

Rapport

sur la situation économique et monétaire remis
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse
pour sa séance du 12 mars 1976

L'évolution de l'économie internationale

Ces derniers temps, une reprise de l'activité économique s'est dessinée de plus en plus nettement dans quelques pays. Le cycle des stocks, qui avait accentué les tendances récessives, paraît toucher à sa fin; ici ou là, certains stocks sont reconstitués. Les programmes officiels de relance économique commencent à porter leurs fruits, et la dépense de consommation à se normaliser. En revanche, la demande extérieure stagne encore dans une large mesure. Malgré les signes de rétablissement, le chômage augmente encore et l'utilisation de l'appareil de production reste le plus souvent insuffisante. L'évolution des prix des matières premières et une attitude modérée des syndicats ont contribué à réfréner la hausse des prix dans la plupart des pays industrialisés. Les risques d'inflation ne sont pas conjurés pour autant. Dans certains pays, le renchérissement demeure excessif; dans d'autres, il menace à nouveau.

Nul ne saurait dire encore avec certitude quels seront les effets et la durée de la relance économique qui se dessine. L'investissement ne vient pas encore appuyer la conjoncture, car le chômage est élevé et les capacités inutilisées importantes. Il pourra être stimulé durablement à condition que les coûts salariaux et les prix évoluent favorablement. Dans presque tous les pays industrialisés, l'économie privée ne dispose que de marges bénéficiaires très étroites.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En *République fédérale d'Allemagne*, les premiers signes de relance qui étaient apparus l'automne dernier se sont confirmés pour une bonne part au cours des mois passés. La demande intérieure s'est ranimée; les commandes de l'étranger ont repris de façon satisfaisante, après avoir fléchi quelque peu au mois de décembre. La production industrielle s'est accrue sensiblement au cours des derniers mois. Durant les mois d'octobre à décembre, elle n'était plus, en moyenne, que de 1,5% en chiffre rond au-dessous du niveau atteint au quatrième trimestre de 1974.

Si l'on fait abstraction d'influences saisonnières, la situation sur le marché de l'emploi semble plutôt s'être dégradée, après avoir paru se stabiliser durant l'été. A la fin du mois de janvier, le taux du chômage atteignait 5,9%. Des négociations salariales sont en cours dans la métallurgie, l'industrie textile et les services publics; les syndicats annoncent qu'ils revendiqueront des majorations allant de 7,5% à 8,5%. La consommation privée a repris sensiblement dans certains secteurs. Le niveau exceptionnellement élevé de l'épargne a baissé au cours des derniers mois.

Les exportations paraissent reprendre depuis l'automne dernier, période au cours de laquelle elles auraient atteint leur niveau le plus bas. Cependant, les ventes aux principaux pays encore touchés par la récession continuent de diminuer. Contrairement à celles de la Suisse, les importations de la République fédérale n'ont pas beaucoup régressé. En revanche, bien que l'activité intérieure ait faibli, du mois d'octobre au mois de décembre 1975, elles ont dépassé de 7,5% le niveau déjà élevé de l'année précédente. Le surplus de la balance commerciale s'est donc réduit considérablement; il s'est inscrit à 37,1 milliards de marks, contre 50,8 milliards en 1974.

En *France*, la production industrielle, après avoir stagné du mois de mai à la fin du troisième trimestre, s'est redressée à partir du mois de novembre. Au mois de décembre, elle a dépassé pour la première fois de l'année le niveau atteint un an auparavant. Tous les secteurs n'ont toutefois pas profité dans la même mesure de cette évolution favorable. Grâce à la reprise de la demande intérieure constatée depuis la fin du premier semestre, les stocks fortement dégarnis du commerce de détail, dans le secteur des biens de consommation en particulier, ont été réapprovisionnés. Le rétablissement de la demande intérieure et la reconstitution des stocks ont cependant agi sur la balance commerciale, qui est redevenue déficitaire. La valeur des importations a de nouveau augmenté à partir du début du troisième trimestre. La balance commerciale s'est toutefois soldée pour toute l'année par un excédent des exportations qui se chiffre à 4,1 milliards de FF. Les exportations régressent depuis l'été. A la fin de 1975, elles sont presque tombées au niveau de l'année précédente.

Malgré le fléchissement de la conjoncture, le renchérissement n'a guère faibli. Au mois de décembre, il s'inscrivait à 9,6% par rapport à l'année précédente. Durant la même période, les salaires horaires des ouvriers ont à peu près doublé. Alors que le nombre des chômeurs complets, qui s'inscrivait à 1 million en chiffre rond, n'a pratiquement pas changé depuis le mois d'octobre, celui des chômeurs partiels diminue.

