

# Rapport

sur la situation économique et monétaire remis  
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse  
pour la séance du 11 juin 1976

## Tendances conjoncturelles internationales

Sauf en Grande-Bretagne et en Italie, la reprise économique dans les principaux pays industrialisés est plus forte et plus rapide que les prévisions ne l'indiquaient il y a encore quelques mois. La reconstitution des stocks et la consommation privée contribuent à la relance de façon prépondérante. Dans la plupart des branches de l'industrie, l'afflux de commandes et la production dépassent de nouveau le volume, à vrai dire très modeste, de l'an passé. Les investissements des entreprises restent faibles. Un changement ne saurait apparaître avant que les bénéfices et l'utilisation de l'appareil de production ne se soient sensiblement accrus. Si le chômage partiel a, dans une large mesure, diminué ces derniers mois, le chômage complet n'a que peu régressé.

La reconstitution des stocks, que l'on peut observer dans la plupart des pays, a provoqué le renchérissement des matières premières, bien qu'un approvisionnement abondant du marché paraisse assuré à long terme, pour presque tous les produits. En outre, les entreprises ont profité de l'accroissement de la demande pour majorer leurs prix. La reprise économique pourrait amplifier les tensions inflationnistes, d'autant plus que la politique monétaire menée dans quelques pays semble particulièrement expansive.

## Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En *République fédérale d'Allemagne*, le produit national brut réel a augmenté, durant le premier trimestre, de plus de 5% par rapport à la période correspondante de l'année précédente et d'environ 2% par rapport au dernier trimestre de 1975. Du premier trimestre de 1975 au premier trimestre de 1976, les stocks et la consommation privée se sont accrus chacun de 3,5 milliards de marks, les investissements d'équipement, de 1,5 milliard, et les dépenses de l'Etat, de 500 millions, alors que l'excédent d'exportations et les investissements de construction ont diminué de 1,5 milliard. La reconstitution des stocks et l'accroissement lent, mais constant, de la consommation privée demeurent les principaux facteurs de la relance.

Les exportations au mois d'avril et l'évolution qu'ont subie, des mois de décembre et de janvier aux mois de février et de mars, les commandes de l'étranger à l'industrie allemande ne reflètent pas encore une expansion très nette de la demande extérieure. En effet, la relance de la conjoncture internationale s'est concentrée dans les pays qui achètent une part relativement faible des produits exportés par la République fédérale. Les Etats-Unis, le Canada et le Japon comptent, pour 1976, sur une

croissance de 5% à 6% de leur produit national brut réel. Ces pays n'absorbent toutefois que 8% des exportations allemandes. Par contre, les prévisions relatives à l'Europe occidentale, qui achète environ 60% des biens exportés par l'Allemagne, n'indiquent qu'une augmentation de 3% du produit national.

Actuellement, la tendance des entreprises à investir ne contribue que dans une faible mesure au rétablissement de la conjoncture.

Depuis le début de 1976, la hausse des prix ne s'est plus ralentie. Au mois d'avril, le renchérissement annuel s'est inscrit à 5,2%. Les prix de gros dans l'industrie et l'agriculture ont une très nette tendance à la hausse.

En *France*, l'activité économique a continué de s'accroître dans la plupart des secteurs. La diminution des stocks semble terminée, l'accélération de la demande privée se poursuit et le programme d'investissements publics arrêté l'an passé fait toujours plus sentir ses effets. Depuis trois mois, le chômage a diminué. Au mois d'avril, le nombre des demandes d'emploi non satisfaites, en se chiffrant à 896 900, a décliné de 4,4% par rapport au mois précédent. Comme dans d'autres pays, les prix à la consommation progressent de nouveau. Aussi bien au mois d'avril qu'au mois de mars, leur hausse s'est inscrite à 0,9%. Elle a atteint 3,6% depuis le début de 1976, et 9,6% en un an. Les salaires ont eu également tendance à monter. Le déficit de la balance commerciale est demeuré élevé au mois d'avril; il s'est chiffré à 1,2 milliard de francs français. Par rapport au mois d'avril 1975, les importations se sont accrues de 23% en chiffre rond, les exportations, de 12% seulement. Durant le premier trimestre de 1976, la balance des paiements s'est détériorée sensiblement. Elle accuse un déficit de 7,9 milliards de francs, alors qu'elle s'était soldée par un excédent de 6,6 milliards durant la période correspondante de 1975.

En *Grande-Bretagne*, la production industrielle s'accroît progressivement, mais le taux de chômage reste élevé. Au mois d'avril, il était de 5,3%. La subvention, majorée récemment, que l'Etat accorde aux entreprises renonçant à des licenciements, et la nouvelle convention qui limite, du 1er août 1976 au 31 juillet 1977, la hausse globale des salaires à 4½% devraient empêcher un accroissement du chômage. Pour la première fois depuis plus d'un an, le renchérissement annuel marqué par l'indice du commerce de détail est descendu, au mois d'avril, à moins de 20%; il s'est inscrit à 18,9%. La hausse des prix, en particulier celle des prix de gros, s'est accélérée cependant par rapport aux mois précédents. La baisse durable du cours de la livre pourrait en être la cause.

