

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 13 décembre 1974

---

Les tendances de la conjoncture internationale

Il y a quelques mois encore, beaucoup pensaient qu'une légère relance économique interviendrait au second semestre de 1974 dans les pays industrialisés du monde occidental; les faits ont démenti cette prévision. Dans divers Etats, le fléchissement s'est même accéléré. Le taux de croissance du produit national brut réel attendu pour 1974 dans l'ensemble des Etats membres de l'OCDE ne serait plus guère que de 1/2 %. Aux Etats-Unis et au Japon, on prévoit une baisse réelle de 2 % à 3 %; en Grande-Bretagne, on s'attend, dans le meilleur des cas, à un arrêt de la croissance réelle. On admet par ailleurs que la hausse des prix à la consommation atteindra jusqu'à la fin de l'année quelque 14 % en moyenne dans toute la zone de l'OCDE. Ce sont là des signes évidents du phénomène que l'on appelle communément stagflation.

L'expansion ralentie de la masse monétaire, qui varie d'un pays à l'autre n'entraîne, pour le moment, qu'une réduction de la production et de l'emploi; d'une manière générale, les restrictions n'agissent pas encore sur les prix. Cette évolution est imputable surtout au fait que, après de longues années de haute conjoncture, voire de surchauffe, au cours desquelles les prix sont montés, les anticipations inflationnistes sont ancrées très profondément dans la mentalité de la population et de l'économie. En outre, bien que les affaires baissent, le renchérissement persiste sans fléchissement notable, en raison des liens étroits qui unissent les salaires à diverses autres composantes du coût, ainsi qu'aux prix eux-mêmes.

Pour atteindre ses objectifs, la politique de stabilisation des prix doit donc être menée non seulement de façon plus rigoureuse, mais aussi pendant plus longtemps que ce ne serait le cas, si les salaires et les prix étaient plus élastiques. D'ailleurs l'expérience montre que plus d'une année s'écoule généralement jusqu'à ce que les prix réagissent à une politique monétaire restrictive.

La plupart des pays industrialisés sont en tout cas plus éloignés que jamais de ces buts visés simultanément que sont le plein emploi, la stabilité des prix, l'équilibre de la balance des paiements et une croissance réelle appropriée. La distorsion

croissante qui existe entre la recherche du plein emploi et la lutte contre l'inflation accentue les tensions sociales. A mesure que l'occupation diminue, la pression politique tendant à infléchir le cours de la politique conjoncturelle augmente. Si l'on ne parvient pas bientôt à couper l'élan inflationniste, de nouvelles mesures de relance économique risquent d'accélérer encore la poussée des prix. Une nouvelle vague de renchérissement déferlerait alors sur des prix qui sont toujours à un niveau par trop élevé.

Ce risque est d'autant plus grand que, jusqu'ici, la diminution de l'occupation, à l'échelle internationale s'est concentrée principalement sur certaines branches, en particulier sur l'industrie automobile, sur le secteur de la construction, sur l'industrie des textiles et de l'habillement et sur le tourisme étranger. En outre, dans ces secteurs, le ralentissement n'est pas imputable uniquement à l'évolution conjoncturelle; il est dû, tout autant si ce n'est plus, à des modifications structurelles. En raison de l'importance économique que revêtent en particulier l'industrie automobile et celle de la construction, le fléchissement commence, dans les principaux pays industrialisés, de s'étendre à d'autres branches. Il reste néanmoins des branches importantes, telles l'industrie chimique, celle de l'acier et celle du papier, où la demande est encore fortement excédentaire. Dès lors, l'application d'une politique générale d'expansion n'aiderait guère les secteurs particulièrement touchés par les difficultés que soulève l'adaptation conjoncturelle et surtout structurelle, mais provoquerait rapidement dans les autres secteurs de nouveaux goulots d'étranglement et une nouvelle poussée des prix.

L'état précaire des balances des paiements réduit encore le champ d'action de la politique anti-inflationniste, déjà fortement restreint dans divers pays par la régression de l'occupation. Si l'on examine l'évolution suivie cette année, il convient de se demander combien de temps encore les pays dont la balance des paiements est extrêmement déficitaire pourront surnager en recourant, au même rythme que jusqu'ici, aux capitaux étrangers. Le risque de les voir chercher à sortir de cette situation en adoptant finalement des restrictions commerciales est donc important; l'expérience montre que cette tendance se renforce généralement par elle-même, car elle contraint d'autres pays à prendre des mesures de rétorsion. Aussi faut-il espérer que les efforts communs déployés par les principaux pays en vue de maîtriser le déficit pétrolier porteront bientôt leurs fruits.

Alors que l'évolution des prix sur les marchés pétroliers paraît s'être stabilisée et que la plupart des matières premières industrielles accusent une tendance à la baisse, le fort renchérissement des denrées alimentaires et des fourrages a relancé dans bien des pays la spirale des prix. La cause principale de cette évolution réside dans le fait que les récoltes de produits importants, qui paraissaient d'abord très prometteuses, ont beaucoup

souffert des mauvaises conditions atmosphériques. Sur le marché du sucre, en particulier, on enregistre presque journalièrement, ces derniers temps, des cotations record. A Londres, le prix du sucre était, à la mi-novembre, cinq fois plus élevé qu'un an auparavant.

