

Rapport

sur la situation économique et monétaire remis
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse
pour sa séance du 10 septembre 1976

Tendances conjoncturelles internationales

La reprise économique enregistrée depuis quelque temps dans les principaux pays industrialisés s'est ralentie sensiblement au deuxième trimestre. La reconstitution de stocks, fortement réduits durant la récession, qui avait contribué à la relance de façon prépondérante, paraît s'être ralentie. L'accélération de la demande qu'avaient provoquée, outre la reconstitution des stocks, les dépenses des collectivités publiques et la consommation de biens durables n'a pas entraîné, jusqu'à maintenant, d'accroissement notable des investissements dans l'industrie et l'artisanat. Le fait que l'appareil de production n'est pas encore utilisé complètement, que les perspectives de ventes demeurent incertaines et que les bénéfices sont peu satisfaisants dans la plupart des pays, a retardé l'expansion des investissements. En outre, la situation sur le marché du logement ne permet pas la reprise des investissements de construction. Les augmentations des dépenses publiques et les réductions d'impôts ont accru à tel point le déficit budgétaire de maints Etats qu'il semble impossible de poursuivre une politique anticyclique de déficit et qu'il paraît nécessaire de prendre des dispositions d'assainissement. Malgré la récession passée, la hausse des prix continue d'être élevée sur le plan international, à l'exception de quelques rares pays. Elle est due en partie au renchérissement de certaines matières premières.

Bien que l'expansion se soit ralentie, les pays industrialisés membres de l'OCDE comptent cette année, en moyenne, sur une croissance réelle de 5½%. La modération de la reprise économique limite les risques d'inflation et augmente les chances d'une expansion durable. Par ailleurs, elle retarde la résorption du chômage qui, dans plusieurs pays, demeure élevé.

Les problèmes que soulèvent les conditions économiques actuelles, en particulier les différences toujours plus grandes dans l'évolution des coûts et des prix enregistrée par les pays industrialisés, et, partant, le risque d'une désintégration croissante des relations économiques internationales ont été le thème de différentes rencontres (Assemblée annuelle de la Banque des Règlements Internationaux, Conseil des ministres de l'OCDE, Conférence au sommet de Porto Rico), qui ont eu lieu durant la période examinée. De façon générale, les participants ont constaté l'urgence d'une évolution économique plus équilibrée, aussi bien à l'intérieur des pays industrialisés que dans les relations entre ces pays. En menant une telle politique, il convient de donner la priorité à la lutte contre le renchérissement. Ainsi, il a été reconnu officiellement qu'une expansion inflationniste ne résout pas le problème du chômage, mais l'amplifie.

Dans l'ensemble, les participants sont tombés d'accord sur la nécessité de se contenter d'une croissance modérée durant ces prochaines années, même si le chômage diminue plus lentement qu'on ne le souhaite. Une expansion trop rapide ferait courir le danger d'un accroissement cumulatif de la demande, dont les effets inflationnistes seraient d'autant plus marqués que les investissements destinés à l'extension de l'appareil de production ont été très faibles pendant les années de récession. A court terme, des goulots d'étranglement pourraient donc se former. Par conséquent, les efforts de relance devraient tendre à stimuler l'investissement plutôt que la consommation privée ou publique. Il conviendrait d'adapter la politique budgétaire au rythme ralenti de croissance, en réduisant les déficits considérables des collectivités publiques. Il y aurait lieu non seulement de tempérer la hausse des prix, mais encore d'équilibrer davantage les balances des revenus. A ce sujet, les Etats membres de l'OCDE ont prorogé d'un an les dispositions par lesquelles ils s'engagent à ne pas prendre de mesures commerciales restrictives pour diminuer le déficit de leur balance des revenus. Les discussions que les représentants des Etats industrialisés et des pays en développement ont entamées cette année sous le nom de dialogue nord-sud, et qui ont pour objet une nouvelle réglementation du commerce international des matières premières, les dettes accumulées par les pays en développement et d'autres problèmes n'ont pas permis, jusqu'à présent, de réaliser de progrès importants, les divergences de vues demeurant considérables.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En République fédérale d'Allemagne, la reprise économique que les mesures prises par les autorités avaient déclenchée au milieu de 1975 et qui s'était accélérée au début de cette année, s'est affaiblie au cours des derniers mois. La demande intérieure étant faible, le volume des commandes à l'industrie a diminué légèrement au deuxième trimestre. En revanche, l'expansion de la demande extérieure s'est accentuée quelque peu; les entrées de commandes ont augmenté de 5% d'un trimestre à l'autre. L'accroissement sensible des nouvelles commandes que, pour la première fois, l'industrie des biens d'équipement a enregistré concerne surtout l'industrie des machines. Par contre, la demande de biens de consommation s'est ralentie. La demande intérieure de biens d'équipement a été particulièrement décevante. Au cours des mois prochains, une hausse des prix et une baisse des coûts salariaux par unité produite pourraient améliorer les revenus des entreprises. Durant le deuxième trimestre, ces coûts étaient montés sensiblement en raison d'ajustements rétroactifs des salaires, ce qui avait interrompu l'accroissement des bénéfices.