Le déficit de la balance commerciale, qui s'était limité à 16 millions de livres au mois de mars, a atteint de nouveau 255 millions au mois d'avril. Si les exportations ont continué d'augmenter quelque peu, les importations se sont accrues sensiblement, en raison surtout de la reconstitution des stocks.

Afin de stabiliser le cours de la livre, la Banque d'Angleterre a porté, le 21 mai, son taux d'intérêt minimal de 10 1/2% à 11 1/2%. Les opérations effectuées sur le marché des changes dans le même but ont fait baisser les réserves monétaires britanniques, durant le seul mois d'avril, de 1,06 milliard de dollars. Le Royaume-Uni va donc recourir prochainement au crédit de soutien que le Fonds monétaire international lui a accordé au mois de janvier et qui se monte à 700 millions de DTS.

Durant les premiers mois de l'année, les signes de reprise que l'économie italienne avait donnés au dernier trimestre de 1975 se sont accentués légèrement. La production industrielle a augmenté de 9,5% au premier trimestre. Cependant, le fléchissement du cours de la lire a entraîné des troubles profonds dans l'évolution économique du pays. Le cours très bas a renforcé les tensions inflationnistes. L'indice du coût de la vie est monté de 3,3% au mois d'avril, celui des prix de gros s'est élevé de 4,6% au mois de mars. La hausse du coût de la vie en un an s'est inscrit à 15,5% au mois d'avril, après s'être limitée à 10,9% au mois de janvier. Au cours des quatre premiers mois de l'année, le déficit de la balance des paiements a atteint 2128 milliards de liras, alors qu'il s'était chiffré à 1340,8 milliards de liras pour toute l'année 1975. Il dépasse de 1000 à 1200 milliards de liras le chiffre prévu pour l'ensemble de l'année courante.

Afin de défendre la lire et de combattre la spéculation monétaire, le gouvernement a décidé, au début du mois de mai, l'imposition immédiate d'un dépôt non rémunéré à l'importation, qui se monte à 50% de la valeur des marchandises et qui reste bloqué trois mois à l'institut d'émission. Il a pris des mesures connexes pour enrayer la spéculation contre la lire qui se développe dans le commerce extérieur. Depuis lors, le cours de la lire s'est stabilisé. A la mi-mai, la Commission des Communautés européennes a accordé une nouvelle aide à l'Italie, pour un montant global de 1,08 milliard de dollars. S'efforçant de freiner la chute de la lire, la Banque d'Italie avait recouru, durant le seul mois de mars, à tout le crédit de soutien accordé par les Communautés européennes, qui se chiffrait à 1 milliard de dollars, ainsi qu'à une partie d'une tranche de 500 millions de dollars que comprenait un crédit de 2 milliards de dollars octroyé par la République fédérale d'Allemagne.

Aux Etats-Unis, l'expansion au premier trimestre a été supérieure aux prévisions. La croissance du produit national brut réel correspond à un taux annuel de 8,5%. Dans l'augmentation par rapport au dernier trimestre de l'an passé, une part importante se rapporte au chiffre d'affaires du commerce de détail. De la fin de 1975 à la mi-mars, ce chiffre d'affaires a augmenté, compte tenu

des variations saisonnières, à un taux annuel de plus de 30%. La progression la plus forte a été celle des biens de consommation. L'expansion ne peut guère se poursuivre à ce rythme, comme le montrent les chiffres du mois d'avril. Les revenus des particuliers n'ont que peu augmenté. La hausse des prix se manifeste à nouveau, surtout dans le secteur de l'alimentation. Au mois d'avril, les prix de gros sont montés de 0,8%, les prix à la consommation, de 0,4%. Par rapport au mois correspondant de 1975, la hausse s'est chiffrée respectivement à 5,3% et à 6%.

Pendant le mois d'avril, l'indice de la production a dépassé de 11,2% celui de l'année précédente, tout en restant inférieur de 4% au niveau maximal atteint avant la récession, au mois de novembre 1973. L'évolution de la production s'est déjà répercutée sur l'emploi. Après que les places vacantes eurent augmenté de 1,4 million au premier trimestre, elles se sont accrues de 700 000 au mois d'avril. Bien que le nombre de personnes sans emploi ait diminué continuellement au cours des six derniers mois, le taux de chômage est resté à 7,5%, en raison du nombre de jeunes gens et de femmes qui sont entrés dans la vie active.

La balance commerciale s'est soldée par un déficit de 202,1 millions de dollars au mois d'avril. Des quatre premiers mois de 1975 aux quatre premiers mois de l'année en cours, un excédent de 2,47 milliards de dollars s'est transformé en déficit de 1,07 milliard. Il conviendrait de savoir si l'augmentation des exportations et la stagnation des importations enregistrées au mois d'avril marquent un tournant dans l'évolution de la balance commerciale.