### L'évolution de la conjoncture dans quelques pays.

Aux Etats-Unis, pour la troisième fois consécutive, le produit national brut réel a baissé durant le troisième trimestre. Selon la définition, une régression qui se poursuit pendant deux trimestres consécutifs représente déjà une récession. L'administration a donc reconnu officiellement que l'économie américaine avait rejoint une telle phase. Le renchérissement n'a pas fléchi pour autant. On peut craindre, dès lors, que le programme anti-inflationniste annoncé par le président Ford au mois d'octobre, qui prévoit notamment un impôt supplémentaire de 5 % sur les bénéfiques et sur les revenus moyens et supérieurs, une réduction des dépenses publiques, ainsi que diverses recommandations tendant à freiner la consommation d'énergie, ne se heurte à des difficultés considérables au sein du nouveau Congrès. Depuis le mois de juillet, la production industrielle n'atteint plus le niveau de l'année précédente. La vente d'automobiles, en particulier, a baissé rapidement ces derniers temps, de sorte qu'il a fallu réduire considérablement la production, diminuer la durée du travail et licencier du personnel. Etant donné le rôle capital que l'industrie automobile joue dans l'économie américaine, cette situation ne manquera pas de se répercuter sur d'autres secteurs. On s'attend, par conséquent, à ce que le taux de chômage, qui a atteint 6% au mois d'octobre, dépasse ce niveau dans les prochains mois. Le gouvernement pourrait être obligé de prendre certaines mesures fiscales pour soutenir la conjoncture, au cas où le fléchissement de l'occupation deviendrait critique. La demande de crédit bancaire a faibli considérablement. La baisse continue des taux d'intérêt est imputable bien davantage à cet affaiblissement qu'au léger déplacement de la politique monétaire. Par ailleurs, la balance américaine des paiements s'est améliorée principalement en raison d'un exode ralenti de capitaux au cours du troisième trimestre. Le déficit s'élevait à 330 millions de dollars, contre 4,5 milliards au deuxième trimestre.

La situation critique de l'économie britannique n'a guère évolué. La production industrielle reste un peu au-dessous du niveau de l'année précédente. Jusqu'ici, la balance commerciale ne s'est pas améliorée notablement. Les contrôles rigoureux des prix, assortis de simples recommandations sur les salaires, ont exercé une pression sensible sur les marges bénéficiaires des entreprises. La capacité réduite d'auto-financement qui en résulte, paraît être l'une des raisons principales du faible volume de l'investissement. La menace que représente une telle évolution a conduit le

gouvernement à prévoir dans son nouveau budget certains allègements du contrôle des prix, ainsi que des secours financiers au secteur industriel. Le "contrat social" spontanément conclu avec les syndicats semble avoir des effets limités, puisque les salaires convenus ont généralement dépassé assez nettement les limites fixées officiellement. En présentant le budget, le ministre des finances a annoncé la suppression de la garantie de change accordée jusqu'ici aux autorités monétaires des Etats de la zone sterling sur leurs avoirs en livres.

En Italie, la situation économique s'est détériorée nettement depuis la pause d'été. Appréciable au premier semestre, la croissance de la production industrielle s'est arrêtée. Le chômage et la réduction de la durée du travail ont augmenté, en particulier dans les industries de l'automobile et de la construction, ainsi que dans diverses branches du secteur des biens de consommation. Comparés à ceux d'autres pays les taux d'accroissement des prix à la consommation et des prix de gros se sont situés à un niveau extrêmement élevé. Le dépôt à l'importation introduit au mois de mai est loin d'avoir répondu aux espoirs placés en lui. Les déficits mensuels de la balance commerciale ont continué de s'inscrire à près de 1 milliard de dollars. L'Italie paraît avoir épuisé bientôt les possibilités qu'elle a de s'endetter à l'étranger. Il n'est donc pas exclu qu'elle prenne des mesures plus draconiennes encore pour réduire le déficit de sa balance commerciale.

Au Japon également, la récession est marquée. Après avoir baissé sensiblement au deuxième trimestre, le produit national brut réel n'a que très peu augmenté au troisième. La demande de biens de consommation demeure faible. L'inflation ne s'est que peu ralentie. En revanche, les balances du commerce et des services se sont améliorées sensiblement. Depuis le mois de juin, le commerce extérieur enregistre de nouveau régulièrement des excédents d'exportations.

Au cours des mois passés, la République fédérale d'Allemagne a connu le taux de renchérissement de loin le plus bas des pays industrialisés du monde occidental. Durant les neuf premiers mois de l'année, l'excédent de sa balance commerciale a de nouveau augmenté vigoureusement par rapport à l'année précédente. Si, dans l'ensemble, l'industrie d'exportation a continué de prospérer, l'économie intérieure a faibli sensiblement. Le nombre des chômeurs a augmenté nettement, et l'on craint qu'il ne s'accroisse encore durant les mois d'hiver. Dans son récent rapport au gouvernement, le conseil des experts estime qu'il n'est pas nécessaire d'appliquer déjà des programmes conjoncturels spéciaux. Les budgets des pouvoirs publics pour 1975 prévoient des déficits bien supérieurs à 40 milliards de marks. La Banque fédérale a commencé, ces derniers temps, de relâcher légèrement sa politique.

En France, l'évolution économique a été jusqu'ici satisfaisante dans l'ensemble. La croissance réelle a été de 4 à 4 1/2 %. Le chômage n'a que peu augmenté. Néanmoins, la population s'est inquiétée davantage qu'auparavant de l'inflation et d'une recrudescence possible du chômage, et la pression s'est accentuée sur le gouvernement pour qu'il se lance dans une politique expansionniste.

