

Rapport

sur la situation économique et monétaire remis
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse pour sa séance du 19 septembre 1975

L'évolution de l'économie internationale

Durant ces derniers mois, la récession que connaissent les pays industrialisés depuis 1974 s'est ralentie progressivement. Toutefois, cette évolution a différé d'un pays à l'autre. L'activité économique s'est ranimée particulièrement aux Etats-Unis et au Japon. Dans plusieurs pays d'Europe, tels la République fédérale d'Allemagne et la France, le ralentissement conjoncturel semble s'être approché de son point inférieur. En même temps, la plupart des taux d'inflation ont baissé. Néanmoins, ils restent trop élevés. Jusqu'à maintenant, seules la République fédérale d'Allemagne et la Suisse ont enregistré des taux d'inflation nettement inférieurs à 10%. Aussi, la politique économique doit-elle encore viser principalement à tempérer l'inflation. Toutefois, la lutte contre le renchérissement est entravée par le chômage élevé régnant dans presque tous les pays industrialisés et par le fait que, pour des raisons faciles à concevoir, la priorité est donnée à la réintégration des chômeurs dans le circuit de la production. Comme l'utilisation de l'appareil de production demeure très réduite et que d'importantes ressources sont inemployées, le rétablissement d'un niveau d'emploi satisfaisant prendra probablement du temps, même si la situation continue à s'améliorer. L'économie mondiale connaît la plus forte récession de l'après-guerre. Les indices disponibles montrent que cette phase descendante dépasse celles des cycles antérieurs et qu'elle est caractérisée par des changements structurels fondamentaux posant aux autorités des problèmes nouveaux et complexes.

Dans les Etats membres de l'OCDE, la production industrielle, qui avait stagné l'an passé, s'est fixée, au premier semestre de 1975, à un niveau inférieur de 10% à celui de la période correspondante de 1974. Pour l'année en cours, il faut s'attendre à une diminution ou tout au moins à une stagnation du produit national brut réel de la grande majorité des pays industrialisés d'Europe. En moyenne, le secrétariat de l'OCDE escompte une diminution de 2% à 3% dans les Etats membres. Seule la Norvège fait exception, en raison des investissements que nécessite l'exploitation du pétrole en mer du Nord et de la croissance considérable qui en résultera.

Au premier semestre, le commerce international aussi s'est réduit fortement. En valeur réelle, la diminution a atteint environ 9% par rapport à la période correspondante de l'an passé. Le fléchissement semble s'atténuer au second semestre. Les difficultés croissantes que soulève l'évolution de la balance des paiements de quelques petits pays industrialisés et surtout des pays en développement non producteurs de pétrole, sont susceptibles d'entraver l'extension du commerce international. En outre, le cours de ce commerce ne peut se modifier

que si les grandes nations industrialisées parviennent à stimuler leur activité économique sans provoquer de nouveau un renchérissement excessif. A cet égard, on met de grands espoirs dans l'évolution que connaîtront les Etats-Unis, le Japon et la République fédérale d'Allemagne.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

Aux Etats-Unis, le chiffre global des neuf principaux indices économiques a augmenté de 6,2% au deuxième trimestre. Il s'agit de l'accroissement le plus fort depuis le troisième trimestre de 1958. Sur une base annuelle, le produit national brut a progressé de 1,6% au deuxième trimestre alors qu'il avait diminué de plus de 11% au premier trimestre et qu'il avait décliné également durant les cinq trimestres antérieurs. Aux mois de juin et de juillet, la production industrielle a augmenté aussi légèrement, ce qui est dû surtout à la production de biens de consommation. Par contre, la production de biens d'équipement est demeurée faible, tandis que la construction de logements s'est animée quelque peu au mois de juillet. La hausse des prix de gros et de détail, qui a repris de façon sensible au mois de juillet, a suscité quelque inquiétude. Cette hausse est la plus élevée que l'on a enregistrée depuis l'automne de l'an passé. Elle est imputable aux produits alimentaires, en particulier au blé que l'Union soviétique a acheté en grandes quantités.

Le gouvernement américain s'est assigné pour but un essor conjoncturel modéré ne provoquant pas de nouvelles poussées inflationnistes. Les autorités monétaires se sont efforcées d'accroître prudemment l'approvisionnement en monnaie et en crédit. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt sont montés ces derniers mois, ce qui a contribué au raffermissement du dollar sur les marchés internationaux des changes.