La reprise sensible de la conjoncture qui s'est manifestée au Japon depuis le début de l'année est due surtout aux exportations. L'amélioration de la situation économique aux Etats-Unis et dans d'autres pays industrialisés a provoqué une augmentation vigoureuse de la demande de produits japonais. Au premier trimestre, les exportations ont dépassé de 50% le niveau correspondant de l'année précédente. La production industrielle s'est donc accrue sensiblement. Par contre, la demande privée n'a progressé que légèrement. Comme les syndicats ont obtenu, après avoir mené campagne au début de l'année, des majorations moyennes de salaires se chiffrant entre 8% et 9%, et que le taux de renchérissement prévu pour 1976 atteint 9,2%, la demande privée ne devrait guère augmenter et pourrait même diminuer ces prochains mois. La stabilité des prix paraît de nouveau compromise. Aussi bien les prix à la consommation que les prix de gros ont à nouveau progressé à un rythme accéléré. Le 1er mai, le gouvernement a levé le contrôle des prix qui était appliqué, depuis le renchérissement du pétrole, à quinze produits de consommation courante.

En raison de l'évolution favorable de la balance commerciale et des mouvements de capitaux à long terme, la balance des paiements s'est soldée par un excédent de 619 millions de dollars au mois de février et de 660 millions au mois de mars.

## Les événements monétaires internationaux

Les organes du Fonds monétaire international ont entamé la procédure de révision des statuts après la réunion, au début de l'année, du Comité intérimaire à Kingston. Le 30 avril, le texte définitif présenté par les administrateurs a été approuvé par la majorité des gouverneurs. Les Etats membres doivent maintenant, conformément à leurs législatures respectives, ratifier ces changements. Les statuts modifiés entreront en vigueur dès que trois cinquièmes des Etats membres, détenant 85% des droits de vote, les auront approuvés.

Les discussions relatives au rôle de l'or et au système des changes ont fait passer quelque peu à l'arrière-plan les autres amendements. Les changements proposés concernent principalement quatre points: les droits de tirage spéciaux (DTS), les opérations financières du Fonds, la création d'un nouvel organe de direction et l'organisation interne du Fonds.

Afin que les DTS deviennent les principaux moyens de réserves monétaires, les statuts modifiés prévoient un changement de leurs propriétés et un accroissement de leurs possibilités d'emploi. Les dispositions limitant leur emploi sont assouplies.

En particulier, les Etats qui participent au système des DTS pourront, par accord mutuel et sans approbation du FMI, effectuer des transactions en DTS. Il sera possible à d'autres collectivités, pour autant qu'il s'agisse d'institutions publiques, de détenir des DTS. Les nouvelles dispositions relatives aux opérations et aux transactions financières du FMI se rapportent surtout à quelques principes et à quelques pratiques qui se sont avérés utiles. De plus, elles prévoient que le FMI pourra utiliser les monnaies de tous les Etats membres dans ses opérations. Enfin, il pourra procéder à des placements jusqu'à concurrence de ses réserves et du produit de ses ventes d'or. S'ils réunissent une majorité de 85%, les gouverneurs pourront décider la création d'un nouvel organe de direction: le Conseil. Les fonctions et la composition du Conseil seraient pratiquement identiques à celles du Comité intérimaire. Toutefois, il ne s'agirait plus d'une assemblée consultative. Le Conseil serait un organe délibératif habilité à prendre toutes les décisions fondamentales nécessitant une majorité qualifiée, alors que les administrateurs continueraient à prendre les décisions de caractère technique. D'autres dispositions relatives à l'organisation du FMI permettraient d'adapter les structures du Fonds aux modifications des statuts.

Sur le marché des changes, l'instabilité a continué de prévaloir durant les trois derniers mois. Bien qu'elles aient procédé par moments à d'importantes opérations de soutien, les banques centrales n'ont pu empêcher des fluctuations importantes de cours. L'écart entre les monnaies fortes et les monnaies faibles s'est accru.

L'évolution économique et politique en Italie a provoqué un fléchissement continu du cours de la lire, qui, en s'ajoutant à la baisse du cours de la livre, a perturbé

les marchés. Malgré les interventions de la Banque d'Italie qu'ont permises l'aide accordée par les Communautés européennes et le crédit octroyé par le Système fédéral de réserve américain, malgré une forte hausse des taux d'intérêt et malgré une politique monétaire plus restrictive, la dévaluation de la lire a atteint presque 25%, du début de l'année au mois d'avril. Depuis lors, une certaine stabilisation s'est produite, due vraisemblablement aux mesures fermes que le gouvernement a prises pour endiguer les pertes de devises. Dès le mois de mars, le cours de la livre a baissé presque sans interruption. Ni les interventions de la Banque d'Angleterre, ni l'accord réalisé sur la politique des revenus n'ont pu entraver cette évolution.