La production industrielle a progressé à tel point que, dans le cas le plus défavorable, la croissance du produit national brut se chiffrera entre 5% et 5½% cette année.

Au mois de juillet, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation s'inscrivait à 4,1%, niveau le plus bas depuis le mois de mars 1971. Par rapport aux mois précédents de l'année en cours, le renchérissement s'est également atténué. Par contre, la hausse des prix appliqués dans le commerce extérieur et celle des prix de gros dans l'industrie ont tendance à s'accroître depuis quelque temps.

Contrairement aux prévisions, le nombre de chômeurs a de nouveau augmenté cet été. Au mois de juillet, ils étaient 944 600, soit 90 600 seulement de moins qu'au cours de la même période de l'année précédente. Par contre, le chômage partiel a continué de diminuer. A la mi-juillet, le nombre des chômeurs partiels se chiffrait à 82 800; il avait ainsi décliné d'environ 570 000 en un an.

Les données les plus récentes relatives à l'économie de la *Grande-Bretagne* font planer des doutes sur le cours d'une conjoncture dont la reprise demeure timide; il n'est pas encore possible de savoir si la diminution de la production industrielle au mois de juin et le fait que le chômage a atteint un nouveau record au mois d'août sont dus à des facteurs particuliers, telle une sécheresse tenace. Aussi bien la balance des revenus que celle du commerce se sont soldées au mois de juillet par un déficit supérieur à celui des mois précédents. Les importations accrues d'équipements destinés à la recherche de pétrole en mer du Nord en sont une des causes. En outre, le volume des exportations a diminué de 5%. Comme l'excédent de la balance des services a continué de s'inscrire à 130 millions de livres au mois de juillet, le déficit de la balance des revenus s'est chiffré à 394 millions. Durant les sept premiers mois de 1976, il a atteint 1041 millions de livres, alors qu'il s'était monté à 1700 millions pendant toute l'année précédente.

Au mois de juillet, le renchérissement annuel a diminué de moitié par rapport à la période correspondante de 1975. Il s'est inscrit à 12,9% et reste donc beaucoup plus élevé que dans la plupart des autres pays industrialisés.

Selon une enquête de l'association des industriels, ceux-ci paraissent avoir repris confiance, bien que seul un quart des entreprises utilise complètement son appareil de production. L'association estime que le volume des investissements augmentera de 10% à 15% au cours des douze prochains mois. Les grandes entreprises, en particulier, envisagent de se moderniser et de s'étendre. Les fabricants de véhicules surtout ont adopté des plans de constructions.

L'expansion vigoureuse qui a repris en *France* au quatrième trimestre de l'an passé, a presque cessé durant ces derniers mois. Du mois de mars au mois de juin, la production industrielle n'a plus augmenté. En raison de la faiblesse des investissements, qui continuent à être stimulés presque exclusivement par les pouvoirs

publics, le ralentissement pourrait se poursuivre au cours des prochains mois. L'Institut national de la statistique et des études économiques prévoit, pour cette année, une diminution réelle de 2% des investissements effectués dans l'industrie privée. La hausse rapide et continue des salaires, le renchérissement de nombreuses matières premières et la tendance à la hausse des taux d'intérêt semblent freiner l'investissement privé. L'accroissement de la consommation, moteur de l'expansion depuis le milieu de 1975, continue à se concentrer sur un nombre de branches limité.

La France n'est pas parvenue, jusqu'à maintenant, à réduire sensiblement l'inflation qui a subsisté depuis la dernière phase de hausse. Au mois de juillet, le taux de renchérissement annuel s'est chiffré à 12%. Le déficit budgétaire, l'extension rapide de la masse monétaire, ainsi que les majorations de salaires et de traitements paraissent être les causes principales de ce phénomène.

