la République fédérale d'Allemagne à la fin du mois d'août pourrait aider le gouvernement et la banque centrale à exécuter leur programme de stabilisation. La durée maximale du prêt est de deux ans. Au cas où l'Italie ne pourrait pas rembourser sa dette dans ce délai, les 515 tonnes d'or gageant le crédit seraient transférées à la Banque fédérale d'Allemagne, laquelle ne pourrait cependant les vendre sur le marché à moins du prix de base convenu de 120 dollars l'once.

L'activité économique s'est ralentie également au Japon. Depuis le milieu de 1973 la croissance de la masse monétaire diminue lentement, mais constamment. En raison surtout de la stagflation des importations et de l'expansion soutenue des exportations, la balance des paiements semble s'améliorer.

Malgré une augmentation relativement forte du chômage nominal, la situation se présente sous un jour un peu meilleur en République fédérale d'Allemagne. Les perspectives restent toutefois incertaines. Si les autorités s'attendent à une légère expansion cet automne, différents instituts de recherches économiques émettent des doutes à ce sujet. Ces derniers temps, la Banque fédérale a assoupli sa politique, sans la modifier au point d'en faire une politique d'expansion. Un tel changement de cours mettrait en jeu les succès de la lutte contre l'inflation, mais ne résoudrait pas les nombreuses difficultés structurelles.

Quoique l'activité économique se soit ralentie légèrement, la Banque de France se montre optimiste dans son dernier rapport. Comme les carnets de commandes sont bien garnis et que la demande étrangère demeure élevée, l'institut d'émission compte, pour ces prochains mois, sur la bonne marche de l'économie et la diminution du renchérissement. Néanmoins, la politique restrictive de crédit, qui a été assouplie légèrement, a fait craindre une crise de liquidité.

En Belgique, l'activité est restée vive. La hausse des prix a amené les autorités à renforcer leurs mesures anti-inflationnistes. Aux Pays-Bas en revanche la tendance à investir demeure faible car les bénéfices sont peu satisfaisants.

Les événements monétaires internationaux

Comme les très fortes oscillations des cours de change enregistrées auparavant se sont atténuées sensiblement, on peut considérer que la situation monétaire internationale s'est détendue à cet égard. En Suisse, seul le cours du mark allemand a baissé nettement, ce qui est dû surtout à l'assouplissement de la politique monétaire menée par notre voisin. En revanche, différents facteurs ont fait monter le cours du dollar. La réduction des transactions qui s'est produite sur les marchés des changes après la fermeture de la banque allemande Herstatt a restreint les variations de change. En outre, le cours plus restrictif de la politique monétaire américaine et ses effets sur les taux d'intérêt, ainsi que la démission du président Nixon et, par conséquent, la levée de l'hypothèque que représentait l'affaire du Watergate ont amélioré la situation du dollar.

Un certain nombre de pays dont les balances des paiements sont déficitaires, à cause du renchérissement du pétrole entre autre, ont vu le cours de leur monnaie se stabiliser, non seulement grâce à l'effet psychologique de mesures monétaires et budgétaires restrictives, mais aussi en raison d'une série de facteurs particuliers. C'est ainsi que la pression sur le cours du franc français a cessé après les élections présidentielles. Les dépenses des touristes étrangers en Italie et les rapatriements de fonds auxquels l'économie de ce pays a procédé en raison des tensions sur le marché monétaire et des taux d'intérêt élevés, ont fait monter le cours de la lire. La livre sterling s'est tout d'abord raffermie, car des considérations de rendement et la garantie attachée aux avoirs officiels en livres ont incité certains pays exportateurs de pétrole à placer en Grande-Bretagne une partie de leurs recettes en livres. Par la suite, l'attrait du marché américain a fait baisser de nouveau le cours de la devise britannique.

Le cours des monnaies des pays aux balances déficitaires ne se maintiendra à son niveau actuel que si ces pays sont capables de remettre en équilibre leur balance des paiements avant l'épuisement de leurs crédits et de leurs réserves monétaires. Le cours de ces monnaies dépend donc de l'efficacité des mesures économiques qui ont été ou qui seront prises.