L'évolution de l'économie belge, satisfaisante jusqu'aux vacances d'été, s'est, de façon surprenante, détériorée nettement. Les commandes de l'étranger, surtout, ont diminué fortement, le chômage et le renchérissement ont augmenté rapidement. Malgré un taux d'inflation plutôt modéré et une balance des paiements toujours excédentaire, le gouvernement des Pays-Bas, en raison du chômage relativement élevé, a annoncé des mesures budgétaires expansionniste, envisageant même, au besoin, de faire fonctionner la "planche à billets". En Autriche, la haute conjoncture, qui persistait depuis six ans, a commencé de faiblir graduellement. Par contre, en Suède, l'activité économique s'est développée durant cette année. Les perspectives pour l'an prochain sont appréciées avec optimisme.

#### Les événements monétaires internationaux

Les problèmes des balances des paiements et de l'évolution monétaire, que la hausse du prix du pétrole a engendrés, ont dominé naturellement l'assemblée annuelle du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, à la fin du mois de septembre. Les énormes difficultés que l'économie mondiale doit affronter ont écarté de l'ordre du jour les discussions portant sur la réforme du système monétaire international. Par contre, les gouverneurs des banques centrales ont dû s'occuper des mesures d'urgence susceptibles d'épurer une situation trouble, caractérisée par les répercussions sur les changes de l'inflation persistante, du fléchissement de la croissance économique, de la régression de l'occupation, ainsi que du besoin aigu d'adapter les balances des paiements et de la nécessité de recycler les pétrodollars excédentaires.

Le Fonds monétaire et la Banque mondiale ont institué un Comité du développement au sein duquel la Suisse a obtenu un siège d'observateur. La tâche de ce comité consiste à examiner les possibilités d'encourager le transfert de ressources, au sens le plus large du terme, aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole. En outre, un Comité ministériel intérimaire remplace le Groupe des Vingt, dont il reprend la composition. Il est chargé d'étudier les problèmes que soulève le financement des déficits pétroliers des balances des paiements et de présenter un rapport jusqu'à la mi-janvier de l'an prochain.

Le problème du recyclage des capitaux pétroliers est devenu plus actuel lorsqu'il est apparu que l'euro-marché et les marchés financiers nationaux ne parviendraient pas à le résoudre seuls. Les banques et les sociétés financières qui s'occupent du transfert de ces fonds se sont heurtées plus tôt qu'on ne s'y attendait généralement aux limites de leurs possibilités d'intervention. Ces limites sont constituées par les exigences d'un partage approprié des risques lors de la répartition de ces montants entre divers débiteurs, pays, monnaies, etc. En outre, les lourdes pertes de change et les débâcles bancaires survenues au cours de cette année ont eu pour conséquence que les fonds en quête de placement ont été confiés, de plus en plus, aux principaux établissements seulement, ce qui a accentué encore la concentration des risques sur ces banques.

Les pays producteurs de pétrole ont donc davantage de difficultés à placer sur les marchés nationaux et internationaux leurs excédents de liquidités, qui se chiffrent à quelque 5 milliards de dollars par mois. C'est pourquoi sans doute ils sont toujours mieux disposés à conclure des accords financiers bilatéraux. Toutefois, cette formule n'est pas sans revers. En effet, certains pays déficitaires pourraient facilement être tentés de résoudre ainsi, au détriment d'autres Etats qui ont également besoin de crédits, les problèmes que leur pose leur balance des paiements. Une réglementation du recyclage, dans la mesure où celui-ci excède les possibilités des marchés, doit donc absolument faire l'objet d'une concertation internationale. Le mécanisme pétrolier du FMI, ainsi que le lancement possible d'un emprunt commun de la CE représentent les premiers pas dans cette direction. D'autres propositions visant à créer des mécanismes internationaux de recyclage sont en discussion. Tant l'OCDE que le Groupe des Dix ont engagé récemment des entretiens sur ces propositions.

L'élargissement de la base financière du Fonds monétaire a fait l'objet aussi de discussions. En raison de l'inflation mondiale, on ne parle plus guère d'une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux (DTS). Par contre, un relèvement général des quotes-parts pourrait intervenir lors de leur révision quinquennale qui aura lieu en 1975. Il est question d'une majoration de 20 % à 50 %. Les pays producteurs de pétrole doivent à cette occasion obtenir des quotes-parts plus élevées, du fait du fort accroissement de leurs réserves monétaires. Les quotes-parts des pays les plus pauvres (le quart monde) doivent également être augmentées, afin que ceux-ci puissent bénéficier davantage des ressources du FMI. Le Groupe des Dix a décidé en outre, lors de l'assemblée générale, de reconduire sans changement jusqu'à la fin du mois d'octobre 1980 les Arrangements généraux de crédit (GAB). Ces arrangements permettent au Fonds monétaire de se refinancer à court terme dans les pays qui les ont signés, jusqu'à concurrence

de 5,5 milliards de DTS. La Suisse qui, sur la base d'un accord spécial, participe aux Arrangements généraux de crédit par un apport maximal de 865 millions de francs, et qui a obtenu, de ce fait le statut d'observateur au sein du Groupe des Dix, a accepté également de prolonger sa participation. Le gouvernement proposera au Parlement de proroger l'arrêté fédéral du 4 octobre 1963 concernant la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales.