Durant la deuxième semaine du mois de mars, le serpent monétaire européen a été l'objet de tensions considérables. Lorsque le maintien du franc français dans le serpent est apparu trop onéreux, les autorités françaises ont à nouveau, à partir du 15 mars, laissé flotter le cours de leur monnaie par rapport à celles du serpent. Il en est résulté une dévaluation de 4% en chiffre rond, qui ne s'est guère modifiée depuis lors. Au moment où le franc français est sorti du serpent, la pression subie par les autres devises de cette union monétaire a diminué, de sorte que le franc belge et les couronnes scandinaves ont pu rester dans le serpent sans changement de parité. La Belgique et les Pays-Bas ont étendu de 1½% à 2¼% la marge de fluctuation de leur monnaie, la faisant ainsi coïncider avec celle des autres devises du serpent.

Sur des marchés par moments agités, le dollar des Etats-Unis est resté relativement stable, car des réévaluations par rapport aux monnaies faibles ont compensé pratiquement les dévaluations par rapport aux monnaies fortes. Le mark allemand et le franc suisse ont subi une hausse parallèle jusqu'à la mi-avril. Par la suite, le cours du franc suisse a poursuivi seul son ascension. Durant la seconde moitié du mois de mai, cette évolution s'est accélérée.

## L'évolution de l'économie suisse

Depuis le début de l'année, l'évolution de la conjoncture en Suisse a différé d'un domaine à l'autre. Tandis que les exportations, la production industrielle et le marché du travail s'animaient, la stagnation de la consommation privée a persisté et les investissements, si importants pour la relance de l'économie, ont continué de fléchir.

Les effets de reprise conjoncturelle à l'étranger ont commencé peu à peu à se manifester en Suisse. Les industries des textiles et de l'habillement, de l'alimentation, ainsi que de la chimie les ont déjà nettement ressentis.

Dans le secteur du crédit, le lent changement du climat conjoncturel a stimulé très légèrement les affaires; les

crédits octroyés par les grandes banques se sont accrus quelque peu.

La demande globale, encore modérée dans l'ensemble, et l'offre surabondante de facteurs de production, tout comme la politique monétaire visant à combattre l'inflation, ont fait baisser durablement le taux de renchérissement calculé d'après l'indice des prix à la consommation. Par contre, les prix de gros sont montés de nouveau légèrement, en raison surtout du renchérissement des matières premières.

Selon une enquête de l'Institut de recherches économiques de l'École polytechnique fédérale de Zurich, la demande privée de consommation que draine le commerce de détail semble se stabiliser. L'Institut estime que le creux de la vague est dépassé. Au cours des trois premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires du commerce de détail est monté quelque peu par rapport aux mois précédents. A vrai dire, des facteurs saisonniers ont joué un certain rôle; la vente d'articles d'habillement et de textiles, en particulier, a augmenté très nettement au mois de mars. Les importations d'automobiles, ainsi que d'appareils de radio et de télévision font supposer que ces biens sont maintenant davantage remplacés. Par contre, la vente d'autres biens de consommation durables ne s'est pas développée. Depuis le mois de décembre, les hôtels ont enregistré une légère augmentation des nuitées, due principalement aux étrangers. Ainsi, le tourisme demeure un élément important de notre économie, dans certaines régions principalement.

Le niveau des investissements est demeuré faible. En revanche, certaines entreprises industrielles ont accru leurs stocks, car les prix des matières premières ont tendance à la hausse, les commandes se font plus nombreuses, surtout de l'étranger, et les perspectives immédiates se sont quelque peu améliorées. Selon une enquête de la Fédération suisse des importateurs et du commerce de gros, 73% des chefs d'entreprises interrogés estiment leurs stocks suffisants, 20% les considèrent comme trop élevés. Les stocks de 62% des personnes questionnées ont diminué depuis l'enquête menée au début de 1975.

Le fléchissement des investissements de construction ne s'est pas encore atténué, bien que les promesses de crédit à la construction accordées par soixante banques aient continué d'augmenter fortement. Du mois de janvier au mois de mars, elles se sont accrues d'environ 42% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Dans les 92 villes, le nombre de logements terminés au premier trimestre a été inférieur d'environ 40% à celui du premier trimestre de 1975. Ainsi, la construction de logements s'est réduite à peu près à l'état enregistré durant la période correspondante de 1967.

Les plans de constructions industrielles sont demeurés très limités, proches du niveau atteint en 1952. Selon une enquête sur la tendance à investir dans l'industrie, l'artisanat et le commerce que l'Institut de recherches économiques mène chaque année, il faut compter, en 1976

également, sur une diminution notable des investissements de construction. L'utilisation de l'appareil de production étant insuffisante, les entreprises renoncent souvent à s'agrandir.

Grâce aux trois programmes conjoncturels et grâce à l'allocation extraordinaire tendant à stimuler les investissements, à laquelle les collectivités ont massivement recouru, la construction publique aura cette année un effet stabilisateur encore plus marqué qu'en 1975. Pour faciliter le financement des investissements destinés à créer des postes de travail, la Banque nationale a décidé, au mois de mai, de proroger jusqu'à la mi-juillet le délai durant lequel les cantons et les communes peuvent présenter des demandes de réescompte. Elle a admis la possibilité que le montant total des deux premières tranches de réescompte, qui s'est chiffré à 600 millions de francs, soit dépassé.