En *Grande-Bretagne*, la production de l'industrie de transformation a généralement continué de stagner, et le chômage a de nouveau augmenté. En revanche, les exportations paraissent plutôt s'être ranimées. Au quatrième trimestre, les dépenses de consommation ont régressé par rapport aux trois mois précédents; cette tendance persistera probablement. Bien que la hausse des prix se soit un peu ralentie, le taux de renchérissement demeure supérieur à 20%; au mois de janvier, il a atteint 23,4%. Le revenu réel disponible des ménages a encore diminué. Le taux de l'épargne privée s'est maintenu à un niveau exceptionnellement élevé.

Pour avoir été comprimé fortement dans l'industrie de transformation et dans la construction navale, l'investissement a continué de décroître au quatrième trimestre. Ce recul n'a été compensé que partiellement par le regain d'investissements dans la construction de logements, dans les industries nationalisées et dans les gisements pétroliers de la Mer du Nord.

Le déficit de la balance des revenus est passé de 3,7 milliards de livres en 1974 à 1,7 milliard.

La légère relance de l'économie italienne, qui s'est dessinée dans différents secteurs vers la fin de 1975, a été submergée par la crise gouvernementale qui a éclaté au mois de décembre et par la crise monétaire qui a suivi. Le nouveau gouvernement a pris diverses mesures d'urgence pour défendre la lire et ranimer l'économie. Ainsi, il a soumis les bénéficiaires des entreprises à une imposition extraordinaire, et gelé les traitements élevés.

Les problèmes ardues qu'ont dû affronter les autorités italiennes ressortent du fait que, l'an dernier, le cours de la lire a baissé de 12% et la production industrielle de 9,5%, tandis que les coûts de production augmentaient de 33%. Le déficit des finances publiques a presque atteint l'an dernier 11 000 milliards de liras, ce qui représente 11% du produit national brut.

La hausse des prix s'est encore ralentie au cours des derniers mois. A la fin du mois de janvier, la hausse du coût de la vie a atteint 11% par rapport au même mois de l'année précédente, contre 25,1% au mois de janvier 1975.

Le déficit de la balance commerciale a pu être réduit à 2340 milliards de liras; il avait atteint 6920 milliards en 1974. Les importations, surtout, avaient régressé très fortement. Durant les deux derniers mois, la balance commerciale s'est de nouveau dégradée.

Comme prévu, la relance économique aux *Etats-Unis* s'est ralentie au quatrième trimestre de l'an dernier. Le taux de croissance réel n'a plus atteint que 4,9%, contre 12% en chiffre rond au trimestre précédent. Les dernières données relatives aux entrées de commandes et à la production industrielle révèlent toutefois que ce fléchissement a pris fin, bien que, en raison de la faible utilisation de l'appareil de production principalement, l'investissement du secteur privé reste faible. En 1975, les revenus personnels ont augmenté de 7,9%; en regard d'un taux d'inflation de 7,5%, l'accroissement du revenu réel est resté fort modeste. Néanmoins, le chiffre d'affaires du commerce de détail montre que le consommateur a été plus enclin à la dépense. L'évolution dans l'industrie de l'automobile a été particulièrement réjouissante. Au mois de décembre, elle a pu accroître ses ventes de 11,3%.

Fait surprenant, le taux du chômage est passé de 8,3% à 7,8% durant le mois de janvier. Les salaires feront au cours des prochains mois l'objet de pourparlers dans d'importantes branches de l'économie.

En 1975, le commerce extérieur des *Etats-Unis* a enregistré une amélioration extraordinaire. La balance com-

merciale s'est soldée par un excédent de 11,5 milliards de dollars, contre un déficit de 2,3 milliards en 1974.

Au Japon, selon les premières appréciations, la production industrielle est d'abord restée faible au mois de décembre. Le nombre des chômeurs, abstraction faite des variations saisonnières, a continué d'augmenter. Le quatrième programme de lutte contre la récession n'a pas eu jusqu'ici d'effets tangibles. La régression exceptionnelle de la demande privée n'a pas encore pu être compensée efficacement par les projets de construction du secteur public prévus par le programme de relance. Les salaires et les traitements n'ont plus progressé en valeur réelle au cours des derniers mois. Les pourparlers qui s'engageront au printemps ne laissent pas prévoir d'importantes concessions patronales; il est donc probable que la demande privée continuera de stagner. Au quatrième trimestre de 1975, la hausse des prix du commerce de gros et du commerce de détail a encore fléchi. Toutefois, au mois de janvier, les majorations massives des tarifs ont alimenté à nouveau le renchérissement. Un revirement de la demande extérieure paraît s'esquisser et les exportations ont progressé fortement à partir du mois de décembre.