En République fédérale d'Allemagne, seuls quelques rares indices économiques signalent une diminution de la récession. Dans l'ensemble, la production industrielle a continué de baisser, et l'utilisation de l'appareil de production est restée insuffisante. Depuis des mois, le chômage se maintient à un niveau élevé. Au mois de juin, peu avant l'échéance des mesures que les autorités avaient prises au mois de décembre pour stimuler la conjoncture, la demande intérieure de produits industriels a augmenté. Toutefois, cette progression semble résulter, en grande partie, d'une anticipation de commandes; les entreprises, en effet, voulaient encore profiter de l'allocation d'investissement échue à la fin du mois de juin. Au mois de juillet, l'accroissement de la demande ne s'est poursuivie que dans quelques secteurs, en particulier dans l'industrie automobile.

Après que le volume des exportations eut touché son point inférieur au printemps, la baisse a cessé aux mois d'avril et de mai, abstraction faite des fluctuations saisonnières. Les exportations ont continué de rester stables au courant du deuxième trimestre, mais à un niveau relativement bas. Comme les importations ont augmenté légèrement, l'excédent de la balance commerciale et de la balance des revenus a été nettement inférieur, dans les sept premiers mois de l'année, à celui de la période correspondante de 1974.

Afin d'atténuer le chômage et de stimuler l'économie, le gouvernement a élaboré récemment un programme conjoncturel d'un montant de 5,75 milliards de marks en chiffre rond. La majeure partie de ces fonds seront versés à l'industrie de la construction qui doit résoudre des difficultés particulières. Ils permettront de financer la construction de nouveaux logements à loyer modéré, la modernisation de bâtiments et des travaux d'infrastructure qui incombent aux Länder et aux communes. En même temps, le gouvernement a annoncé qu'il entendait assainir les finances fédérales en réduisant prochainement les dépenses et en majorant les impôts indirects.

En France, la production industrielle a augmenté légèrement au mois de juin pour la première fois cette année. Néanmoins, le chômage a continué de s'accroître. La tendance à investir a été entravée par le fait que l'appareil de production est resté largement inutilisé et que l'endettement moyen des entreprises est élevé. Le gouvernement, qui s'était montré assez circonspect dans sa politique conjoncturelle, a décidé, au mois d'août, de présenter au parlement un programme de relance. Selon ce programme, des facilités de crédit, des réductions d'intérêt et des réductions fiscales doivent permettre d'injecter de 15 à 20 milliards de francs dans le circuit économique. Ces fonds doivent stimuler, à peu près dans les mêmes proportions, la consommation, l'investissement privé et l'investissement public.

L'Italie, qui a subi une récession particulièrement forte, a enregistré cette année une amélioration notable de sa balance des paiements. Le taux d'inflation, qui était très élevé, a baissé légèrement depuis le mois d'avril. Le chômage est resté important. En effet, la demande intérieure, tant en biens d'équipement qu'en biens de consommation, est demeurée faible. Au début du mois d'août, le gouvernement a donc pris des mesures pour animer l'économie. Il est prévu de récolter de 3500 à 4000 milliards de lires sur les marchés financiers et de les affecter surtout, durant les deux prochaines années, à l'encouragement de l'exportation, à l'industrie de la construction, au développement de l'Italie du Sud, à l'agriculture et aux transports.

La situation économique de la Grande-Bretagne a empiré ces derniers mois. Le taux de renchérissement a atteint quel que 26%. La production industrielle a diminué; l'indice est presque tombé au niveau de 1970, année de base. Le nombre des chômeurs s'est élevé à un million. Afin d'éviter une augmentation accélérée du chômage, le gouvernement a mis en vigueur, à partir du mois d'août,

un programme d'urgence très particulier. Ce dernier prévoit que les entreprises disposées à différer des licenciements recevront une subvention, qui est limitée à 6 mois pour l'instant et qui se chiffre à 10 livres par semaine et par travailleur. S'appliquant aux entreprises qui ont l'intention de congédier au moins 50 personnes et qui, par ailleurs, ne sont pas trop endettées, ce programme devrait permettre de préserver 80 000 places de travail.

Il semble que le Japon ait atteint le creux de la vague. Immédiatement après qu'il fut descendu à un niveau minimal, l'indice de la production industrielle a marqué de nouveau, au deuxième trimestre, une légère augmentation. L'expansion qui s'esquisse paraît imputable surtout à la fin de la diminution des stocks et à l'augmentation des commandes passées par les pouvoirs publics. Une relance marquée de la conjoncture ne s'est pas encore produite, car les entreprises hésitent à investir, et les dépenses des consommateurs sont en baisse. Comme aux Etats-Unis, le fait que l'appareil de production n'est pas complètement utilisé ralentit aussi l'expansion.