La situation critique de différentes banques a agité l'euro-marché au cours de ces derniers mois. Plusieurs banques engagées sur l'euro-marché ont subi des pertes considérables à la suite de spéculations sur le marché des changes à terme. La fermeture de la banque Herstatt, le 26 juin, puis celle de trois autres établissements allemands, a entamé fortement le crédit de l'euro-marché.

Cette évolution a eu diverses conséquences. Le "Clearing House Committee" des Etats-Unis a décidé que les banques pouvaient révoquer les paiements effectués dans le clearing international jusqu'au lendemain matin à dix heures du jour de la transaction, si la couverture nécessaire faisait défaut. Les autorités monétaires d'autres pays industrialisés ont décidé un contrôle strict des opérations de change à terme effectuées par les banques. C'est ainsi que les banques suisses sont tenues, depuis lors, de communiquer chaque mois à l'institut d'émission des données sur leurs achats et leurs ventes à terme de monnaies étrangères contre des francs suisses et contre d'autres monnaies étrangères. Ces indications ne servent pas seulement à mener la politique monétaire; elles sont utiles aux banques elles-mêmes.

La crise générale de confiance a provoqué des transferts importants de dépôts, qui ont passé de banques petites ou moyennes à des banques plus grandes ou considérées comme plus sûres. Ces opérations n'ont pas seulement touché les euro-banques, mais se sont effectuées aussi à l'intérieur des systèmes bancaires nationaux. Outre qu'elles ont tendance à accélérer le processus de concentration bancaire, elles pourraient mettre certains établissements en difficulté. C'est pourquoi les milieux financiers internationaux ont voué une attention particulière, ces derniers temps, au rôle des banques centrales en tant que source de liquidité en dernier ressort.

Les transferts susmentionnés pourraient ralentir sensiblement l'expansion du crédit accordé par les euro-banques. Il est probable que le montant des transactions effectuées au second semestre sera nettement inférieur à celui du premier semestre. Durant cette dernière période, les crédits à moyen et à long terme ont atteint 20 milliards de dollars en chiffre rond, alors qu'ils s'étaient chiffrés à 23 milliards durant l'ensemble de l'année 1973.

Ainsi, les possibilités de financement dont bénéficient sur l'euro-marché les pays aux balancés des paiements déficitaires se sont réduites sensiblement. Ces pays seront donc plus fortement tributaires du recyclage des recettes pétrolières réalisé grâce à une collaboration internationale. La création récente d'un mécanisme ad hoc de crédit, institué dans le cadre du Fonds monétaire international, est un premier pas dans cette direction. Par contre, la proposition de la Commission des Communautés européennes tendant à émettre un grand emprunt afin de résorber les recettes pétrolières n'a pas eu d'écho jusqu'à maintenant.

La conjoncture en Suisse

Au cours de ces derniers mois, l'économie suisse a subi les effets de l'inflation et de tendances à la récession, quand bien même le niveau de l'emploi est demeuré élevé dans l'ensemble. La masse monétaire M^1 ayant légèrement diminué, les poussées inflationnistes proviennent surtout des coûts, parmi lesquels ceux d'ori-

gine intérieure ont pris davantage d'importance. On note comme symptômes de ralentissement que l'indice de l'occupation dans l'industrie, l'artisanat et le secteur des services baisse par rapport à la période correspondante de l'an passé, que la masse salariale réelle a tendance à décroître en raison du renchérissement et de la progression fiscale, qu'une stagflation ou une légère diminution de la consommation privée en résulte, que la croissance de la production industrielle globale se ralentit et que les entrées de commandes de Suisse et de l'étranger fléchissent graduellement.