Dans les investissements d'équipement, la tendance ne s'est pas encore modifiée. Durant les quatre premiers mois de l'année, les importations de biens d'équipement ont été inférieures d'environ 19%, en valeur réelle, à celles de la période correspondante de 1975. Cependant, l'enquête susmentionnée de l'Institut de recherches économiques montre que l'on peut compter sur une stabilisation au cours de l'année.

L'évolution de la conjoncture internationale a provoqué, depuis le début de l'année, une légère augmentation de la demande étrangère. Les impulsions sont venues pratiquement de toutes les régions importatrices de produits suisses. Les variations saisonnières éliminées selon le procédé qu'applique l'Institut de recherches économiques, les chiffres relatifs aux exportations atteignent leur point minimal au mois de juin 1975, soit beaucoup plus tôt que les taux d'accroissement annuel ne l'indiquent. En effet, la valeur nominale des exportations n'a dépassé le niveau du mois correspondant de l'année précédente que depuis le mois de février 1976.

Durant les quatre premiers mois de l'année, les exportations se sont accrues de 9,9% en volume et de 8,3% en valeur, par rapport à la période correspondante de 1975. La comparaison des deux taux montre que les prix à l'exportation ont baissé. Il est évident qu'une concurrence serrée subsiste. Seuls les prix des textiles et des articles d'habillement se sont améliorés très légèrement par rapport aux mois précédents, alors que les prix des autres produits industriels ont eu tendance à se dégrader.

L'industrie a profité dans des proportions diverses de l'essor conjoncturel à l'étranger. L'industrie des textiles et de l'habillement, ainsi que l'industrie alimentaire figurent au premier rang des exportateurs; leur taux d'accroissement réel s'est chiffré respectivement à environ 23% et 17%, par rapport à la période correspondante de l'année précédente. L'expansion fulgurante de la production dans l'industrie automobile s'est répercutée, en particulier, sur les ventes de colorants; elle a donc amé-

lioré de façon sensible les résultats de l'industrie chimique. L'industrie des machines et appareils, qui a subi assez tardivement les effets de la récession, a enregistré une diminution réelle de ses exportations de 2,3%.

Le rythme des exportations ainsi que celui des importations ont augmenté quelque peu. Si une diminution réelle de 0,5% résulte de la comparaison avec la période correspondante de l'année précédente, une légère progression se dessine par rapport aux mois derniers. L'Institut de recherches économiques estime que le creux de la vague a été atteint aux mois de septembre et d'octobre. La reprise des importations est marquée surtout par un accroissement en quantité. La légère accélération des importations est due surtout à l'augmentation réelle des biens de consommation achetés à l'étranger, mais aussi à la demande extérieure croissante et, comme l'importation plus forte des matières premières et produits semi-ouvrés le fait supposer, à la reconstitution des stocks qui découle de prévisions plus optimistes relatives à l'évolution des ventes. Durant les quatre premiers mois de l'année, les importations de matières premières et produits semi-ouvrés se sont accrues de 3,1%, en valeur réelle, par rapport à la période correspondante de 1975.

Les exportations ayant augmenté beaucoup plus fortement que les importations, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de 78,6 millions de francs, alors qu'elle avait accusé un déficit de 1510,8 millions du mois de janvier au mois d'avril 1975.

Au quatrième trimestre de 1975, la conjoncture à l'étranger a entraîné une augmentation très nette de la production industrielle suisse par rapport aux trimestres précédents. Il semble que cette évolution s'est poursuivie de la fin de l'année au premier trimestre de 1976, car l'utilisation de l'appareil de production a passé de 75% à 76% en chiffre rond. Sur le marché du travail, la situation s'est aussi améliorée quelque peu. Depuis trois mois, le nombre des chômeurs complets et celui des chômeurs partiels ont diminué, tandis que les places vacantes ont augmenté à partir du mois de mars. Cette évolution résulte en partie de fluctuations saisonnières. A la fin du mois d'avril, il y avait encore 26 000 chômeurs complets et environ 80 000 chômeurs partiels.

Au mois d'avril, la hausse calculée sur une base annuelle de l'indice des prix à la consommation a encore diminué, s'inscrivant à 2,2%. Une année auparavant, le taux de renchérissement atteignait 9,2%. Depuis la fin de 1975, l'évolution des prix est remarquablement stable. Les taux de variation mensuelle ont oscillé entre - 0,2% et + 0,5%. En général, les prix des produits alimentaires ont baissé. Dans les autres groupes de prix, le renchérissement a continué, tout en fléchissant. La tendance à la hausse subsiste surtout dans le secteur des services. Depuis la fin de 1975, les prix des marchandises importées sont montés de mois en mois. A cet égard, le renchérissement des produits en métal a joué un rôle déterminant. Du mois de décembre au mois d'avril, l'indice des prix des marchandises importées s'est élevé de

3,7%. Il y a un an, il marquait encore une baisse de 8%. La réévaluation du franc a empêché la pleine répercussion du renchérissement sur les prix exprimés en francs suisses. En effet, les prix sur les marchés internationaux sont montés, durant la période considérée, de 7,7% selon l'indice Moody, qui est calculé sur la base de données exprimées en dollars, et de 18,4% selon l'indice Reuter, qui est calculé sur la base de données exprimées en livres. Durant la même période, l'indice des marchandises produites en Suisse a baissé de 0,1%, contre 0,7% l'an passé. L'indice global des prix de gros s'est élevé ainsi de 1%, alors qu'il était descendu de 2,9% en 1975.