Le troisième programme visant à combattre la récession, que le gouvernement a présenté à la mi-juin, n'a pas stimulé sensiblement la conjoncture; aussi l'industrie et certains milieux gouvernementaux ont-ils exigé de nouvelles mesures. L'abaissement du taux d'escompte décidé au début du mois de juillet, puis à la mi-août, tendait surtout à diminuer le coût de l'endettement et, partant, à inciter les entreprises à investir.

Les événements monétaires internationaux

La structure des balances des paiements s'est modifiée fortement cette année, ce qui pourrait avoir des conséquences importantes dans les relations économiques et monétaires internationales. Ainsi, les excédents des balances des revenus des pays producteurs de pétrole se sont réduits beaucoup plus rapidement que l'on ne s'y attendait il y a un an. Selon les estimations du Fonds monétaire international (FMI) et de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), ces excédents devraient se chiffrer cette année à 45 milliards de dollars en chiffre rond, contre 65 milliards en 1974. La diminution s'explique par la réduction des importations de pétrole qu'effectuent les pays industrialisés et par l'augmentation surprenante des achats des pays producteurs de pétrole dans les pays industrialisés. Le déficit de la balance des revenus des pays industrialisés membres de l'OCDE pourrait donc, par rapport aux pays producteurs de pétrole, diminuer vigoureusement cette année. Il en résulte que les pays en développement dépourvus de gisements pétroliers supportent l'essentiel de l'excédent des pays producteurs de pétrole. Le déficit de leurs balances des revenus, en 1975, est estimé à environ 35 milliards de dollars. Cette situation pose des problèmes très difficiles, car les accords actuels sur les crédits et les soutiens financiers ne permettent guère le financement d'un déficit aussi considérable. Les pays industrialisés et les pays producteurs de pétrole seront

invités très vraisemblablement à fournir une aide supplémentaire importante aux pays en développement. L'état de leur balance des paiements a amené, ces derniers temps, les pays en développement à exiger avec véhémence, à l'ONU, au FMI et à la Banque mondiale, qu'un nouvel ordre économique international soit créé et que les prix des matières premières soient relevés. Si une aide financière appropriée ne compense pas le déséquilibre prévu des balances des paiements, les pays en développement risquent de réduire leurs importations de façon draconienne, diminuant d'autant les débouchés nécessaires aux produits des pays industrialisés.

Comme nous l'avons indiqué, la balance des revenus des pays industrialisés s'est améliorée de façon spectaculaire. Selon les estimations disponibles, le déficit se chiffrera à environ 7 milliards de dollars en 1975, contre 35 milliards l'année précédente. L'amélioration s'inscrit ainsi à près de 30 milliards de dollars en un an. La majeure partie de ce redressement devrait profiter à cinq grands pays industrialisés, soit aux Etats-Unis, à la Grande-Bretagne, à la France, à l'Italie et au Japon. L'Italie et, dans une mesure un peu plus faible, la Grande-Bretagne, ont pu réduire sensiblement leur important déficit de l'an dernier. Les balances de la France et du Japon ont retrouvé leur équilibre. Après de longues années de déficit presque permanent, les Etats-Unis pourraient enregistrer un excédent sensible, estimé à 10 milliards de dollars. Cette évolution des balances des revenus des grands pays industrialisés, qui est accompagnée d'une progression analogue aux Pays-Bas, en Belgique et en Suisse notamment, est certes réjouissante. Toutefois, il est regrettable qu'elle doive se faire au détriment de quelques Etats, tels l'Espagne, la Finlande, la Grèce, la Turquie et, surtout, des pays en développement. En outre, il faut déplorer qu'elle ne provienne pas en premier lieu d'un accroissement des exportations, mais d'une diminution vigoureuse des importations des pays excédentaires.

L'amélioration constante des balances américaines du commerce et des revenus, ainsi que les signes toujours plus évidents d'une relance conjoncturelle et, surtout, la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis ont provoqué, au mois de juillet, un redressement vigoureux du cours du dollar par rapport aux monnaies de la plupart des pays industrialisés, en particulier par rapport aux principales monnaies d'Europe continentale. Le cours du dollar ne s'est que peu renforcé durant les mois suivants, mais il est resté néanmoins à un niveau élevé. Au mois de juin, le cours de la livre sterling a baissé nettement. En annonçant sans tarder un programme de lutte contre la hausse des prix et des salaires, le gouvernement a empêché que la chute de la livre se poursuive. Il convient de noter que le cours du mark allemand a diminué durant l'été; cette monnaie a été généralement la plus faible du mini-serpent monétaire. En revanche, le cours du franc français s'est raffermi, ce qui a permis au gouvernement, le 11 juin, de réintroduire le franc dans le mini-serpent et de fixer le cours pivot au niveau où il se trouvait en 1974 lorsque la France cessa de participer à l'union monétaire.