Comme les importations se sont accrues de 25% et que les exportations ont augmenté de 15% seulement au premier semestre, l'excédent de 5,44 milliards de francs par lequel la balance commerciale s'était soldée durant la période correspondante de l'an passé s'est transformé en un déficit d'un montant à peu près équivalent.

La reprise économique qui a commencé il y a quelques mois en *Italie* s'est accentuée. Après une accélération passagère de la demande intérieure jusqu'au milieu de l'année, l'expansion a résulté toujours davantage des exportations. Si l'industrie est loin d'avoir compensé la réduction de production à laquelle elle avait été contrainte ces dernières années, elle compte atteindre de nouveau, en 1976, le niveau de 1974. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, la production industrielle a augmenté d'environ 8% au premier semestre. Les ventes de fibres synthétiques, qui avaient diminué très fortement durant les deux dernières années, se sont accrues de plus de 45% durant la première moitié de 1976. Les livraisons de meubles et de véhicules ont augmenté aussi vigoureusement. Par contre, les branches qui dépendent de la construction n'ont guère, jusqu'à maintenant, profité de la reprise. L'association des industriels estime que les investissements progresseront de 3,6% cette année. La part principale de cet accroissement devrait revenir aux investissements de rationalisation.

Les taux d'intérêt demeurent élevés. L'obligation de déposer un montant égal à 50% des achats de devises, qui a été prorogée d'un trimestre et reste donc en vigueur jusqu'au mois de novembre, réduit la liquidité du marché monétaire. Le dépôt à l'importation et le tourisme estival ont provoqué une amélioration de la balance des paiements et, par conséquent, du cours de la lire. Pour la première fois depuis une année, la balance des paiements s'est soldée par un excédent au mois de juillet. Le surplus a atteint 930 milliards de lire. Durant les sept premiers mois de l'année, l'Italie a enregistré un déficit supérieur à 2000 milliards de lire.

Bien que la hausse mensuelle des prix ait diminué légèrement pour se chiffrer à 0,5% au mois de juin et à 0,6% au mois de juillet, le renchérissement en un an s'est inscrit à 16,1%, de sorte que l'Italie est restée à la tête des pays européens en proie à l'inflation.

Aux *Etats-Unis*, le ralentissement de la croissance économique au deuxième trimestre a restreint considérablement le risque d'une surchauffe inflationniste et a donc amélioré les perspectives d'une expansion durable. L'évolution de la croissance du produit national brut réel, dont le taux a passé, sur une base annuelle, de 9,2% au premier trimestre à 4,4% au deuxième trimestre, est due au ralentissement cyclique dans la constitution des stocks, à la lenteur des investissements industriels et à l'affaiblissement de la consommation privée. Le renchérissement s'est atténué légèrement. Au mois de juillet, la hausse en un an des prix à la consommation s'inscrivait à 5,4%, celle des prix de gros à 4,9%. Les prix des denrées alimentaires, qui avaient fait monter particulièrement l'indice des prix de détail, ont suivi un cours nettement plus satisfaisant.

Vers la fin du deuxième trimestre, l'expansion de la production industrielle s'est ralentie. Les taux d'accroissement enregistrés aux mois de juin et de juillet, qui se sont chiffrés respectivement à 0,3% et à 0,2%, ont été les plus bas de l'année. Au deuxième trimestre, la construction de logements n'a pas dépassé le niveau du trimestre précédent. En raison de la tension que subit le marché hypothécaire, il ne faut pas s'attendre à un essor marqué au cours des prochains mois.

Au premier et au deuxième trimestre, les taux de salaires fixés dans les conventions collectives sont montés respectivement de 7,6% et de 6,8%. Leur hausse avait été plus forte l'année précédente. En revanche, les bénéfices des entreprises ont continué de progresser vigoureusement.

Comme les importations de pétrole ont augmenté de façon extraordinaire, le déficit de la balance commerciale a passé à 827,1 millions de dollars au mois de juillet. Ce montant n'est inférieur que de 50 millions au chiffre record atteint au mois d'août 1974. Durant les sept premiers mois de l'année, le déficit s'est inscrit à 1875,2 millions de dollars, alors que la balance commerciale s'était soldée par un excédent de 6084,7 millions au cours de la période correspondante de 1975.