### L'évolution des marchés monétaire et financier

Durant la période examinée, qui s'étend du mois de mars au mois de juin, les taux d'intérêt ont continué à descendre sur les marchés suisses. Alors que les taux du marché monétaire ont atteint pratiquement leur plancher et que la baisse sur le marché des emprunts a cessé au mois de mai, tout au moins provisoirement, l'ajustement de certains taux que les banques appliquent à leurs comptes créanciers et débiteurs s'est poursuivi. Ces conditions n'étant pas soumises directement aux forces du marché, les établissements de crédit en avaient différé la modification lors des réductions générales effectuées l'an passé. La baisse continue des taux depuis le début de 1975 est due également au fait que la demande privée de capitaux demeure modeste et que la politique de liquidité menée par la Banque nationale, tenant compte de l'évolution des changes, vise à éviter des tensions passagères sur le marché de l'argent. Néanmoins, la base monétaire n'a guère augmenté pendant les cinq premiers mois de 1976, contrairement à ce qui s'était passé l'an dernier.

L'accroissement en un an de la masse monétaire  $M_1$ , qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue du secteur non bancaire domicilié en Suisse, s'est inscrit à 7,2% au mois de janvier, à 5,7% au mois de février et à 6,9% au mois de mars. Ainsi, l'augmentation moyenne a atteint 6,6%. Pour l'ensemble de 1976, la Banque nationale s'efforce de limiter cette progression à 6% en moyenne. L'accroissement de la base monétaire, qui comprend les billets en circulation et les avoirs en comptes de virements de l'économie à la Banque nationale, ne doit pas dépasser 6%, déduction faite des crédits de refinancement. Durant les trois premiers mois de l'année, le numéraire est resté, comme aux mois de septembre et de décembre, à un niveau légèrement inférieur à celui des périodes correspondantes de l'année précédente, tandis que les dépôts à vue ont dépassé leur état antérieur de 10,1% à 12,5%. Le léger fléchissement du numéraire s'explique par la conjoncture et par la diminution du renchérissement, alors que l'augmentation des dépôts à vue est due surtout à une réduction des dépôts à terme, provoquée par l'évolution des taux d'intérêt.

Du début de l'année à la fin du mois de mai, l'institut d'émission a créé des moyens de paiement pour un

montant de 7,9 milliards de francs en intervenant sur le marché des changes, et a résorbé 5,9 milliards de francs lors de la conversion obligatoire à la Banque nationale à laquelle sont soumises certaines exportations de capitaux. L'économie a neutralisé pratiquement la création nette de moyens de paiement en faisant transférer 1,9 milliard de francs de ses comptes à la Banque nationale sur ceux de la Confédération. Bien qu'au mois de février, l'Etat ait remboursé à l'institut d'émission un crédit en monnaie étrangère s'élevant à 0,7 milliard de francs, ses avoirs nets à la Banque nationale ont augmenté de 1,2 milliard et se sont inscrits à 2,8 milliards de francs. Pendant les cinq premiers mois de l'année, la base monétaire épurée est donc restée stable, alors qu'elle s'était accrue de 1,7 milliard de francs durant la même période de 1975. Environ 1,5 milliard de francs, qui figurent aux comptes de la Confédération, sont pratiquement stérilisés. Il s'agit de fonds que, d'entente avec l'institut d'émission, l'Etat s'est procurés d'avance, profitant des bonnes dispositions du marché des capitaux afin d'alimenter sa trésorerie pour le second semestre et pour l'an prochain.