Comme la majoration du prix du pétrole au mois d'octobre 1973 avait entraîné un déséquilibre profond dans les balances des paiements, on avait renoncé provisoirement, en 1974, à une réforme globale du système monétaire international. Au milieu de l'an dernier, le Comité des Vingt, chargé par le FMI de soumettre des propositions de réforme, avait mis fin à son activité. Les efforts tendaient dès lors à réviser les statuts du FMI, afin de les adapter à la nouvelle situation monétaire. La suspension de la convertibilité du dollar en or et le flottement des cours de change avaient rendu caduques certaines dispositions essentielles des statuts. Par ailleurs, il y avait lieu de réexaminer, comme tous les cinq ans, les quotas des Etats membres. Les Etats producteurs de pétrole voulaient renforcer leur influence au FMI et exigeaient, dans ce but, une majoration de leurs quotas correspondant à leur importance accrue sur le plan économique et monétaire.

Par la suite, les discussions monétaires internationales se sont concentrées sur ces trois points, à savoir la question de l'or, les dispositions des statuts relatives aux cours de change et la majoration des quotas. Le FMI a chargé un Comité intérimaire des gouverneurs, successeur du Comité des Vingt, de traiter ces problèmes. La composition du nouveau comité est pratiquement identique à celle de l'ancien. Lorsque les statuts auront été révisés, le Comité se transformera, au sein du FMI, en un organe supplémentaire de direction.

Lors de la séance qu'ils avaient tenue au mois de juin à Paris, les membres du Comité intérimaire n'avaient pas pu s'entendre sur des points décisifs, car les opinions divergeaient par trop, en particulier celles des Etats-Unis et de la France. Aussi, l'accord fondamental sur l'or et sur la majoration des quotas auquel ils sont parvenus juste avant l'assemblée annuelle des deux institutions de Bretton-Woods, qui a eu lieu à la fin du mois d'août à Washington, a-t-elle surpris. Au cours de leur séance du 31 août, ils ont pris la décision de principe d'autoriser le FMI à céder un tiers de son encaisse-or. Le FMI rendra un sixième de cette encaisse aux Etats membres, en proportion du montant qu'ils avaient versé antérieurement. Il pourra vendre un autre sixième au prix du marché, soit à un prix supérieur à la parité-or. La somme correspondant à la différence entre ces deux prix sera versée à un fonds en faveur des pays en développement. Les dispositions des statuts relatives à la parité-or et celles qui se réfèrent à cette parité sont abolies.

Parallèlement à cet accord, les Etats membres du Groupe des Dix qui détiennent la plus grande partie des réserves d'or monétaire, se sont entendus sur quelques principes qu'ils se proposent d'observer. Ils auront la possibilité d'acheter ou de vendre de l'or à un prix supérieur au prix officiel appliqué jusqu'à maintenant. Cependant, ils devront procéder de façon telle que l'encaisse-or globale détenue par eux-mêmes et par le FMI n'augmente pas; en d'autres termes, une banque centrale ne pourra acquérir de l'or que si une autre banque centrale ou le FMI diminue son encaisse. Les détails de

cette entente doivent encore être réglés dans le cadre de la Banque des règlements internationaux, à Bâle.

Après avoir convenu de majorer l'ensemble des quotas de 32,5% et de doubler la part attribuée aux pays producteurs de pétrole, il fallait répartir entre les autres pays la réduction relative des droits de vote. Comme il n'était pas question de restreindre les quotas des pays en développement, on devait trancher entre les différents pays industrialisés. Le point crucial était celui des droits de vote attribués aux Etats-Unis, qui se chiffraient à un peu plus de 20% jusqu'alors et qui conféraient pratiquement à ce pays un droit de veto, car les statuts du FMI exigeaient une majorité de 80% pour les décisions importantes. A Washington, les Etats-Unis ont accepté une réduction de leur quota à 21,5%, ce qui correspond exactement à 20% des droits de vote. Cette solution a permis aux autres pays industrialisés de se répartir le reste des quotas. Par ailleurs, on a prévu de porter à 85% la majorité qualifiée. En raison de la nouvelle réglementation de l'or, il n'y aura évidemment pas lieu de verser le montant total correspondant à la majoration des quotas.

Un accord sur les dispositions des statuts relatives au cours du change pourrait être conclu lors de la prochaine séance du Comité intérimaire, qui se tiendra au début du mois de janvier 1976. Si le Comité parvient à une entente, ce qui nécessitera peut-être une réunion au sommet des cinq grands pays industrialisés, la révision des statuts et l'augmentation des quotas seront achevés au début de l'an prochain. Il faudra probablement encore un an et demi jusqu'à ce que la procédure de ratification permettant la mise en vigueur des nouvelles dispositions soit terminée. Les résultats obtenus à Washington n'ont rien de spectaculaire et des problèmes essentiels demeurent en suspens. Toutefois, on a éliminé certains obstacles qui empêchaient une clarification des relations monétaires internationales.