Au *Japon*, la forte augmentation des exportations contribue de façon prépondérante à l'expansion persistante. Ainsi, les accreditifs destinés au financement préalable des exportations se sont accrus de 22,5% au mois de juillet par rapport à la période correspondante de 1975. Durant les quatre premiers mois de cette année, les livraisons à l'étranger ont progressé de 9% en moyenne. Au mois de mai, l'augmentation s'est montée à 20,9%. Elle a atteint 26,7% au mois de juin. En raison des appréhensions croissantes que l'essor des exportations japonaises a suscitées à l'étranger et des interventions qu'ont effectuées alors les autorités américaines, le

gouvernement japonais a annoncé que la progression des exportations allait bientôt ralentir. Selon les prévisions, il ne faut guère y compter avant l'automne. Toutefois, certains signes semblent indiquer déjà une telle tendance. Ainsi, le montant des commandes que les quatorze sociétés japonaises les plus importantes ont reçues de l'étranger au mois de juin a été inférieur de 2,2% à la somme correspondante enregistrée en 1975. En outre, les exportations d'automobiles ont diminué durant le même mois. Contrairement aux exportations, les importations sont restées plus faibles que l'an passé. Au mois de juillet, la balance commerciale s'est soldée par un excédent, pour la sixième fois consécutive, et les réserves monétaires se sont élevées au niveau atteint avant la crise pétrolière.

Toutefois, l'essor des exportations ne s'est pas étendu à toutes les branches. L'évolution de la production industrielle a donc varié fortement d'un secteur à l'autre. Le taux de chômage semble s'être stabilisé aux environs de 2%. Ce taux, assez exceptionnel au Japon, est dû surtout à la faiblesse persistante de l'investissement privé. La consommation privée demeure modeste, quoique les revenus réels recommencent à monter quelque peu. Le risque qu'une accélération croissante de la conjoncture renforce l'inflation, préoccupe particulièrement le gouvernement. Les prix à la consommation dépassent d'environ 9% le niveau de l'an passé, alors que les prix de gros l'excèdent de près de 7%.

Les événements monétaires internationaux

Si la récession de l'an passé avait aidé à réduire nettement le déséquilibre des balances des revenus que le renchérissement du pétrole avait accentué subitement en 1974, la reprise conjoncturelle a eu pour conséquence un nouvel accroissement des importations au cours de ces derniers mois et, partant, une nouvelle augmentation des déficits et des excédents, aussi bien entre pays industrialisés qu'entre pays producteurs de pétrole et pays industrialisés. Parmi les balances des revenus des Etats membres de l'OCDE, seules celles de la République fédérale d'Allemagne, du Japon, des Pays-Bas et de la Suisse se soldent encore par un excédent, alors que presque tous les autres pays enregistrent un déficit, souvent en forte expansion. Tel est, en particulier, le cas des Etats-Unis. Le Secrétariat de l'OCDE estime que, par rapport au reste du monde, les balances des paiements des pays membres se solderont cette année par un déficit de 20 milliards de dollars, contre 5,5 milliards en 1975.

Le déséquilibre accru des balances des paiements et les différences extraordinaires dans l'évolution des salaires et des prix des divers pays industrialisés, qu'illustre un taux d'inflation de 16,1% en Italie et de 1,5% en Suisse, ont déterminé la situation des marchés des changes pendant la période examinée. Ces marchés ont subi des perturbations fréquentes et des variations de cours qui ont pris souvent une ampleur sans commune mesure avec les données réelles de l'économie.

Au début du mois de juin, la livre sterling a été soumise à de fortes pressions. Les mouvements qui ont accompagné cette évolution ont raffermi considérablement le cours du franc suisse. Les banques centrales du Groupe des Dix (à l'exception de l'Italie), la Suisse et la Banque des Règlements Internationaux ont promis un crédit de 5,3 milliards de dollars et ont aidé ainsi à surmonter la crise de la livre. En concluant un accord qui proroge d'un an la limitation de l'expansion des salaires, le gouvernement et les syndicats ont contribué de façon prépondérante à la stabilisation. De plus, le gouvernement a pris des mesures pour diminuer le déficit budgétaire.

Au commencement du mois de juillet, le franc français a suscité quelques remous sur les marchés des changes. Après qu'il fut sorti du petit serpent monétaire, le cours du franc était descendu légèrement et, à ce niveau, avait suivi une voie presque parallèle à celle des monnaies du serpent. L'affaiblissement qui a suivi était dû surtout à l'évolution défavorable de la balance commerciale française, aux conséquences qu'a fait craindre la diminution des récoltes résultant de la sécheresse et à la persistance d'une inflation élevée par rapport à celle que subissait notamment la République fédérale d'Allemagne et les Etats-Unis. Bien que la Banque de France ait effectué des interventions parfois massives, qu'elle ait porté le taux de l'escompte de 8% à 9½% et que le contrôle des changes ait été renforcé en une certaine mesure, la baisse du franc a cessé à la mi-août seulement.