Sur les marchés des changes, une accalmie était survenue pendant l'été, qui avait amené le Conseil fédéral à lever, à la mi-octobre, l'interdiction de rémunérer les fonds étrangers. Elle a fait place ces dernières semaines à une nouvelle évolution, qui s'est traduite par une forte réévaluation du franc. Des quantités massives de capitaux sortent de pays tels Israël, la Grèce, l'Italie, l'Espagne, le Portugal, pour des raisons politiques - tensions accrues au Proche-Orient - ou sociales; par ailleurs, les pays producteurs de pétrole s'efforcent de mieux répartir entre diverses monnaies le placement de leurs excédents de recettes. Ce dernier phénomène surtout semble avoir provoqué une augmentation des conversions en francs suisses et entraîne une forte hausse du cours de notre monnaie. La réévaluation du franc suisse qui est résultée de telles transactions a dépassé très nettement le cours reflétant un pouvoir d'achat réel. Aussi, pour parer à un nouvel afflux de fonds étrangers en francs suisses, ainsi qu'à la hausse consécutive du cours, le Conseil fédéral, d'entente avec la Banque nationale, a réintroduit à la fin du mois de novembre, l'interdiction de rémunération et la perception d'une commission de 3 % par trimestre sur les avoirs étrangers en francs déposés depuis le début du mois de novembre 1974. La banque d'émission a pris, en outre, d'autres mesures complémentaires, dont le chapitre consacré à l'évolution des marchés suisses de l'argent et des capitaux donne un compte-rendu détaillé.

### La conjoncture en Suisse

Une nouvelle accalmie s'est produite ces derniers mois dans le climat conjoncturel de la Suisse; jusqu'ici, elle revêt nettement le caractère d'un retour à des conditions plus normales, et non celui d'une récession. Après la demande intérieure, celle de l'étranger a commencé à faiblir de plus en plus. La situation s'est détériorée en particulier dans les branches qui étaient déjà aux prises avec des difficultés structurelles; dans d'autres groupes et entreprises, seules les perspectives pour l'an prochain sont devenues moins favorables. D'après les enquêtes de l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, le pourcentage des entreprises qui annoncent une diminution des entrées de commandes n'a cessé de s'accroître au cours des derniers mois. On signale toujours plus fréquemment que les carnets de commandes se dégarnissent, que les réserves de matériel sont trop abondantes, que les stocks de produits terminés sont trop importants et continuent d'augmenter.

Cette évolution exerce sur les projets d'investissements des effets d'autant plus retardateurs que, simultanément, les capacités d'auto-financement et les rendements s'amenuisent. Les efforts des entreprises en vue de réduire les coûts se sont par conséquent accentués fortement; ils visent moins les coûts fixes du matériel et des capitaux, qui échappent largement à l'influence des entreprises, que les coûts salariaux. Sauf pour le personnel qualifié ces derniers devraient s'assouplir en raison de la détente intervenue sur le marché du travail. D'une part, les offres d'emploi attirent beaucoup plus de candidats, surtout lorsqu'elles émanent d'entreprises qui passent pour être à l'abri des à-coups conjoncturels, d'autre part, on remplace de moins en moins les travailleurs qui quittent librement leur emploi ou qui sont mis à la retraite.

Ainsi, l'excédent d'occupation se trouve heureusement réduit. Contrairement à ce qui se passe dans d'autres Etats industrialisés occidentaux, on ne saurait jusqu'ici parler de chômage. Certes, on signale aussi chez nous des vacances forcées, des restrictions d'exploitation et des fermetures d'entreprises, mais, dans l'ensemble, ces mesures n'ont pas grande portée. La publicité que l'on fait souvent autour d'elles risque de fausser l'image de la situation effective du marché de l'emploi. Il ne faut pas oublier que l'insécurité accrue du travail a suscité un véritable revirement psychologique, qui ne traduit par un accroissement de la productivité du travail.

C'est dans le secteur de la construction que le fléchissement est le plus prononcé. Il est vrai que le processus de régression qu'on y observe résulte bien moins de la politique conjoncturelle que du développement des capacités, qui n'a pas été suffisamment adapté aux possibilités réelles de croissance. De plus ce processus diffère beaucoup selon les genres de construction et les régions. En raison des changements intervenus dans les forces du marché, la construction de logements est plus touchée que le génie civil, sur lequel se répercute la situation financière tendue des pouvoirs publics. Les autorités suivent attentivement l'évolution. L'adaptation de cette importante branche économique aux réalités doit se faire autant que possible sans heurts. Dans cette optique, le Conseil fédéral a décidé d'abroger au 1er janvier 1975 l'arrêté sur la construction. Les postes éventuels qui figurent dans les directives budgétaires de la Confédération et des cantons pour 1975 contiennent, en outre, certains éléments de flexibilité, dont le financement toutefois poserait des problèmes considérables.

Les investissements de l'industrie et de l'artisanat, qui, en été, présentaient des signes de relance, sont redevenus plus réservés. Il faut relever surtout que, parmi les plans déposés par l'industrie au cours du troisième trimestre, ceux qui portent sur des installations d'entreprises, et qui sont un indice des investissements de rationalisation, sont tombés bien au-dessous du niveau de l'année précédente, alors qu'au deuxième trimestre, ils avaient

dépassé ce niveau pour la première fois depuis assez longtemps.

En revanche, la consommation privée a repris vigoureusement au troisième trimestre. Le taux d'accroissement du chiffre d'affaires du commerce de détail, qui avait baissé durant le premier semestre, a accusé une hausse de 36 % au moins au cours des neuf premiers mois, par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le chiffre d'affaires a augmenté surtout dans les textiles et l'habillement beaucoup moins dans l'alimentation, les boissons et le tabac, ainsi que dans les autres biens durables. Cependant, la croissance est restée, dans toutes les catégories, inférieure au taux de renchérissement. En outre, la relance récente des ventes paraît imputable moins à un regain d'attrait qu'à des stockages sporadiques et, en ce qui concerne les textiles, à la venue prématurée du froid. Ces facteurs particuliers sont compensés toutefois, dans une certaine mesure, par le fait que le trafic des comptes de chèques et virements postaux, qui reflète aussi une partie des opérations inhérentes au secteur des services et des transactions entre les entreprises, a dépassé au troisième trimestre, en chiffres réels également, le niveau de l'année précédente. Cependant, sur la base des neuf premiers mois, ce trafic n'a pas atteint tout à fait le niveau de 1973.