L'évolution de la conjoncture en Suisse

Une image un peu plus précise qu'auparavant de l'évolution conjoncturelle en Suisse ressort progressivement des statistiques qui ont paru ces derniers mois. Non seulement les données disponibles renseignent mieux sur les dimensions approximatives de la récession, mais encore elles montrent que les règles tirées du comportement de l'économie suisse dans les différentes phases conjoncturelles sont toujours valables. Ainsi, les importations réagissent de façon extraordinairement sensible et rapide à l'affaiblissement de la conjoncture comme dans les phases précédentes de récession. La diminution des importations a dépassé de loin celle des exportations. Il en est résulté une prompte réduction du déficit de la balance commerciale. Les statistiques confirment également que l'indice des prix à la consommation réagit aux mesures visant à tempérer la conjoncture dans un délai qui s'étend certes sur un à deux ans. Cette évolution est encourageante, dans la mesure où elle montre que, après de longues années d'expansion, l'économie suisse demeure capable de

s'adapter et que les correctifs qui permettent de surmonter la crise fonctionnent toujours. Cette évolution montre, en outre, que les mesures prises pour combattre le renchérissement ne sont pas vouées à l'insuccès, mais que leur efficacité requiert de la patience.

Les dernières statistiques et informations indiquent toujours une diminution de l'emploi, de la production, de l'investissement, de la consommation et du commerce extérieur. Mais l'évolution diffère fortement d'une branche et d'une entreprise à l'autre. Il semble cependant que, dans l'ensemble, le rythme du fléchissement se soit ralenti ces derniers temps et que l'activité économique commence à se stabiliser à un niveau relativement bas. Par rapport au point culminant de la récente expansion, la récession est très prononcée dans de nombreuses branches et entreprises. Si l'on fait abstraction des années de surchauffe et que l'on compare la situation actuelle avec un degré d'emploi normal, il s'avère en revanche que la récession demeure modérée dans notre pays, exception faite de quelques cas particuliers. Les chefs d'entreprises qui font part de leurs préoccupations craignent plus une dégradation ultérieure de l'évolution que la situation actuelle. En raison de cette incertitude et du fait que la relance s'est manifestée très timidement jusqu'à maintenant, en particulier aux Etats-Unis, les entreprises et les consommateurs tant suisses qu'étrangers se montrent réservés dans leurs anticipations. L'opinion selon laquelle notre économie doit maintenant procéder aux importants assainissements structurels, différés durant les années d'expansion, se propage et accroît cette circonspection. Quoique la nécessité d'épurer nos structures économiques fasse presque l'unanimité, des données claires sur la base desquelles les entreprises pourraient prendre leurs dispositions font cependant défaut.

A cet égard, la politique économique a une fonction essentielle, non seulement sur le plan structurel, à long terme, mais aussi sur le plan conjoncturel, à court terme. Dans un pays, comme la Suisse, dont l'économie est liée étroitement à celle de l'étranger, les pouvoirs publics ne peuvent guère ranimer la conjoncture en stimulant la demande intérieure. Le Conseil fédéral a soumis au parlement un programme de relance d'un montant de 1,2 milliard de francs, destiné surtout au secteur de la construction. Sur le plan monétaire, la politique que la Banque nationale a menée au cours de l'année a créé les conditions nécessaires à la relance économique. Les disponibilités du système bancaire sont abondantes, l'économie est approvisionnée largement en monnaie et en crédit. L'épargne s'accumule rapidement, le marché des capitaux a une capacité d'absorption considérable, les taux d'intérêt sont généralement en baisse. La possibilité d'agir sur la demande extérieure est extrêmement limitée, du fait que cette demande dépend de l'évolution conjoncturelle à l'étranger. Cependant, le Conseil fédéral a développé considérablement la garantie des risques à l'exportation, afin d'alléger quelque peu les problèmes auxquels se heurte l'industrie d'exportation. En collaboration avec les banques, la Banque nationale s'est efforcée d'atténuer les difficultés de

trésorerie que le défaut de paiement cause à cette industrie. Elle s'est déclarée disposée à réescompter des effets de change à des conditions particulières et à accorder aux banques une promesse de réescompte pour les crédits d'exportation qu'elles octroient à long terme. En outre, l'institut d'émission a veillé, en procédant à des interventions dosées, à ce que les cours de change ne se modifient pas trop fortement. Même si elles sont massives, ces interventions ne peuvent cependant influencer sur la tendance générale du marché, ainsi que l'ont démontré des tentatives effectuées à maintes reprises ces derniers mois.