Les événements monétaires internationaux

Les 7 et 8 janvier 1976, le Comité intérimaire du Fonds monétaire international (FMI) a tenu sa quatrième séance à Kingston (Jamaïque). Il a mis ainsi un terme aux pourparlers menés depuis longtemps au sujet d'une adaptation des statuts du FMI à la situation monétaire internationale actuelle. Il a en outre décidé une nouvelle majoration des quotas. Lors de la séance préliminaire du 31 août 1975, un large accord s'était établi sur la majoration des quotas, sur le rôle futur de l'or dans le système monétaire international et sur l'utilisation des réserves d'or du FMI. Il s'agissait donc principalement de traiter encore à la Jamaïque de la réglementation du système des cours de change. Un projet avait été élaboré au cours de pourparlers entre la France et les *Etats-Unis*, ainsi que dans le cadre du Groupe des Dix. De même, les revendications des pays en développement visant à élargir et à faciliter leur accès aux facilités de crédit du FMI attendaient une décision.

L'accord sur l'or prévoit la suppression de son prix officiel. Il met fin à l'obligation, pour les pays membres, d'acquitter en or une partie de leurs cotisations. Il autorise en outre le FMI à rembourser un sixième de ses réserves d'or aux pays membres et à en aliéner un autre sixième. De cette dernière part, qui représente 25 millions d'onces, 7,5 millions seront directement versés aux pays en développement, proportionnellement à leurs quotas et 17,5 millions seront vendus par des adjudications trimestrielles, qui pourraient commencer ces mois prochains. Le bénéfice de ces ventes est destiné à soutenir les pays en développement. Il devrait servir notamment à alimenter un fonds de péréquation, qui permettrait au FMI d'accorder des crédits aux pays en développement les plus pauvres à des conditions particulièrement favorables. Il

est prévu en outre que les Etats membres pourront décider à la majorité de 85% de l'utilisation des réserves d'or restantes du FMI, de sorte que la procédure compliquée de la révision statutaire ne sera plus nécessaire à cet effet.

La nouvelle réglementation des cours de change dans les statuts du FMI a été approuvée sans changement, telle qu'elle avait été élaborée au cours des pourparlers bilatéraux entre la France et les Etats-Unis, puis mise au point par le Groupe des Dix et la direction du FMI. Pratiquement, la nouvelle rédaction de l'article IV des statuts et celle des commentaires y relatifs équivalent à la reconnaissance du système pratiqué actuellement. Ainsi, dès que les nouveaux statuts auront été ratifiés, ce qui, estime-t-on, prendra un an et demi à deux ans, les Etats membres pourront «de jure», laisser flotter leur monnaie, alors que les statuts du FMI jusqu'ici en vigueur le leur interdisaient. Toutefois, il est aussi permis d'établir, dans le cadre de conventions régionales, des relations fixes des cours de change, comme c'est le cas actuellement au sein du Groupe monétaire européen (serpent). Après une période transitoire d'une durée encore indéterminée, les Etats membres pourront décider, à la majorité de 85%, de passer à un système de cours de change stables, mais susceptibles d'adaptation. Une telle décision obligerait tous les pays affiliés au FMI à abandonner le système des cours flottants. La part de 20% des voix dont disposent les Etats-Unis leur assure toutefois un droit de veto qui leur permet de maintenir les cours flottants aussi longtemps qu'ils l'estimeront opportun.

Les pays en développement n'entendent approuver cette réglementation qu'au prix de concessions importantes relatives à l'octroi de facilités de crédit additionnelles de la part du FMI. Les pourparlers de la Jamaïque se sont donc concentrés essentiellement sur la recherche d'un compromis relatif à la mise à disposition de moyens financiers supplémentaires au sein du FMI. Tout d'abord, les pays en développement ont demandé que soit triplée la première tranche de crédit, pour l'octroi de laquelle les exigences du FMI sont les moins élevées; les pays industrialisés, de leur côté, proposaient une majoration immédiate d'un tiers de toutes les tranches de crédit, à valoir sur la majoration des quotas qui avait été décidée. A l'issue d'âpres négociations, le Comité intérimaire s'est finalement mis d'accord pour majorer immédiatement de 45% la part utilisable des tranches de crédit. Cette mesure ne doit s'appliquer que jusqu'à l'entrée en vigueur de la majoration des quotas qui interviendra après ratification de la révision statutaire.

La collaboration plus étroite en matière de politique des changes décidée lors de la Conférence au sommet de Rambouillet a consisté essentiellement à étendre les consultations journalières entre les banques centrales du «serpent monétaire», celles des Etats-Unis et de la Suisse et, sous une forme moins stricte, celles du Canada et du Japon. Cet accord a été mis à l'épreuve une première fois dans les mois de janvier et de février 1976. La lire a subi une forte pression à la suite de la crise gouvernementale qui a éclaté en Italie à la fin de l'année et de la

fuite de capitaux qu'elle a provoquée. Le 21 janvier, la Banque d'Italie s'est vue obligée d'interrompre ses interventions massives sur le marché des changes. Le gouvernement italien a fermé les bourses de devises pendant quelques semaines. En peu de temps, le cours de la lire est tombé de 10% en chiffre rond.