A vrai dire, la situation continue à différer fortement d'une branche et d'une entreprise à l'autre. Des difficultés sont apparues surtout dans les entreprises dont la base financière était insuffisante et qui, par conséquent, avaient de la peine à éviter une réduction de leur marge bénéficiaire. Elles ont affecté également les entreprises qui, pour avoir mal estimé les perspectives du marché, avaient procédé à des investissements excessifs. En dernière analyse, les difficultés survenues sont une conséquence des ajustements structurels en cours. Si ce processus est douloureux pour les entreprises et les personnes directement concernées, il s'effectue dans l'intérêt à long terme de l'économie suisse; celle-ci ne peut maintenir et étendre ses positions sur les marchés nationaux et internationaux que par une amélioration de ses prestations.

Malgré la complexité grandissante de la situation, la voie à suivre dans la politique conjoncturelle qui doit assurer une croissance équilibrée de l'économie est évidente. Il ne saurait être question de s'opposer à des modifications de structures, d'autant moins qu'il faudrait alors procéder à des interventions incompatibles avec une économie de marché. Seules des mesures globales permettront d'atteindre le but visé. Il serait d'ailleurs judicieux que ces dispositions ne soient pas trop axées sur la politique monétaire et qu'elles s'étendent plus largement à la politique fiscale.

La demande étrangère a continué de stimuler la conjoncture dans une mesure relativement forte. Cependant, il ne faut pas confondre le montant de la demande avec les chiffres des exportations, car beaucoup de livraisons à l'étranger résultent de commandes passées durant les mois antérieurs ou même au cours des années précédentes. Les enquêtes menées par l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ indiquent que l'optimisme de l'industrie décline. Comme le refroidissement du climat économique international le faisait présager, la plupart des chefs d'entreprises interrogés s'attendent à une diminution des entrées de commandes et de la production pendant les mois prochains.

Abstraction faite des entreprises sous-traitantes, les carnets de commandes demeurent bien garnis dans l'ensemble, surtout dans les maisons importantes ou spécialisées. De façon générale, le risque de sous-emploi ne paraît donc pas d'actualité. Les personnes interrogées ne voient pas d'objection à la poursuite de la politique anti-inflationniste dans l'intérêt de l'économie et de l'ordre social, d'autant moins qu'une modération de la hausse des coûts et des prix est essentielle pour l'industrie d'exportation.

Au premier abord, on constate que, durant les sept premiers mois de l'année courante les importations et les exportations ont augmenté d'environ 24 % par rapport à la période correspondante de 1973. Toutefois, ce chiffre passe à moins de 2 % pour les importations et à moins de 10 % pour les exportations, si l'on déduit le renchérissement. Ainsi, le déficit de la balance commerciale s'est accru de presque 29 % pour atteindre 5 milliards de francs, alors qu'il avait dépassé légèrement 6½ milliards de francs durant l'ensemble de l'année 1973. En raison de cette évolution, la balance des revenus sera vraisemblablement déficitaire cette année, ce qui influera sur les liquidités de l'économie.

Les affaires de l'économie intérieure continuent en général de donner satisfaction, bien que l'on insiste davantage sur la réduction des marges bénéficiaires. Toutefois, des régions et des secteurs particuliers ont éprouvé des difficultés croissantes au cours de ces derniers mois. Le nombre des faillites a augmenté sensiblement. Une enquête a montré que la politique de crédit et la politique conjoncturelle ne sont guère responsables de ces échecs, imputables principalement à une mauvaise gestion. Presque toujours, le personnel licencié a trouvé un nouvel emploi. Dans l'industrie de la construction, le bâtiment est touché particulièrement par la diminution des travaux à exécuter et par l'assombrissement des perspectives d'emploi; les carnets de commande du génie civil se sont également sensiblement dégarnis. Ici aussi, la situation diffère fortement d'une région à l'autre. Au premier semestre, l'hôtellerie a enregistré un fléchissement des nuitées de 5 % en chiffre rond. Si la clientèle suisse a augmenté quelque peu, la clientèle étrangère a diminué nettement. Ce fléchissement concerne surtout les ressortissants des pays par rapport à la monnaie desquels le franc suisse s'est réévalué dans des proportions importantes. Par contre, la location de chalets, logements de vacances, etc, ne semble guère avoir souffert de cette situation.