Si donc la relance de la demande de biens de consommation, qui s'est produite au troisième trimestre, ne peut être considérée sans autre comme un indicateur fidèle du cours de la conjoncture, le fléchissement de la demande extérieure paraît remplir ce rôle. Parallèlement à la régression économique dans d'autres pays, les commandes de l'étranger se sont ralenties ces derniers temps. Dans bien des entreprises d'exportation, les carnets de commandes se sont aussi dégarnis, car la croissance des exportations s'est inscrite, en valeur réelle, à 7 % environ par rapport aux dix premiers mois de l'année précédente. Pour modérer la hausse des coûts fixes par unité, qu'entraîne la diminution des ventes, il est question, parfois, d'accroître les stocks de produits terminés. Après le refroidissement intervenu dans les secteurs intérieurs de l'économie, les poussées qui, jusqu'à la fin de l'été, s'exerçaient encore sur l'économie d'exportation, sont en train de s'atténuer nettement.

En valeur réelle, les exportations de biens d'équipement ont augmenté d'un peu plus de 6 %, et celles de biens de consommation, de 3 % en chiffre rond, par rapport aux neuf mois correspondants de l'année précédente. Durant la même période, les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés ont augmenté, en valeur réelle, de 5 % à peine et celles de biens d'équipement, de 1 % à peine, tandis que les importations de biens de consommation ont baissé de 3½ %. Cette évolution s'est encore accentuée au mois d'octobre.

Outre le fléchissement économique extérieur, la forte réévaluation du franc suisse a affaibli également la position de l'exportation. Les autorités suivent aussi cette évolution avec attention. Elles ont fait obstacle à une réévaluation supplémentaire du franc en réintroduisant, vers la fin du mois de novembre, l'interdiction de rémunérer les nouveaux afflux de fonds étrangers, qui avait été levée au mois d'octobre, et en décidant de percevoir sur ces fonds une commission trimestrielle de 3 %. Dans le même but, elles ont réintroduit l'obligation de convertir en francs suisses les capitaux dont l'exportation a été autorisée. Il va sans dire que l'évolution sur les marchés des changes influence grandement le tourisme étranger, qui présente déjà les signes d'un fléchissement sensible.

Bien que la surchauffe s'apaise nettement, le renchérissement continue d'évoluer de façon peu réjouissante. Certes, la hausse des marchandises importées, que contient l'indice des prix de gros, s'est ralentie sensiblement, en partie, sous l'effet de la réévaluation du franc, et s'est rapprochée ainsi de la hausse des marchandises du pays. Cependant, les prix suisses de gros ne baissent que très lentement. L'évolution de l'indice des prix à la consommation s'est de nouveau rapprochée de celle de l'an dernier et paraît devoir tomber, jusqu'à la fin de l'année, au-dessous du niveau de l'année précédente en raison de la stabilisation des prix du pétrole. Toutefois, par rapport à la période correspondante de 1973, l'indice partiel, déduction faite des prix de l'huile de chauffage et de l'essence, a augmenté davantage au mois d'octobre que l'indice global.

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

Dans l'économie monétaire intérieure, on observe depuis le début de l'automne les signes d'une certaine normalisation. Conformément à l'évolution qui s'est dessinée en Amérique et sur l'euro-marché, les taux d'intérêt à court terme ont baissé sensiblement. Sur le marché suisse des emprunts, la situation s'est détendue nettement. En raison de distorsions intervenues dans la structure des intérêts, quelques tendances à l'ajustement subsistent dans les opérations à moyen terme. A mesure qu'ils se consolident, les marchés de l'argent et des capitaux devraient, dans les divers secteurs, s'acheminer prochainement vers un certain équilibre.

Le marché de l'argent a dû, comme chaque année, satisfaire les besoins financiers de l'économie, qui augmentent à cette saison. L'approvisionnement en fonds a été tout à fait suffisant pour assurer le déroulement des transactions courantes. Aux échéances mensuelles, et notamment à l'échéance du mois de septembre, qui est l'une des plus critiques, la Banque nationale, comme à l'ordinaire, a offert son aide temporaire.

Divers facteurs ont contribué à normaliser les opérations à court terme. A la fin du mois d'octobre, la Banque nationale a libéré des avoirs minimaux sur les engagements en Suisse et envers l'étranger, en ramenant leur montant initial de 33 % 20 %. Près de 500 millions de francs ont été ainsi rendus au marché. La Direction générale a décidé en outre de libérer, à la fin du mois de novembre, le reste des engagements en Suisse de l'obligation de verser des avoirs minimaux, ce qui représentait un montant de 390 millions de francs. Ces mesures avaient pour but d'adapter l'approvisionnement intérieur en fonds, après l'absorption de l'excédent de disponibilités qui s'était produit dans les années 1971 et 1972, aux besoins de l'économie, dont la croissance ne doit pas être exagérément restreinte par des instruments monétaires. Enfin, le versement de la 13ème rente AVS semble avoir alimenté également le marché.