Comme cela avait déjà été le cas au début de 1973, la crise monétaire italienne n'est pas restée sans effets sur les autres marchés. Le franc français a, pour un temps, été soumis à de fortes pressions après que la peseta eut été dévaluée de 11%. Les rumeurs au sujet d'une prochaine adaptation des cours de change entre le franc français et le mark nées à l'occasion de la rencontre du président de la République française et du chancelier allemand, ont déclenché une forte spéculation contre le franc. Les importantes interventions de la Banque de France, comme précédemment celles de la Banque d'Italie, ont fait baisser le cours du dollar. En effet, elles consistaient chaque fois en vœux de dollars, ce qui dégradait la relation du cours de cette monnaie par rapport à d'autres, telles le mark et le franc suisse. C'est pourquoi, presque parallèlement à celui du mark, le cours du franc suisse a recommencé momentanément de s'apprécier par rapport au dollar. Les spéculations contre le franc français n'ont toutefois pas tardé à faiblir, et le cours du dollar s'est rétabli vers la fin du mois de février.

L'évolution de la conjoncture en Suisse

Selon les indices disponibles, la régression s'est généralement atténuée, ces derniers temps, dans notre pays. Toutefois, aucun revirement de tendance ne s'est encore manifesté. Dans différentes branches, par exemple dans certains secteurs de l'industrie des textiles et de l'habillement, ainsi que de l'industrie chimique, les commandes de l'étranger ont progressé par rapport au troisième trimestre de 1975. Ces secteurs ont également réduit leurs stocks. La régression de la demande intérieure a fléchi nettement, plus particulièrement dans le domaine des biens de consommation. Par contre, les importations de biens de consommation et de biens d'équipement ont encore diminué.

Mesuré au taux d'accroissement annuel, le déclin de la demande de crédit, qui avait accompagné la récession, s'est encore poursuivi au mois de décembre. On peut toutefois, dans ce secteur également, parler d'une certaine stabilisation, puisque le taux d'accroissement annuel, après être descendu au mois de septembre 1975 déjà à 4,5%, son point le plus bas, atteignait 4,6% au mois de décembre. Mis à part les crédits aux collectivités publiques, qui ont augmenté de 6,7% en 1975, c'est principalement l'expansion des placements hypothécaires qui a contribué à l'accroissement annuel du crédit intérieur. Cette expansion résulte surtout de la consolidation de crédits de construction et de prêts accordés antérieurement.

Sur le marché de l'emploi, la situation s'est aggravée avec le décalage habituel. Tandis que le nombre des chô-

meurs partiels diminuait durant les derniers mois, celui des chômeurs complets a augmenté nettement.

Fait réjouissant durant les derniers mois, les taux d'accroissement des prix à la consommation sont restés modestes par rapport à ceux de l'étranger. Joint à des revendications salariales modérées et à une politique monétaire visant la stabilité, ils créent des conditions favorables à une relance économique.

La demande étrangère a évolué de façon bien différente au cours des mois passés. Le fort accroissement de la demande allemande de produits textiles, et plus particulièrement d'articles d'habillement, est frappant. Dans ce secteur comme dans l'industrie chimique, les exportations paraissent se stabiliser graduellement à un niveau assez bas. Le regain de commandes permet, semble-t-il, d'espérer que ces deux branches ont déjà franchi le cap le plus critique. Il convient toutefois de retenir qu'au quatrième trimestre, l'indice des prix des textiles et des articles d'habillement exportés accusait encore un niveau inférieur de 13,7% à celui d'un an auparavant. Cette diminution pèse d'autant plus que, dans ce secteur, une partie des produits semi-ouvrés sont fabriqués en Suisse, de sorte que les exportateurs ne bénéficient pas pleinement de l'abaissement du prix des facteurs de production importés dû au cours élevé du change. Par contre, les prix des produits chimiques d'exportation ont pu être relevés légèrement par rapport au trimestre correspondant de 1974.

Dans le secteur des biens d'équipement, comme dans l'industrie des machines et appareils et dans la métallurgie, la récession altère aussi peu à peu les résultats des exportations. Au quatrième trimestre, la valeur des exportations était encore au niveau de l'année précédente, mais au mois de janvier déjà, elle avait baissé de 5,8%. Comme les entrées de commandes diminuent et que la réserve de travail est en baisse, il faut plutôt s'attendre à ce que les exportations régressent encore dans les mois à venir.

Dans le secteur intérieur, les indices disponibles laissent encore prévoir un certain fléchissement. Certaines composantes de la demande ont toutefois présenté les premiers signes d'une stabilisation à un bas niveau. Il semble qu'au quatrième trimestre de 1975, la consommation des ménages privés n'a plus faibli par rapport aux trimestres précédents. Au mois de décembre, la consommation réelle, mesurée au chiffre d'affaires du commerce de détail, n'a diminué que faiblement par rapport à celle des mois passés. Les importations de biens de consommation se sont stabilisées.