Les difficultés de l'industrie de la construction et de l'hôtellerie sont, dans une très forte mesure, d'ordre structurel. Elles résultent d'une surestimation de la demande, qui doit nécessairement maintenant être corrigée.

La consommation privée réelle a cessé d'augmenter. Dans certains cas, elle a même diminué. Durant le premier semestre, le commerce de détail a enregistré un taux d'accroissement de son chiffre d'affaires légèrement plus faible que celui de la période antérieure correspondante et nettement inférieur au taux de renchérissement. Le trafic des comptes de chèques et virements postaux, qui reflète aussi les opérations inhérentes au secteur des services et les transactions entre les entreprises, a décliné sensiblement en chiffres réels. En raison du renchérissement, l'achat de biens de nécessité secondaire paraît diminuer. Le mauvais temps a en outre entravé le développement des affaires.

En revanche, la rationalisation de la fabrication et la modernisation des moyens de production paraissent avoir stimulé l'investissement de l'industrie et de l'artisanat. Au deuxième trimestre, le nombre de plans déposés pour des constructions nouvelles et des agrandissements n'a faibli plus que légèrement par rapport à la période antérieure correspondante; pour la première fois depuis longtemps, le cubage a augmenté. Comme l'indice de l'occupation dans l'industrie, l'artisanat et le secteur des services n'a pas baissé d'un point d'une période à l'autre, l'évolution réelle de l'économie intérieure est, pour le moment, davantage en phase de stabilisation que de récession.

Le seul processus de déflation enregistré jusqu'à maintenant est la baisse vigoureuse des cours des actions aux bourses suisses et étrangères. Si les possesseurs des titres dépréciés renoncent à les vendre pour satisfaire certains besoins, il pourrait en résulter une diminution sensible du pouvoir d'achat.

Malgré les symptômes de stabilisation constatés dans l'économie intérieure, l'évolution du renchérissement demeure préoccupante, car les facteurs internes jouent un plus grand rôle qu'auparavant dans la hausse des prix. Certes, le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation n'a plus atteint les niveaux records de l'hiver passé; depuis quelque temps, il oscille un peu au-dessous de 10 %. Par contre, la hausse calculée en faisant abstraction des prix du mazout et de l'essence s'est accélérée depuis le début de l'année, particulièrement depuis le mois d'avril. En même temps, le taux de renchérissement des marchandises importées comprises dans l'indice des prix de gros a baissé sensiblement, tandis que celui des marchandises suisses incluses dans le même indice est monté.

Ce déplacement des poussées inflationnistes et le fait que la dépression réelle de l'économie intérieure se limite à quelques secteurs commandent de poursuivre les efforts de stabilisation. Les sacrifices qui en résultent sont inégaux, car il n'est pas possible de les équilibrer. Il importe pourtant que chacun y consente; donner libre cours à l'inflation ne ferait que rendre plus lourds à supporter des sacrifices futurs.

L'évolution des marchés suisses de l'argent et des capitaux

Les marchés monétaire & financier ont suivi un cours assez inconstant depuis la fin du semestre. La pause estivale des émissions, le montant relativement bas des emprunts autorisés au troisième trimestre et l'arrêt partiel des exportations de capitaux décidé à la fin du mois de mai ont permis au marché des emprunts suisses de se stabiliser. D'autre part, le remboursement des disponibilités créées par l'institut d'émission à la fin du mois de juin et les difficultés rencontrées par certaines banques étrangères à la suite de pertes de change importantes ont fortement ébranlé le marché monétaire, lequel s'est tout d'abord resserré.