La couverture des besoins de trésorerie de la Confédération a nécessité des mesures spéciales. La Banque nationale s'est efforcée d'éviter qu'elles ne déploient des effets inflationnistes. A cette fin, elle a repris les bons du Trésor américains libellés en francs suisses, appelés "Roosa-Bonds", d'un montant de 180 millions de francs, que détenait encore la Confédération. L'administration fédérale a utilisé les fonds reçus pour effectuer des paiements à l'étranger. De plus, la Confédération s'est procuré sur le marché 300 millions de francs chaque fois à la fin des mois d'octobre et de novembre, en plaçant dans les trois grandes banques des bons du Trésor à trois mois portant intérêt à 7 1/2 % et 7 3/8 % respectivement, qui n'ont pas été imputés sur le quota d'accroissement des crédits des banques. Le dénouement de swaps à trois mois a retiré du marché 460 millions de francs en chiffre rond. En revanche, les quelque 600 millions de francs versés à la fin du mois de septembre à titre de sanctions pour des dépassements de crédits seront libérés avant la fin de l'année. Toutefois, il semble que les nouveaux prélèvements opérés à ce titre vont plus que compenser cet allègement.

L'adaptation de la masse monétaire aux perspectives économiques ainsi que la satisfaction des besoins en liquidité des pouvoirs publics, dans la mesure où le marché ne peut l'assurer, pose des exigences spéciales à la politique monétaire de l'institut d'émission. Les efforts de stabilisation qui demeurent nécessaires interdisent dans tous les cas le financement intégral du renchérissement et celui des déficits publics par la création de moyens supplémentaires de paiement. La Banque nationale dispose de moyens suffisants pour accroître la masse monétaire dans une mesure qui répond à ces objectifs. Les avoirs minimaux qui subsistent à la mi-décembre, les effets que la Banque des règlements internationaux et les bons de stérilisation de la Confédération placés dans les banques recèlent une réserve de liquidité de plus de 1 milliard et demi de francs qui, engagée judicieuse-

ment et à temps, devrait suffire à couvrir tout au moins les besoins de l'an prochain. Afin de réduire les besoins de trésorerie de la Confédération, la Banque nationale a envisagé de lui procurer des crédits en monnaie étrangère, destinés aux paiements à l'étranger qui atteignent un montant non négligeable. Toutefois, les expériences montrent qu'il ne sera pas facile d'obtenir de tels crédits à des conditions acceptables.

Sur le marché des obligations, au début de l'automne, une série d'emprunts de débiteurs suisses n'ont pas été souscrits entièrement. Par conséquent, les taux d'intérêt ont été différenciés davantage, comme c'était déjà le cas jadis, selon la solvabilité des émetteurs et l'estime dont ils jouissent. Sur la base du rendement de 8 % à 9 % atteint par la suite, le climat du marché s'est nettement amélioré. Cette évolution a profité, entre autres, à l'emprunt 7 3/4 %, de 120 millions de francs, d'une durée de 12 ans, lancé par la Confédération au mois de novembre, au prix de 99 1/2 %, qui a pu être placé avec succès. La détente a été favorisée également par la baisse des taux d'intérêt à court terme qui sont descendus au niveau, parfois même au-dessous du niveau des taux à long terme. Il a été possible de suspendre, au mois de novembre, le soutien accordé aux obligations fédérales et à quelques obligations cantonales.

Les besoins de consolidation demeurent considérables, en raison de la forte expansion de l'endettement à court terme, même si, à la faveur du refroidissement conjoncturel, le besoin de capitaux de l'économie diminue peu à peu. Les besoins des pouvoirs publics et du secteur énergétique sont énormes, et la nécessité de fixer des priorités lors de l'établissement du programme des émissions se maintient.

Diverses mesures prises au cours des derniers mois touchent le marché des émissions. Ainsi, les émissions libres de petits emprunts, dont le montant ne dépasse pas 5 millions de francs, ont été soumises à autorisation à partir du 1er octobre. En effet, de telles émissions, qui permettaient d'éviter la limitation du crédit et le plafonnement des emprunts, avaient augmenté considérablement. En outre, le plafond des emprunts étrangers soumis à autorisation, y compris les petits emprunts, a été ramené de 260 à 200 millions de francs pour les mois de novembre et de décembre, par rapport aux deux mois précédents. Pour les crédits bancaires à l'étranger soumis à autorisation, ainsi que pour les émissions de "notes", la réglementation en vigueur a été maintenue en principe, mais les quotas inutilisés n'ont plus pu être transférés sur la nouvelle période. En liaison avec les obstacles mis aux afflux indésirables de fonds étrangers, la Direction générale a réintroduit, le 28 novembre, l'obligation de convertir en monnaie étrangère les capitaux libellés en francs suisses dont l'exportation a été autorisée.

Dans le secteur à moyen terme, une nouvelle adaptation des taux d'intérêt a eu lieu. La rémunération des obligations de caisse a été relevée à la mi-octobre et au début du mois de décembre. Elle a d'abord été majorée de 1/4 %, puis de 1/2 %; la distinction entre trois catégories, qui est fonction de la durée, a été réintroduite. Ces deux majorations de taux sont intervenues dans un laps de temps relativement court, pour tenir compte du recul persistant des fonds placés en obligations de caisse et des distorsions consécutives qui se produisaient dans la structure des délais des bilans bancaires. Il pouvait en résulter de sérieuses difficultés dans la couverture des besoins de financement à moyen terme.

La nouvelle agitation qui a marqué les marchés des changes et la hausse extraordinaire du cours du franc qui en est résultée ont amené le Conseil fédéral à réintroduire le 20 novembre, d'entente avec la Banque nationale, l'interdiction de rémunération, levée à la fin du mois d'octobre, sur l'accroissement des avoirs étrangers en francs survenu depuis lors. En outre, le prélèvement sur ces fonds d'une commission de 3 % par trimestre a été décrété. Afin d'éviter les échappatoires, la Banque nationale a décidé que les ventes à terme de francs suisses à des étrangers ne devaient pas dépasser, en principe, le niveau atteint le 31 octobre. La Direction générale a décidé encore de prélever des avoirs minimaux supplémentaires sur les avoirs étrangers en francs suisses constitués depuis le 31 octobre. Si l'on additionne les anciens et les nouveaux taux de prélèvement sur l'accroissement des avoirs étrangers en francs suisses, on obtient les taux maximaux prévus dans l'arrêté sur le crédit; toutefois l'accroissement intervenu jusqu'au 31 octobre n'est touché que modérément.