Aux mois de mars et d'avril, les grandes banques ont réduit de nouveau les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme. Dès lors, les taux s'étendent de 1% pour les dépôts à trois mois, à 2¼% pour les dépôts à un an. A la fin de 1975, ils variaient de 2½% à 4½% suivant la durée. A partir de la mi-janvier, le taux des euro-francs à trois mois s'est inscrit entre 1% et 2%, tandis que le taux des euro-dollars de même durée a oscillé entre 5% et 6% jusqu'à la mi-mai. Depuis lors, il suit la tendance à la hausse observée sur le marché monétaire américain. Au mois de mars, les banques ont réduit de ½% le taux privé de l'escompte, l'abaissant à 4½%. Néanmoins, ce taux dépasse encore de 2% celui de l'escompte officiel. Durant le même mois, la Banque nationale a réduit de ¼% les taux spéciaux d'escompte pour effets de stocks obligatoires, les fixant à 2½% et à 2¾%. Certains taux d'obligations de caisse sont également descendus. Au mois d'avril, les grandes banques ont abaissé de ¼% les taux appliqués aux titres de durée minimale, les ramenant ainsi à 4½%. Toutefois, elles n'ont pas modifié les taux des autres titres, et les ont maintenus à 5% et à 5¼%. Au début du même mois, la convention zurichoise relative aux taux d'intérêt a abaissé les taux débiteurs de ¼% à ½%. En même temps, les principaux établissements ont réduit les taux des nouvelles hypothèques, qui, au début de l'année, avaient été déjà abaissés en partie. Etant donné qu'en certains cas les taux des anciennes hypothèques sont également descendus de ¼%, la différence de taux en fonction de la date de la mise en gage a pratiquement disparu. Du mois de décembre au début du mois de mai, le taux moyen des anciennes hypothèques a passé, dans douze banques cantonales, de 6% à 5,96%; le taux des nouvelles hypothèques sur logements et bâtiments industriels est descendu de 6,6% à 6,08%. Au mois d'avril, les banques ont réduit, en général, de ½% la rémunération des dépôts d'épargne. Dans douze banques cantonales, le taux moyen se chiffre actuellement à 4,33%. Le taux de renchérissement dépassant légèrement 2%, les épargnants perçoivent donc un intérêt réel.

Du mois de mars au mois de mai, l'approvisionnement du marché monétaire est resté très abondant. En fin de trimestre, les banques ont recouru à l'aide financière à court terme de l'institut d'émission. Sur les 4,5 milliards de francs empruntés, 2,5 milliards résultaient de swaps dollars contre francs d'une durée de 7 ou de 14 jours. Grâce à cette aide, les avoirs en comptes de virements que l'économie détient à la Banque nationale sont montés à 10,1 milliards de francs à la fin du trimestre. En général, ils ont dépassé nettement 6 milliards de francs. Lorsqu'ils sont descendus au-dessous de ce montant, l'institut d'émission a proposé aux banques des swaps dollars contre francs, ce qui a permis d'éviter une hausse passagère des taux d'intérêt à court terme.

Sur le marché des changes, la réévaluation du franc s'est accentuée. En procédant à des interventions parfois massives, la Banque nationale a pu limiter les fluctuations, sans être toutefois en mesure de contrecarrer la tendance fondamentale. Au mois de mai, le cours du dollar par rapport au franc est tombé, pour la première fois depuis le mois de juin 1975, au-dessous de 2,50; le cours du mark allemand est descendu pour la première fois au-dessous de 98. Par la suite, il a même été passagèrement au-dessous de 94. Il ressort d'une comparaison des cours moyens enregistrés aux mois de décembre et de mai, que le franc s'est réévalué de 5,9% par rapport au dollar et de 3,4% par rapport au mark. Il s'est apprécié respectivement de 33,1% et de 18,2% par rapport à des monnaies, telles la lire et la livre, dont le cours a fléchi davantage.

Calculée sur la base des cours en fin de mois et par rapport à la moyenne pondérée des monnaies des quinze pays dans lesquels la Suisse exporte le plus, la réévaluation s'est inscrite à 11% durant les cinq premiers mois de l'année.

La Banque nationale a conclu avec les sociétés suisses ayant une activité internationale une convention concernant les déclarations relatives à leurs mouvements de capitaux. Ces entreprises sont disposées à renseigner chaque mois la Banque nationale sur les transferts de revenus et de capitaux prévus pour le mois suivant, ainsi qu'à lui remettre une fois par an des données concernant les fonds qu'elles peuvent facilement rapatrier, c'est-à-dire les placements en monnaies étrangères d'une durée égale ou inférieure à six mois. La convention est entrée en vigueur le 1er mai; sa durée a été fixée provisoirement à un an. Son but est d'améliorer encore la transparence du marché des changes. Elle complète les deux conventions concernant les déclarations relatives aux transactions sur devises au comptant et à terme d'un montant de 5 millions de dollars au moins, que la Banque nationale avait conclues l'an passé avec les banques ayant une activité internationale et avec les sociétés multinationales. La nouvelle convention s'ajoute également aux déclarations des banques faites sur la base de dispositions légales et relatives aux avoirs propres de ces établissements en devises.

D'entente avec la Banque nationale, le Conseil fédéral a adopté l'ordonnance du 14 avril 1976 réagissant l'importation de billets de banque étrangers. A partir du 21 avril, l'importation est limitée à la contre-valeur de 20 000 francs par personne et par trimestre. Pour faciliter le tourisme, le commerce extérieur et le trafic des paiements, la Banque nationale peut admettre l'importation de montants supérieurs. Le 1er mai, une convention entre les banques suisses et l'institut d'émission est entrée en vigueur. Aux termes de celle-ci, les banques s'engagent à ne plus accepter de billets de 50 000 ou de 100 000 liras, ni de chèques libellés en liras et portant la mention «payable en Italie seulement». Les établissements non bancaires qui procèdent à des opérations de change à titre professionnel ont également été invités à signer la convention, dont les parties ont fixé provisoirement l'échéance à la fin de l'année. Cet accord est avant tout un geste envers notre voisin, qui, en raison de ses difficultés monétaires, a interdit l'exportation de certains billets. Quant à l'ordonnance, il s'agit d'une mesure de politique monétaire, car les afflux de capitaux en Suisse influent sur les cours des changes, même s'ils prennent la forme inhabituelle de transferts de billets.