Une circonspection accrue dans les opérations internationales a incité les banques suisses à s'assurer des disponibilités plus fortes qu'auparavant. Considérant cette tendance, la Banque nationale a effectué des swaps avec les banques, pour des montants limités. Durant la première quinzaine du mois d'août, elle a libéré, après expiration du délai légal de trois mois, les 600 millions de francs en chiffre rond qu'elle avait bloqués au mois de mai et qui correspondaient à 30 % des dépassements de crédits à la fin du mois de février. Par la suite, l'institut d'émission a encore alimenté le marché en suspendant le prélèvement des avoirs minimaux sur les dépôts en caisse d'épargne, les livrets de dépôts et les bons de caisse détenus par des personnes domiciliées en Suisse. Cette mesure a augmenté les disponibilités de 150 millions de francs. Ainsi, la Banque nationale a tenu compte du fait que, au cours des sept premiers mois de l'année, les bilans de 72 banques communiquant des données mensuelles indiquaient, de façon générale, une diminution de l'accroissement des montants figurant aux trois postes susmentionnés et même, dans certains cas, une diminution absolue de ces montants. Cette mesure devrait permettre aux banques d'éliminer plus facilement les distorsions existant dans la structure de leurs taux d'intérêt.

Grâce aux différentes dispositions qui ont augmenté les disponibilités bancaires et grâce à la prudence croissante que le public observe à l'égard des placements sur l'euro-marché, le taux d'intérêt des dépôts à trois mois en euro-francs est maintenant inférieur de 2 à 3 % au taux correspondant des euro-dollars. Cependant, il n'est descendu que très passagèrement au-dessous de 10 %.

La persistance d'un taux élevé résulte sans doute de l'évolution du marché monétaire, qui, après avoir joui d'une certaine aisance à la mi-août, s'est resserré de nouveau vers la fin du mois. En

effet, les banques pensaient que les dépassements importants de leurs crédits autorisés à la fin du mois de juillet les obligeraient à verser des fonds en compte spécial à la Banque nationale.

Les dépassements ont atteint 3 milliards de francs en chiffre rond. Dans l'appréciation de ce montant, il fallait considérer qu'une série d'événements extraordinaires, tel le renchérissement des matières premières, avaient influé sur la limitation du crédit tout au long de sa deuxième période annuelle d'application. Les difficultés qu'ont éprouvées les banques à maintenir leurs octrois de crédits dans les limites fixées s'expliquaient ainsi, en partie tout au moins. En arrêtant ses sanctions, l'institut d'émission a dû cependant tenir compte également du fait que la limitation du crédit demeure un instrument important et que la majorité des banques ont observé les prescriptions.

La Banque nationale a donc décidé:

- 1) les versements en compte spécial relatifs aux dépassements à la fin des mois de juillet 1973 et de février 1974 sont déduits des dépassements à la fin du mois de juillet 1974;
- 2) jusqu'au 20 septembre 1974 les banques concernées doivent verser 50 % du solde, qui se chiffre à environ 2 milliards de francs, sur un compte spécial bloqué pendant trois mois,
- 3) à partir du mois de décembre, les 50 % restants seront bloqués trimestriellement en trois parts égales.

Les dépassements à la fin du mois de juillet se calculent d'après le nouveau taux d'accroissement annuel de 7 %. L'institut d'émission vérifie chaque trimestre l'application de la limitation et impose, en cas de nouveaux dépassements, des sanctions supplémentaires.

Lorsqu'on examine les dépassements de crédits, il est bon de jeter un coup d'oeil sur l'évolution des promesses de crédits à la construction. Au cours des sept premiers mois de l'année, le montant des promesses accordées par 60 banques communiquant régulièrement des données a été inférieur de près de 10 % à celui de la période antérieure correspondante, qui se chiffrait à plus de 3 milliards de francs. Seules les promesses accordées pour la construction de bâtiments agricoles, d'appartements à loyer modéré, d'appartements subventionnés, ainsi que de bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat ont augmenté.

Sur le marché des emprunts, la situation a continué de se détendre après la fin du semestre. Le public a souscrit largement aux émissions d'emprunts suisses, qui ont été lancées à 8 % chaque fois, mais à des prix fort différents. Souvent, les premiers cours hors bourse ont dépassé sensiblement les prix d'émission. Le marché s'est apaisé comme en témoigne le rendement moyen des obligations fédérales, qui a reculé de 7,28 à 7,25 % au mois de juillet.