Dans ces conditions, l'évolution des coûts et des prix en Suisse a une importance décisive pour le maintien de notre capacité concurrentielle. Il faut donc se féliciter que le taux de renchérissement par rapport à la date correspondante de l'année passée ait baissé constamment ces derniers mois et qu'il soit descendu, au mois d'août, au-dessous de 7%, pour la première fois depuis le mois de décembre 1972. Ainsi, la Suisse et la République fédérale d'Allemagne se trouvent en tête de la lutte contre l'inflation.

Si la hausse des prix continue à se ralentir dans notre pays, les difficultés qu'éprouve notre industrie d'exportation à défendre ses positions sur les marchés étrangers, en raison de l'évolution des changes, pourraient s'atténuer graduellement. La lutte contre l'inflation occupe donc toujours une place prépondérante.

Ces derniers mois, l'emploi global a encore diminué. Au mois d'août, le nombre de chômeurs complets dépassait légèrement 10 000. L'OFIAMT estime qu'un peu plus de 100 000 personnes ont vu leur horaire de travail réduit. Il est probable que, au cours des prochains mois, de nouveaux salariés, dont l'horaire de travail a déjà été réduit, soient licenciés.

L'insécurité de l'emploi a eu pour conséquence d'améliorer la discipline au travail et d'augmenter la productivité. A long terme, cette évolution est certes positive. A court terme cependant, comme la production diminue moins fortement que l'emploi, la réduction des stocks de produits finis, qui sont en général beaucoup trop élevés, est retardée. La diminution de la consommation a un effet analogue. Elle est due probablement à l'insécurité relative à l'évolution des revenus et de l'emploi, ainsi qu'à la stagnation de la population. Il semble en particulier que la diminution sensible des travailleurs étrangers, des personnes exerçant une activité secondaire et des familles à double revenu ait contribué au fléchissement de la consommation. Abstraction faite des denrées alimentaires, le chiffre d'affaires que le commerce de détail a réalisé au premier semestre a été inférieur, en valeur nominale, à celui de 1974. Aussi bien en valeur nominale qu'en valeur réelle, la diminution s'est accélérée au deuxième trimestre dans les secteurs des textiles, des autres produits et globalement. L'augmentation des ventes s'est ralentie sensiblement dans l'alimentation. En revanche, la situation de l'industrie touristique durant la saison d'été paraît avoir été beaucoup

moins défavorable que l'on ne s'y attendait généralement. Si le nombre des nuitées est satisfaisant, il faut relever cependant que la clientèle attache davantage d'importance aux prix. Le nombre des nuitées et les recettes de l'industrie touristique ne suivent donc pas un cours parallèle.

L'évolution du commerce extérieur a été inhabituelle. Pour la première fois depuis l'automne 1968, la balance commerciale s'est soldée, vers le milieu de l'année, par un excédent qui s'est chiffré à 112 millions de francs au mois de juin et à 21 millions au mois de juillet. Comme, pendant les huit premiers mois de l'année, les importations se sont réduites de 20,9% par rapport à la période correspondante de 1974 et que les exportations ont diminué beaucoup moins fortement, augmentant même légèrement au mois de juin, le déficit de la balance commerciale a reculé de 72,7%. Durant la même période, le prix moyen des importations a baissé de 2,1% d'une année à l'autre, alors que celui des exportations montait de 4% en chiffre rond. Ainsi, les termes de l'échange se sont améliorés.

Bien que les ventes à l'étranger de produits suisses soient plus difficiles qu'auparavant, quelques entreprises ont défendu avec succès leurs positions sur les marchés extérieurs. Au cours des derniers mois, de nombreuses entreprises de construction métallique et de l'industrie des machines ont enregistré des entrées de commandes satisfaisantes ou bonnes, en particulier de l'étranger. Dans l'industrie textile, que la récession touche fortement, la diminution de la demande semble avoir cessé partiellement.

Toutefois, les entreprises qui ont réalisé des ventes satisfaisantes ont dû accepter souvent des réductions considérables de leurs marges bénéficiaires. Elles qualifient en général leurs prix d'insuffisants et déclarent même, parfois, qu'ils ne couvrent pas les coûts. Cette situation semble résulter en partie du fait que l'appareil de production n'est pas utilisé complètement, ce qui accroît les coûts par unité. Les entreprises s'efforcent donc de maîtriser l'évolution des coûts.