Dans l'industrie, l'investissement reste faible en raison des perspectives conjoncturelles. En effet, la relance n'a pas encore pris l'ampleur souhaitée dans les pays qui intéressent notre économie d'exportation. Elle l'est en raison aussi de l'importance des stocks, que l'on juge encore excessifs. Si les stocks de matières premières, et ceux du commerce de gros en particulier, ont été fortement réduits, les stocks de produits finis sont encore importants. Au quatrième trimestre de 1975, la valeur com-

me le volume des importations de biens d'équipement ont diminué de 20,8% en termes nominaux et de 23,7% en termes réels depuis l'année précédente. Cette régression s'est encore accentuée quelque peu par rapport au troisième trimestre.

Malgré les mesures de relance, la demande de construction reste faible en raison de la stagnation de la population et de la surproduction des années de surchauffe, qui se font sentir de plus en plus dans le secteur du logement et sur le marché immobilier. Les données relatives aux plans de constructions locatives ou industrielles déposés n'accusent encore aucune amélioration, qu'il s'agisse de constructions nouvelles, de transformations ou d'installations d'entreprises. Les crédits de construction accordés ont diminué légèrement par rapport au troisième trimestre, mais leur volume a augmenté de 60% en chiffre rond par rapport à l'année précédente, pour s'établir à 5,2 milliards.

Dans les 92 villes saisies par la statistique, la production de logements a encore baissé, comparée à celle de la période correspondante de l'année précédente et à celle du dernier trimestre. Les crédits de construction utilisés témoignent en revanche d'une activité quelque peu accrue par rapport au trimestre précédent. Cette activité paraît avoir consisté principalement en travaux de rénovation et en transformations.

Au mois de janvier, la situation sur le marché de l'emploi s'est signalée par une nouvelle augmentation du nombre de chômeurs. A la fin du même mois, on comptait en Suisse 31 579 chômeurs complets. Parmi ceux-ci, 8100 étaient recensés dans l'industrie des métaux, 5100 dans les professions commerciales et les bureaux, 3900 dans la construction et 2100 dans l'horlogerie et la bijouterie. En chiffre rond, l'effectif global des chômeurs représentait 1,1% de la population active.

Quelques régions dont les structures économiques sont fondées sur une certaine spécialisation, en particulier le Jura, mais aussi les cantons de Schaffhouse, de Soleure et de Zoug, sont touchées plus fortement par la récession, étant donné que le chômage varie considérablement suivant les genres de professions.

Le nombre des chômeurs partiels, après s'être inscrit à 136 661 à la fin de 1975, est descendu à 120 573 à la fin du mois de janvier.

A la fin du troisième trimestre de 1975, le nombre total des personnes occupées dans l'industrie et dans le secteur des services était inférieur de 200 000 en chiffre rond à celui d'un an auparavant; ainsi la population active avait diminué de 7% environ pour s'établir à 2,9 millions de personnes.

La hausse des prix s'est stabilisée à un niveau assez bas au cours des derniers mois. Selon l'indice des prix à la consommation, le renchérissement par rapport à l'année précédente a atteint 3,4%, aux mois de décembre et de janvier. Il a faibli beaucoup plus dans les marchan-

dises que dans les services. A l'échelon des prix de gros, le fléchissement constaté déjà pendant toute l'année 1975 s'est poursuivi. Au mois de janvier, l'indice des prix de gros avait baissé de 4,3% en l'espace d'une année. Les prix des marchandises indigènes ont baissé de 2,4% au cours de la même période, tandis que le recul des prix des marchandises importées, tout en faiblissant un peu, atteignait encore 8,8% au mois de janvier. Cette situation paraît due au redressement parfois vigoureux des prix sur les marchés des matières premières. L'évolution des prix de gros et du coût de la construction laisse quelque espoir de voir la hausse des prix à la consommation s'atténuer encore dans les prochains mois.

L'évolution des marchés monétaire et financier

Au début de l'année, la Direction générale de la Banque nationale a annoncé les objectifs assignés à la politique de la masse monétaire pour 1976. Compte tenu de l'évolution présumée du produit national brut et dans le but de régulariser l'évolution de la masse monétaire, elle a prévu de nouveau une augmentation annuelle moyenne de 6% de la masse monétaire M_1 , qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue du secteur privé non bancaire. La base monétaire, qui englobe les billets en circulation et les avoirs en comptes de virements de l'économie privée à l'institut d'émission, doit, à cette fin, être relevée également de 6% au maximum. Une expansion plus faible de la base monétaire permettrait très probablement, dans le cas d'une forte relance conjoncturelle, d'atteindre la croissance décidée pour la masse monétaire M_1 . Cette prévision s'appuie en particulier sur le fait que le système bancaire est actuellement très liquide et qu'une augmentation de la demande de crédit modifierait le rapport existant entre la base monétaire et la masse monétaire M_1 , autrement dit le multiplicateur. Ainsi, les conditions monétaires d'une relance économique paraissent assurées pour cette année, sans que, toutefois, une création excessive de monnaie n'engendre de nouvelles impulsions inflationnistes.