Au cours de la période examinée, la capacité d'absorption du marché financier est restée très bonne. Une fois de plus, la Banque nationale a pu renoncer à fixer un plafond aux émissions. La commission compétente a admis tous les emprunts annoncés pour le deuxième trimestre. Le programme comprend finalement 40 émissions, qui doivent prélever de l'argent frais sur le marché pour un montant de 1,7 milliard de francs et permettre des conversions pour un montant de 0,4 milliard de francs. Sur l'ensemble de l'argent frais, 895 millions de francs, ou 52%, reviennent à des collectivités publiques et 405 millions de francs, ou 23%, à des sociétés productrices d'énergie. La demande privée de capitaux est donc demeurée faible. En revanche, celle de la Confédération a atteint 2,4 milliards de francs durant les cinq premiers mois de l'année; l'Etat a recueilli 1,2 milliard de francs par l'émission de bons de caisse et un montant identique par l'émission de deux emprunts. A la fin du mois de mars, il a lancé avec un franc succès le second de ces emprunts, dont le montant était de 500 millions de francs, le taux de 5¼%, la durée, de 12 ans, et le prix d'émission, de 99,75%.

Tous les emprunts lancés pendant la période examinée ont pu être placés avec succès. Des possibilités de placements plus intéressantes que celles du marché des obligations ont fait souvent défaut, en raison de la situation dans le secteur immobilier et des taux d'intérêt très bas fixés sur le marché monétaire. Observant avec scepticisme les perspectives conjoncturelles, les in-

vestisseurs ne se sont pas encore lancés dans d'importantes opérations en bourse. Puisque les afflux de fonds dans les banques étaient élevés et que le recours au crédit demeurait faible, ces établissements ont offert, comme au début de l'année, davantage de capitaux au marché des obligations. Après que les cantons et les banques cantonales eurent réduit le taux de leurs emprunts de 6½% à 5¼%, en trois étapes franchies aux mois de janvier et de février, ils l'ont abaissé à 5½% à partir du mois de mars. Cette évolution a influé sur le résultat des souscriptions. Les investisseurs ne pouvant plus s'attendre à une hausse rapide des cours, ils n'ont plus souscrit, comme au mois de janvier, pour des montants dépassant plusieurs fois les sommes demandées. L'attitude plus sélective des investisseurs, déjà observée au mois de février, s'est renforcée pendant la période examinée. Par conséquent, l'écart entre les rendements des titres émis par les différentes catégories de débiteurs a augmenté, passant à 1¼%. Les investisseurs ont marqué une préférence très nette pour les obligations émises par les collectivités publiques. Toutefois, la Confédération a affaibli sa position particulière en recourant très fréquemment au marché. Les cours des emprunts émis par des sociétés industrielles, qui, au mois de février, étaient déjà descendus parfois au-dessous du prix d'émission, ont subi des pressions identiques dans les mois suivants. Il est arrivé également que les cours des emprunts 5½% émis par des débiteurs de premier ordre descendent au-dessous du prix d'émission. Ce phénomène ne marquait pas un revirement de tendance, mais montrait que le marché des capitaux passait par une phase de stabilisation, après l'évolution rapide des premiers mois de l'année. Oscillant actuellement autour du prix d'émission, les cours indiquent qu'un nouvel équilibre s'est formé. Le rendement moyen des obligations fédérales, qui s'inscrivait encore à 6% au début de l'année et était descendu à 5,29% à la fin du mois de février, a atteint son niveau le plus bas de l'année, soit 5,14%, à la fin du mois de mars. Depuis la mi-avril, il oscille autour de 5,2%. Par des interventions modestes et temporaires, la Banque nationale a contribué à cette stabilisation des cours. Actuellement, les investisseurs préfèrent de nouveau les titres de durée moyenne, qu'il s'agisse d'emprunts nouveaux ou anciens. La Confédération a tenu compte de ces circonstances dans son programme d'émission réalisé au début du mois de juin. Sur un montant total de 550 millions de francs, 300 millions proviennent d'un emprunt 5¼% d'une durée de onze ans et d'un prix d'émission de 99,75%, alors que 250 millions de francs sont dus au lancement d'obligations de caisse 5% d'une durée de six ans et d'un prix de 100%. L'émission d'obligations de caisse doit permettre la conversion de titres analogues dont la durée s'étendait de 1971 à 1976 et dont le montant s'inscrivait à 100 millions de francs.