Ces mesures ont abouti rapidement à une correction des rapports de change, jusque là peu réalistes. Comme, au surplus, on a renoncé à réintroduire, en raison de la tendance soutenue à la baisse dans les bourses des actions, l'interdiction faite aux étrangers d'effectuer des placements, les cours de ces titres se sont consolidés. Reste à savoir si, au regard des perspectives modérées, que suscite l'évolution de la conjoncture et du rendement, il s'agit d'un revirement de tendance ou seulement d'un phénomène passager.

(variations en pour-cent par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	avril 1974	mai 1974	juin 1974	juillet 1974	août 1974	sept. 1974	oct. 1974	nov. 1974	déc. 1974
1) indice d'occupation	a.d.	a.f.	1.1	a.d.	a.d.				
2) places vacantes	- 14.9	- 25.5	- 24.3	- 29.4	- 28.6	- 35.6			
3) taux des salaires ouvriers dans l'industrie	a.d.	a.d.	10.5	a.d.	a.d.				
4) taux des salaires ouvriers dans l'économie privée de 5 grandes villes	a.d.	a.d.	13.3	a.d.	a.d.	13.3			
5) indice des prix à la consommation	8.7	9.8	9.6	9.8	10.5	11.3	9.8		
- chauffage et éclairage	28.9	28.0	19.3	16.5	19.0	19.7	19.8		
- logement	6.8	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3		
- alimentation	6.3	9.6	10.8	11.7	12.9	14.3	16.4		
- habillement	9.9	9.9	9.7	9.7	9.7	9.8	9.8		
6) indice des prix de gros	18.7	18.3	17.8	17.6	17.2	17.2	14.9		
- marchandises suisses	14.4	15.0	15.4	15.6	15.4	15.5	13.8		
- marchandises étrangères	28.8	26.1	23.7	22.1	21.1	21.1	17.4		
7) construction de logements dans les communes de plus de 2000 habitants									
- logements terminés	a.d.	a.d.	- 3.9	a.d.	a.d.				
- logements en construction	a.d.	a.d.	- 13.6	a.d.	a.d.				
- permis de construire	a.d.	a.d.	- 25.3	a.d.	a.d.				
8) constructions pour l'industrie									
- nombre de projets déposés	a.d.	a.d.	- 2.3	a.d.	a.d.	- 3.2			
- cubage des constructions nouvelles et des agrandissements	a.d.	a.d.	28.1	a.d.	a.d.	15.6			
9) indice de la production industrielle	a.d.	a.d.	4.0	a.d.	a.d.				
10) chiffre d'affaires du commerce de détail	8.9	7.3	2.4	9.6	12.6	8.6			
11) nuitées dans les hôtels et les établissements de cure	- 7.4	- 8.2	- 10.2	- 9.3	- 2.9	- 3.3			
- clientèle suisse	2.3	0.5	- 2.1	- 0.2	1.8	- 0.2			
- clientèle étrangère	- 13.4	- 14.1	- 14.4	- 14.5	- 5.4	- 5.6			
12) valeurs du commerce extérieur									
12a) - importations	36.0	22.3	20.9	25.0	16.0	17.2	10.1		
- matières premières, produits semi-ouvrés	46.0	33.3	26.7	35.0	18.6	23.9	14.1		
- produits énergétiques	197.9	86.6	71.8	76.8	64.0	85.1	29.3		
- biens d'équipement	12.3	4.1	28.9	6.2	18.2	- 6.5	5.9		
- biens de consommation	15.8	6.0	1.1	11.7	0.8	8.8	3.4		
12b) - exportations par branches	30.9	22.5	18.6	24.3	14.3	15.2	15.9		
- métallurgie	23.8	20.9	14.3	18.4	19.0	13.5	14.2		
- industrie chimique	49.8	26.6	28.0	36.6	13.9	15.7	13.7		
- textiles et habillement	12.6	11.4	6.6	19.2	0.3	9.8	6.3		
- denrées alimentaires, boissons et tabacs	19.6	9.7	- 2.5	13.8	- 18.8	5.6	- 13.4		