Cette situation ne les incite guère à investir davantage. Au premier trimestre, le nombre de constructions nouvelles et d'agrandissements, que l'industrie au sens strict a soumis à l'approbation de l'OFIAMT, a été inférieur de 39% à celui de la période correspondante de 1974, tandis que leur cubage a diminué de 31%. Au deuxième trimestre, la baisse a été plus forte encore, s'établissant respectivement à 46% et à 39%. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la diminution des projets d'équipements, qui donnent une idée des futurs investissements de rationalisation, a passé de près de 19% au premier trimestre à un peu plus de 20% au deuxième trimestre.

Du premier semestre de 1974 au premier semestre de 1975, le nombre des logements terminés dans les villes a décru de 10% en chiffre rond et celui des autorisations de construire, de 30%. La baisse de l'indice zurichois du

coût de la construction, qui s'était chiffrée à 1,6% du mois d'avril au mois d'octobre 1974, a atteint 2,4% durant les six mois suivants. De même, les prix des immeubles et des terrains semblent avoir fléchi quelque peu. La statistique de la Banque nationale relative aux promesses de crédit à la construction indique une stabilisation progressive de la situation. Au premier semestre, les promesses afférentes aux constructions de toutes sortes ont augmenté de 12% en moyenne par rapport à la période correspondante de 1974.

Les prix ont évolué de façon positive. Jusqu'au mois de juillet, l'indice des prix de gros a baissé; il était alors inférieur de 3,8% au niveau atteint un an auparavant. Ce recul est imputable aux produits importés, car le prix des marchandises indigènes s'est stabilisé seulement. Pour la première fois depuis le mois de novembre 1974, l'indice est remonté légèrement au mois d'août par rapport au mois précédent. La hausse provient des marchandises importées, la moyenne des prix des produits indigènes ayant diminué quelque peu. La hausse de l'indice des prix à la consommation par rapport à la date correspondante de l'année précédente s'est réduite de mois en mois. Au mois d'août, elle était de 6,7%, contre 10,5% un an auparavant. Au cours des huit premiers mois, l'augmentation moyenne de l'indice sur une base annuelle s'est inscrite à 7% en chiffre rond, contre 10% en 1974.

L'évolution des marchés monétaire et financier

Depuis la fin du semestre, le système bancaire a disposé d'une liquidité généralement très abondante. De faibles goulots d'étranglement se sont formés à l'occasion, mais ils étaient dus davantage à une répartition inégale des disponibilités qu'aux autres facteurs déterminant la situation du marché. Par des mesures à court terme, la Banque nationale a facilité la disparition de ces légères tensions. De même, elle a aidé le marché aux échéances mensuelles, en dosant son soutien financier comme à l'ordinaire.

L'approvisionnement abondant de tous les circuits monétaires, la diminution générale de la demande de crédit ainsi que l'évolution des taux à l'étranger ont entraîné une réduction accélérée des taux d'intérêt. Au mois de juin déjà, les banques ont abaissé par deux fois le taux de l'intérêt qu'elles versent sur les dépôts à terme de leur clientèle. Toutefois, elles ont maintenu à 5½% la rémunération des fonds à un an, fixée à ce niveau depuis le mois de février. Le taux appliqué aux dépôts de trois à cinq mois a passé de 4 à 3% et celui des dépôts de six à onze mois de 4¼ à 4%. Au mois de juillet, les établissements de crédit ont abaissé de ¼% les principaux taux de l'intérêt qu'ils perçoivent, à l'exception des taux hypothécaires qui sont soumis à des conditions particulières. Durant le même mois, le taux d'escompte privé que les banques appliquent aux acceptations bancaires et aux effets commerciaux de premier ordre a passé de 6½ à 6%. Vers la fin du mois d'août, la Direction générale de la Banque nationale a décidé, d'entente avec le Comité de banque, d'abaisser le taux officiel d'es-

compte pour la troisième fois cette année et de le ramener de 4½ à 4%; elle a abaissé aussi, pour la deuxième fois cette année, le taux officiel des avances sur nantissement, le faisant passer de 5½ à 5%. En outre, les taux spéciaux d'escompte pour effets de stocks obligatoires, qui n'avaient pas été modifiés depuis le début de l'année, ont été réduits de ¾%. Le taux afférent aux stocks de denrées alimentaires et de fourrages se chiffre maintenant à 3¾%. Il est de 4¼% pour les autres stocks. Par la suite, les banques ont ramené encore à 2½% le taux de l'intérêt qu'elles versent pour des dépôts de trois à cinq mois, à 3¾% le taux afférent aux fonds de six à onze mois et à 4¾% le taux appliqué aux placements d'une année.