Le nouvel équilibre est dû à une diminution de l'offre plutôt qu'à un intérêt accru des investisseurs. L'arrêt partiel des exportations de capitaux décidé à la fin du mois de mai, la pause des émissions qui a lieu chaque année pendant un mois et le plafond relativement bas des emprunts autorisés, fixé à 600 millions de francs pour le troisième trimestre par l'institut d'émission, ont contribué à cette diminution de l'offre.

L'apaisement du marché a permis d'autoriser de nouveau les exportations de capitaux, partiellement suspendues depuis le mois de mai, et ce dans l'intérêt de la place financière helvétique. L'émission de reconnaissances de dette étrangères à moyen terme libellées en francs suisses ("notes") est autorisée de nouveau depuis la mi-août, celle d'obligations étrangères à long terme, depuis le début du mois de septembre. Toutefois, la Banque nationale a limité, jusqu'à la fin du mois d'octobre, les émissions du premier type aux trois quarts du montant trimestriel moyen autorisé l'année précédente et celles du second type à 200 millions de francs. Simultanément, elle a abrogé la décision selon laquelle 65% du montant de chaque émission de reconnaissances de dette à moyen terme devaient être souscrits par des personnes domiciliées en Suisse, mais a porté de 20 000 à 50 000 francs, comme pour les titres acquis par une personne domiciliée à l'étranger, la valeur nominale minimale d'une reconnaissance de dette à moyen terme souscrite par une personne domiciliée en Suisse. Quant à l'octroi de crédits bancaires à l'étranger soumis à autorisation, qui n'avait pas été suspendu en même temps que les autres exportations de capitaux, l'institut d'émission en a limité le montant au troisième trimestre à 25 % du volume global admis en 1973. Cette restriction ne s'applique pas aux conversions, aux prorogations, aux crédits en monnaie étrangère et aux crédits servant au financement d'exportations de produits suisses.

Peu après la fin de la pause d'été, les tensions se sont accrues légèrement sur le marché des emprunts suisses. Les souscriptions sont demeurées néanmoins satisfaisantes, car les syndicats d'émission avaient renoncé à présenter au public des conditions moins attrayantes. Toutefois, l'écart entre les premiers cours hors bourse et les prix d'émission a diminué nettement, la demande est devenue plus sélective et les transactions sur titres déjà cotés sont restées modestes. Le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 7,25 à 7,36 % au mois d'août, pour atteindre 7,40 % au début du mois de septembre.

Visiblement la pause des émissions a obligé l'économie et les pouvoirs publics à différer la satisfaction de leurs besoins en capitaux qui demeurent élevés. Un problème de consolidation va donc apparaître. Il faudra en tenir compte non seulement en appliquant la limitation du crédit, mais aussi en fixant le montant des emprunts autorisés au quatrième trimestre, ainsi que sa composition.

Comme sur le marché des emprunts, la situation s'est améliorée aux bourses suisses des actions durant la seconde moitié du mois de juillet. Cependant, le rétablissement a été de courte durée. Au mois d'août, la baisse a repris. L'indice des actions calculé par la Banque nationale (moyenne de 1966 = 100), qui était monté de 136,8 à 140,2 points au mois de juillet, est descendu à 123,9 points à la fin du mois d'août. Au début du mouvement de baisse, les transactions étaient minimales. Elles sont devenues plus importantes par la suite.

En raison de la baisse des marchés des valeurs mobilières, la réserve de liquidité formée par les avoirs en titres a diminué considérablement. En outre, les pertes en bourse nécessitent des amortissements qui pourraient réduire fortement les bénéfices, surtout dans les entreprises et dans les banques aux marges modestes. Pour juger des conséquences de cette évolution, il faut voir si l'amélioration de la bourse de Wall Street, intervenue au début du mois de septembre, pourra se poursuivre et se propager en Suisse, ainsi que sur d'autres places.