En 1975, l'extension en moyenne annuelle de la masse monétaire M_1 est restée légèrement au-dessous du taux de 6% projeté, bien que la Banque nationale, pour tenir compte de la relation modifiée par la récession entre base monétaire et masse monétaire (multiplicateur), ait accru la base monétaire de 10% en moyenne annuelle au lieu des 6% prévus tout d'abord. L'apport le plus important, soit 2,1 milliards de francs, provient du solde résultant des interventions sur le marché des changes, qui ont atteint 11,2 milliards, et de la conversion des capitaux exportés, qui s'est chiffrée à 9,1 milliards. Mesurée à l'évolution du produit national brut réel, qui n'a pas seulement stagné comme l'avaient d'abord estimé les milieux officiels, mais diminué de 7%, la croissance de la masse monétaire et de l'approvisionnement en moyens de paiement peut sans nul doute être taxée de vigoureuse.

Du mois de décembre 1975 au mois de février 1976, le marché monétaire est resté liquide. Sur le marché finan-

cier, une forte recrudescence de la demande s'est manifestée au début de l'année. La tendance à la baisse des taux d'intérêt s'est maintenue au mois de décembre, et renforcée au mois de janvier. Les taux spéciaux d'escompte, le taux d'escompte privé et, le 13 janvier 1976, les taux officiels de la Banque nationale, ont été abaissés de 0,5%; les taux des dépôts à terme l'ont été de 1%. Pour les obligations de caisse des grandes banques, la réduction a été de 0,75% à 1,25% suivant la durée. Le rendement moyen des emprunts de la Confédération a baissé de 0,64%, et les taux d'intérêt des emprunts de premières adresses ont été réduits de 1%.

Au mois de décembre, le marché monétaire a été alimenté par un important recours au crédit de la Banque nationale. Celle-ci avait annoncé suffisamment tôt qu'elle était prête à fournir au marché les disponibilités supplémentaires que nécessitait l'échéance annuelle. Ainsi, au début du mois de décembre, elle a proposé des swaps pour un montant de 1,2 milliard de dollars. Par la suite, elle a accepté d'en accroître le volume, lorsque des signes de tension sont apparus sur le marché de l'argent. A l'échéance annuelle, les banques ont utilisé l'aide de l'institut d'émission pour un montant de 7,1 milliards de francs. Les swaps dollars contre francs se sont élevés à 4,8 milliards de francs, les crédits de la Banque nationale, à 1,8 milliard, et les mises en pension de rescriptions de stérilisation, à 0,5 milliard.

Les avoirs en comptes de virements de l'économie à la Banque nationale s'inscrivaient à 11,5 milliards de francs à la fin de l'année; ils dépassaient ainsi de 2 milliards le niveau déjà élevé de l'année précédente. L'expansion de la circulation fiduciaire et la ponction de liquidités bancaires qui en résultent ont été plus faibles qu'au mois de décembre 1974. Lors de l'échéance annuelle, la circulation fiduciaire se chiffrait à 19,1 milliards de francs, pour la première fois depuis bien des années.

Bien que les montants mis à disposition par la Banque nationale en vue de l'échéance annuelle aient été remboursés intégralement au mois de janvier, il n'y a pas eu à cette période de tensions sur le marché monétaire. Ensuite du reflux des billets, de transferts de comptes de la Confédération sur ceux de l'économie et d'interventions importantes de la Banque nationale sur le marché des changes, couverts en partie seulement par des conversions obligatoires, les avoirs en comptes de virements de l'économie atteignaient 6,7 milliards de francs à la fin du mois. La Banque nationale n'a pas eu à fournir de moyens supplémentaires de paiements pour l'échéance mensuelle. Les avoirs en comptes de virements de l'économie à la Banque nationale étaient alors particulièrement élevés; le recours massif, à la fin du mois de janvier et au début du mois de février, de la Confédération au marché des capitaux les a réduits. A l'instigation de la Banque nationale, la Confédération s'était procuré une partie de ces fonds pour les mettre en réserve; elle ne les utilisera donc pas pour l'instant. Dans ces conditions, il a été possible de renoncer aux mesures prévues à l'origine pour absorber la liquidité excédentaire créée au début de l'année par d'importants achats de devises. Grâce à une

aide transitoire de la Banque nationale d'un montant de 0,26 milliard de francs, l'échéance de février n'a pas posé de problèmes. Les avoirs en comptes de virements s'élevaient alors à 5,98 milliards de francs.