## Statistique conjoncturelle étrangère

(variations en pour-cent par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	avril 1974	mai 1974	juin 1974	juillet 1974	août 1974	sept. 1974	oct. 1974	nov. 1974	déc. 1974
<u>Allemagne</u>									
indice de la production industrielle	- 0.3	0.1	3.8	1.3	- 2.8	- 5.5p			
chiffre d'affaires du commerce de détail	7.3	6.3	- 1.7	12.1	6.4				
entrées de commandes dans l'industrie total	16.5	3.8	9.3	13.0	12.1	8.5p			
- commandes de l'Allemagne	9.1	- 1.6	2.3	10.3	3.0	5.9p			
- commandes de l'étranger	35.5	17.4	26.1	17.7	36.7	14.2p			
taux de chômage en % des personnes occupées	2.4	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	3.0		
exportations	36.4	32.3	23.5	40.5	30.0	26.2			
importations	27.1	23.4	19.3	38.2	39.8	32.4			
balance commerciale (en milliards de marks)	4.6	4.9	2.5	4.4	3.2	4.1			
balance des revenus (en milliards de marks)	2.3	3.4	0.9	1.5	0.3	1.6			
masse monétaire M1	- 0.2	3.9	4.9	6.6	9.0	9.0			
masse monétaire M2	10.9	8.9	7.9	6.6	5.0	3.9			
coût de la vie	7.1	7.2	6.9	6.9	6.9	7.3	7.1		
prix de gros des produits industriels	13.2	14.0	13.6	13.9	14.1	14.2			
taux des salaires dans l'industrie	12.1	12.4	12.7	12.6	12.3	12.2			
<u>France</u>									
indice de la production industrielle	6.0	2.4	5.0	4.0	4.0	1.6			
places demandées s.v.s. (1000)	425	421	429	454	464	496			
places vacantes s.v.s. (1000)	232	251	251	225	208	180			
exportations	47.2	39.3	37.9	44.1	36.7	35.8	31.2p		
importations (fob)	82.3	59.2	52.7	72.3	53.4	49.6	40.7p		
balance commerciale (en milliards de francs)	- 1.92	- 3.08	- 0.40	- 3.0	- 2.12	- 1.03	- 2.0p		
masse monétaire M1			10.6	9.5					
masse monétaire M2			16.0						
coût de la vie	13.2	13.5	13.9	14.4	14.5	14.7			
prix de gros des produits industriels	33.7	37.6	34.7	31.5	28.8				

## Statistique conjoncturelle étrangère

(variations en pour-cent par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	avril 1974	mai 1974	juin 1974	juillet 1974	août 1974	sept. 1974	oct. 1974	nov. 1974	déc. 1974
<u>Grande-Bretagne</u>									
indice de la production industrielle s.v.s.	- 0.5	- 0.3	- 0.7	- 0.4	0.4	- 1.5			
chiffre d'affaires du commerce de détail	15.8	14.6	14.7						
taux de chômage en% des personnes occupées	2.5	2.4	2.3	2.5	2.9	2.9			
exportations	35.0	42.0	39.2	37.7	40.9	29.2	34.0		
importations	66.7	57.6	64.1	59.9	42.9	46.4	31.1		
balance commerciale s.v.s. ( en mio de £)	- 391	-481	- 477	- 478	- 319	- 373	-440		
masse monétaire M1	3.0	2.3	0.5	- 0.8	1.0	2.4	5.8		
masse monétaire M2	24.6	24.2	21.2	19.7	18.0	15.5	13.5		
prix à la consommation	15.2	16.0	16.5	17.1	16.9	17.1	17.1		
prix de gros des produits industriels	23.2	24.1	24.6	25.1	25.8	25.9	25.9		
taux des salaires	13.0	15.3	16.9	18.7	20.3	20.7	22.8		
<u>Italie</u>									
indice de la production industrielle	14.5	6.2	5.8	4.5	- 4.6	2.8			
chiffre d'affaires du commerce de détail	29.0	24.0	24.2						
exportations	81.1	34.4	30.6	60.8	47.4	51.4			
importations	113.5	45.5	42.2	99.0	56.0	47.9			
balance commerciale (en milliards de livres)	-815	-574	- 597	- 586	-521	-598			
balance des paiements (en milliards de livres)	-505	-724	- 396	248	43	- 86			
coût de la vie	15.6	15.6	17.1	19.3	21.2	24.6	25.7		
prix de gros	44.8	42.6	41.8	41.3	42.6	43.6			
taux des salaires	16.5	18.0	18.7	18.6	19.6	19.9			

s.v.s. = sans variations saisonnières

## Statistique conjoncturelle étrangère

(variations en pour-cent par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	avril 1974	mai 1974	juin 1974	juillet 1974	août 1974	sept. 1974	oct. 1974	nov. 1974	déc. 1974
<u>Etats-Unis</u>									
production industrielle	0.6	0.6	0	- 0.8	- 0.9	- 1.0	- 1.7		
chiffre d'affaire du commerce de détail	7.8	6.9	7.6	8.4	10.4	8.8	6.7		
entrées de commandes dans l'industrie	12.0	14.5	14.7	17.9	20,0	22.4	13.5		
taux de chômage en % des personnes occupées s.v.s.	5.0	5.2	5.2	5.3	5.4	5.8	6.0		
exportations	49.9	36.2	44.6	41.4	39.5	28.5			
importations	53.9	46.0	48.7	56.2	57.8	52.7			
balance commerciale s.v.s. (en mio de \$)	93	- 77?	- 256	- 728	-1132	- 233			
masse monétaire M1	7.2	6.4	5.4	5.1	5.4	5.8			
masse monétaire M2	9.6	9.1	8.5	8.5	8.5	8.4			
prix à la consommation	10.2	10.7	11.1	11.8	11.2	12.1	12.2		
prix de gros	18.8	18.6	14.5	20.4	17.8	19.7	22.6		
<u>Japon</u>									
indice de la production industrielle	3.1	2.6	- 1.9	- 1.7	- 4.3	- 6.7p			
exportations	54.0	63.7	62.2	56.1	68.1	43.2	64.4		
importations	89.4	83.3	64.3	70.9	49.4	45.0	44.3		
balance des revenus (en mio de \$)	-823	-1074	-581	- 202	20	(90)	(310)		
balance des paiements (en mio de \$)	-760	-1002	-1277	- 210	- 513	128	(350)		
masse monétaire M1	10.5	14.5	15.7	13.0					
masse monétaire M2	13.0	13.0	13.3	12.0					
prix à la consommation	23.0	21.3	21.7	23.0	22.8	22.0			
prix de gros	35.7	35.3	35.3	34.2	32.8	30.6			

s.v.s. = sans variations saisonnières