Depuis le début du second semestre, les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont baissé aussi rapidement. Au mois de juillet déjà, les grandes banques ont modifié deux fois le taux afférent à leurs obligations de caisse. Les taux ont passé respectivement de 6¾% à 6%, de 7% à 6½% et de 7½% à 7%, selon qu'ils s'appliquent à des titres d'une durée de trois à quatre ans, de cinq à six ans ou de sept à huit ans. Par la suite, ils ont encore été abaissés à 5½%, 6% et à 6½% respectivement. Les banques ont réduit en général de ½% le taux de l'intérêt versé sur les carnets d'épargne, à l'exception des carnets de type traditionnel. Dès le début du mois de juillet, l'abondance des fonds en quête de placement a permis aux débiteurs suisses de premier ordre de lancer des emprunts avec succès, tout en abaissant de ¼% le taux de l'intérêt nominal. Après la pause estivale des émissions qui dure traditionnellement environ un mois, une nouvelle réduction de ¼% est intervenue à la mi-août. De plus, les emprunteurs ont fixé parfois le prix d'émission légèrement au-dessus du pair.

Les autorités monétaires ont abaissé les taux officiels avant tout parce que, en raison de l'évolution des cours de changes, elles voulaient maintenir ou accroître, dans la mesure du possible, l'écart entre les taux d'intérêt suisses et étrangers, et parce qu'elles voulaient inciter les banques à réduire leurs taux d'intérêt, afin de restreindre le coût du crédit. Comme l'accroissement des entrées de fonds dans les banques a coïncidé avec une utilisation modérée des crédits ouverts, les banques ont réduit les taux des intérêts qu'elles versent. Au mois de juin, l'accroissement annuel du crédit accordé en Suisse par les 72 banques qui communiquent des données mensuelles à l'institut d'émission s'est chiffré à 5% seulement, contre 11½% un an auparavant. Cependant, il convient de rappeler que les promesses de crédit à la construction, accordées par les 60 banques qui traitent environ neuf dixièmes de ces affaires, excèdent de nouveau, depuis le mois de mars, le niveau atteint en 1974. Au premier semestre, les promesses de crédit relatives à toutes les sortes de constructions ont dépassé celles de l'année précédente. Sans exclure que certaines promesses soient comptées deux fois, on constate une augmentation globale de 12% en chiffre rond.

La forte réduction des taux d'intérêt à court terme versés par les banques a entraîné des transferts considé-

rables de fonds sur les marchés à moyen et à long terme. La retenue consécutive à l'évolution conjoncturelle et l'opinion selon laquelle les taux à moyen et à long terme vont encore baisser semblent avoir amené certains débiteurs à renoncer, partiellement ou totalement à l'émission d'un emprunt. L'offre élevée de fonds et la tendance à la baisse de la demande devraient permettre de parachever plus rapidement que l'on ne s'y attendait encore il y a quelques mois la consolidation nécessitée par l'expansion des années 1972 à 1974.

Soucieuse de prévenir des fluctuations trop importantes de cours et une hausse trop forte du franc, la Banque nationale a procédé, au second semestre également, à des interventions sur le marché des changes. Du début de l'année à la mi-septembre, ses achats de devises ont atteint 6,7 milliards de francs. Pour éviter que ces interventions n'entraînent un approvisionnement monétaire excessif et ne contrecarrent la politique annoncée au début de l'année qui vise à un accroissement de 6% de la masse monétaire M_1 , la Banque nationale a résorbé la plus grande partie des francs créés par ses interventions sur le marché des changes, en cédant des dollars aux banques, dans le cadre de l'obligation qui leur est faite de convertir les capitaux exportés libellés en francs.

Du début de l'année à la mi-septembre, elle a retiré 5,5 milliards de francs. Pour cette raison, et compte tenu de l'excédent croissant de la balance des revenus consécutif à la forte diminution des importations, la Banque nationale a mené une politique particulièrement libérale à l'égard des exportations de capitaux. Depuis le début de l'année déjà, le montant des crédits à l'étranger et celui des reconnaissances de dette à moyen terme émises par des débiteurs étrangers, que les banques placent à titre privé, ne sont plus limités. La Banque nationale a relevé de 50 millions le montant des emprunts étrangers, le fixant à 400 millions de francs pour les mois de juillet et d'août, ainsi que pour les mois de septembre et d'octobre. De plus, elle a autorisé certains emprunts supplémentaires lancés par des banques internationales de développement.

Bien que le cours du dollar se soit renforcé nettement depuis le début du mois de juillet, la réévaluation moyenne du franc suisse n'en a guère été modifiée, car le cours du mark allemand a baissé sensiblement. A la mi-septembre, la réévaluation depuis le mois d'avril 1971, calculée par rapport à la moyenne pondérée des monnaies des 18 pays dans lesquels la Suisse exporte le plus, s'inscrivait à 40% en chiffre rond après être descendue temporairement à 38% au mois de juillet.