Les emprunts émis sur le marché des capitaux au mois de décembre ont également été couronnés de succès. Malgré les influences qui ont joué à la fin de l'année, le rendement moyen des emprunts de la Confédération, qui était encore de 5,96% à la fin du mois de novembre, est descendu à la fin du mois de décembre à 5,81%, niveau le plus bas de 1975. Il avait atteint 7,17% à la fin de 1974. Au mois de décembre, la Confédération a pu placer encore dans les banques des bons de caisse à 6%, sans souscription publique, pour un montant de 300 millions de francs et pour une durée de 6 ans; le prix d'émission de ces bons était de 100,75%; ils ont été libérés au mois de janvier. Au mois de janvier également, elle a émis un emprunt public à 6¼% au montant de 700 millions de francs, dont la durée était de 15 ans et le prix d'émission de 99%. L'extraordinaire capacité d'absorption du marché a conduit la Confédération à relever de 200 millions de francs le montant prévu. Les souscriptions ont atteint le triple du montant émis, montrant ainsi nettement le vif intérêt de milieux étendus pour ce genre de placement. En raison d'une demande surabondante, les autres émissions également ont été suivies de souscriptions représentant plusieurs fois leur montant. La vague d'investissement constatée au début de l'année ne s'explique pas seulement par le besoin accru de placement à cette saison, mais aussi par la disparition d'autres possibilités importantes dans le secteur immobilier, notamment pour les investisseurs institutionnels, ainsi que par la régression de la demande de crédits bancaires et l'évolution des taux d'intérêt. D'une part, la chute des taux d'intérêt à court terme a stimulé le passage de fonds du court terme; d'autre part, la baisse rapide du rendement des titres à long terme n'a pas incité à différer davantage le placement de ces fonds. En outre, comme au quatrième trimestre de 1975, le retrait de projets d'émissions a réduit la demande de capitaux. Le nombre des emprunts annoncés à la commission des émissions pour le premier trimestre de 1976 a beaucoup baissé. Il était de 49, contre 76 un an auparavant. La Banque nationale ayant renoncé une fois de plus à fixer un plafond, la commission a pu autoriser tous les emprunts annoncés. Ceux-ci portaient à l'origine sur 2,2 milliards de francs. Le relèvement mentionné du montant de l'emprunt fédéral a compensé quelque peu les retraits, ainsi que de nombreuses réductions volontaires des montants d'autres emprunts.

D'entente avec la Banque nationale, la Confédération a résolu d'utiliser l'offre excédentaire sur le marché financier pour couvrir rapidement les besoins de trésorerie pour 1976 et pour se procurer, autant que possible, une partie des fonds nécessaires pour 1977. Cette opération a paru opportune en raison des mauvaises perspectives de rentrées fiscales dues à la récession.

L'institut d'émission s'est déclaré disposé à rémunérer jusqu'à nouvel avis, au taux d'escompte en vigueur, les avoirs de la Confédération à la Banque nationale, dans

la mesure où ils excèdent 500 millions de francs, pour compenser en partie les pertes d'intérêt.

A la suite des emprunts émis, la Confédération a placé dans les quatre grandes banques des bons de caisse à 5½%, au montant de 500 millions de francs, pour une durée fixe de cinq ans; le prix d'émission était de 99,25%. A la fin du mois de février, elle s'est procuré encore 430 millions de francs en remettant des bons de caisse à des banques cantonales, pour 250 millions, et à des banques privées, pour 180 millions. En revanche, les pourparlers engagés avec les banques au sujet d'une nouvelle émission publique d'emprunt de la Confédération pour la fin du mois de février ou le début du mois de mars ont été interrompus, aucun accord n'ayant pu se faire quant aux conditions. La Confédération et les entreprises de régie ont en outre bénéficié de prêts.

Au mois de février, les cours ont parfois baissé sur le marché secondaire des obligations, et certains titres de l'industrie principalement, ont eu de la peine à maintenir leur cours d'émission. Bien que les investisseurs aient marqué une légère préférence pour les emprunts des collectivités publiques, l'évolution sur le marché secondaire n'a pour ainsi dire pas atteint les souscriptions, qui sont toutes demeurées très satisfaisantes. Ainsi que le montre l'évolution du rendement moyen des emprunts fédéraux, l'insécurité n'a pas tardé à disparaître. A la fin de 1975, le rendement moyen s'élevait à 5,81%. Au début de 1976 toutefois, il a atteint 6%, du fait que des titres anciens à faible taux d'intérêt, arrivés à échéance, avaient fait place, dans la statistique des rendements, à de nouveaux titres portant un intérêt plus élevé. Au mois de janvier, le rendement est tombé rapidement à 5,31%. A la fin du mois, comme en février, il est remonté par moments un peu au-dessus de 5,40%, mais est redescendu à 5,29% à la fin du mois de février.

La Banque nationale a réduit, à partir du 13 janvier, le taux officiel de l'escompte et le taux des avances sur nantissement de 0,5% pour les ramener à 2½% et 3½% respectivement. Elle l'a fait autant pour des raisons de politique des cours de change qu'afin de contribuer à une nouvelle baisse des coûts de l'intérêt. Les taux officiels ont atteint ainsi leur niveau le plus bas depuis 1964. A la fin de l'année, les banques commerciales ont ramené le taux de l'escompte privé de 5½% à 5%. Les taux spéciaux d'escompte des effets de stocks obligatoires ont été réduits deux fois, au mois de janvier, de ¼% pour les denrées alimentaires et les fourrages d'une part ainsi que pour les autres stocks obligatoires de l'autre; ils ont été ramenés ainsi à 2¼% et 3% respectivement. De même, au mois de janvier, les taux des dépôts à terme ont été réduits deux fois de 1%. Depuis lors, ces taux se montent à 1½%, 2¼% et 3½% suivant la durée. La baisse des taux d'intérêt à moyen terme a persisté également.

Les grandes banques ont abaissé uniformément les taux des obligations de caisse aux mois de décembre, de janvier et de février. Les titres d'une durée de 3 à 4 ans portent désormais intérêt à 4¼%, ceux d'une durée de 5 à 6 ans, à 5%, et ceux de 7 à 8 ans, à 5¼%. Leurs taux

ont baissé ainsi de ¼%, 1% et 1 ¼% respectivement. Le recul des taux des obligations de caisse s'est accompagné d'une diminution du coût des crédits d'exportation à long terme, financés principalement par les fonds que procurent ces titres. Sur le marché des capitaux, les taux nominaux des premières adresses ont été réduits de 1% en quatre étapes pour s'établir à 5 ¼%. Les taux des livrets d'épargne aussi ont été réduits de ¼%, généralement à la fin de l'année. A la même époque, les taux des nouvelles hypothèques ont été abaissés dans bien des cas, de ¼% et parfois de ½%. D'autres réductions de taux ont été annoncées entre-temps, et la différence par rapport aux taux des anciennes hypothèques a ainsi pratiquement disparu. Certains établissements abaissent déjà de ¼% les taux de celles-ci. Enfin, les banques ont aussi réduit au début de l'année les taux des intérêts débiteurs de ¼%.

Sur le marché des changes, la tendance du franc suisse à la hausse s'est renforcée au mois de décembre. Tandis que la baisse du dollar est restée modeste, le mark, qui avait faibli depuis l'été 1975, est tombé certains jours au-dessous du pair. Il avait atteint encore 102,5 en moyenne au mois de novembre. La livre anglaise, le franc français et le florin hollandais ayant faibli également par rapport au franc suisse, la réévaluation du franc, calculée par rapport à la moyenne pondérée des 18 pays dans lesquels la Suisse exporte le plus, a atteint un nouveau record. Au mois de décembre, le taux de réévaluation par rapport au mois d'avril 1971 a atteint en moyenne 45,9%, contre 39,9% au mois de décembre 1974. Ainsi, le cours du franc a augmenté de 4,3% dans l'espace d'une année. Lorsque, au mois de janvier, la pression exercée sur le dollar s'est accentuée, la Banque nationale est intervenue massivement. Au mois de février, la faiblesse de la lire italienne et du franc français a exercé aussi des effets négatifs sur le dollar.

Au cours de la période analysée, le solde des achats de soutien et des conversions obligatoires de capitaux

exportés n'a pas été seul à modifier les réserves de devises de l'institut d'émission. En effet, la Banque nationale avait accordé un crédit en monnaie étrangère à la Confédération, qui avait été comptabilisé au titre d'avoir en devises. Son remboursement a donc réduit les réserves de devises. D'autre part, celles-ci se sont accrues lorsque les swaps conclus avec la Banque des Règlements Internationaux (BRI) sont arrivés à échéance. La BRI a racheté les effets à ordre placés dans les banques en liaison avec cette opération. La Banque nationale a épongé intégralement cet accroissement de liquidité en plaçant des rescriptions de stérilisation au montant de 625 millions de francs.

La convention concernant l'annonce des transactions sur devises, passée au mois d'avril entre la Banque nationale, les banques et les sociétés multinationales qui se livrent à leur commerce, dont le terme avait été fixé à la fin de 1975, a été reconduite jusqu'au 30 juin 1976. La convention entre la Banque nationale et les banques destinée à atténuer les difficultés de liquidité de certaines branches d'exportation a également été prolongée; elle sera en vigueur jusqu'à la fin du mois d'octobre 1976. En application de la loi sur les banques, la Banque nationale exige depuis la fin du mois de janvier 1976 que les banques annoncent régulièrement leurs propres avoirs en devises, appelés positions cambistes. A l'instar de la convention précitée, cette obligation sert à améliorer la transparence du marché des changes.

En outre, la nouvelle réduction du volume autorisé des ventes à terme de francs suisses à des étrangers, décrétée par la Banque nationale au mois d'octobre 1975, est entrée en vigueur à la fin du mois de janvier. Les ventes à terme sont limitées désormais à 60%, contre 70% auparavant, de l'état de référence au 31 octobre 1974. Grâce à cette mesure, il sera plus difficile d'é luder l'interdiction de rémunérer les avoirs étrangers en banque, libellés en francs suisses.