Comme aux mois de février et de mars, la faiblesse du franc français s'est répercutée sur le franc belge. Vers la fin du mois de juillet et, surtout, pendant la première quinzaine du mois d'août, il en est résulté des tensions dans le serpent monétaire européen. La spéculation contre le franc belge et, par la suite, contre le florin hollandais ainsi que contre la couronne danoise a fait supposer que le gouvernement allemand allait réévaluer le mark afin d'atténuer les tensions. Après que les banques centrales de Belgique et des Pays-Bas eurent relevé le taux de l'escompte à plusieurs reprises, que des interventions importantes eurent été effectuées sur les marchés des changes et que les autorités des pays intéressés eurent assuré ne pas vouloir modifier les cours médians fixés par rapport aux autres monnaies du serpent, les marchés européens des changes se sont apaisés pendant la seconde moitié du mois d'août.

Le cours du dollar est resté stable en général, mais a eu tendance à s'affaiblir durant la seconde quinzaine du mois d'août. Le ralentissement de la conjoncture américaine et le déficit croissant de la balance commerciale semblent être les causes de ce fléchissement. Après les élections italiennes du 20 juin et la décision d'imposer un dépôt à l'importation, le cours de la lire s'est raffermi vigoureusement. La période touristique favorable à la balance des paiements semble y avoir contribué pour une bonne part. La Banque d'Italie a pu accroître considérablement ses réserves monétaires.

Après avoir oscillé assez longtemps aux environs de 300 yens par dollar, la monnaie japonaise s'est raffermie légèrement. A la fin du mois d'août, le cours par rapport au dollar dépassait d'environ 3½%, le niveau enregistré à la fin du mois de mai. Il se pourrait que cette évolution résulte des observations faites au Japon en raison de l'excédent croissant de ses exportations et de sa politique monétaire tendant à maintenir systématiquement les cours du change à un bas niveau.

Le prix de l'or a baissé fortement à la suite de la deuxième vente à laquelle a procédé le Fonds monétaire international. Après que la première vente se fut effectuée, le 6 juin, au prix d'environ 126 dollars l'once de fin et que le prix fut descendu à environ 122 dollars au cours de la deuxième vente, la perspective de nouvelles cessions, un changement dans le mode de mise aux enchères et d'autres facteurs ont accéléré le fléchissement. A la fin du mois d'août, le prix du marché oscillait aux environs de 100 dollars l'once.

L'évolution de la conjoncture en Suisse

Les principales données économiques indiquent une légère reprise de la conjoncture au cours des derniers mois. En particulier, les chiffres relatifs à la production industrielle, aux exportations, aux importations, à la consommation d'énergie électrique dans l'industrie et l'artisanat, au degré d'occupation des entreprises et au marché du travail marquent une tendance à la hausse. Considérées avec un certain recul, les statistiques montrent que la conjoncture a atteint son point le plus bas au second semestre de 1975. A vrai dire, cette constatation ne s'applique pas à tous les secteurs de l'économie, car la situation a varié considérablement d'une branche et d'une industrie à l'autre. L'image générale d'une reprise, même modérée, ne concerne pas l'investissement dans l'industrie et l'artisanat, ni la construction de logements.

Il ressort des informations et des documents recueillis que la récession passée a réduit sensiblement les revenus et la liquidité dans l'industrie et l'artisanat. Jusqu'à maintenant, la reprise n'a pas amélioré beaucoup cette situation, mais s'est limitée essentiellement au chiffre d'affaires et au volume des commandes. Le processus d'assainissement qu'a provoqué l'accroissement de la concurrence et qui a mis à nu les points faibles des structures économiques se poursuit dans de larges secteurs.

Moteur de la reprise conjoncturelle, les exportations se sont accrues depuis le deuxième trimestre, par rapport à la période correspondante de l'an passé. Les branches qui dépendent fortement de la consommation, telles l'industrie chimique et l'industrie des textiles et de l'habillement, ont pu augmenter considérablement le volume de leurs livraisons à l'étranger. L'industrie des denrées alimentaires et du tabac a enregistré aussi une progression. Par contre, les exportations et les entrées de commandes ont continué à diminuer dans l'industrie des machines et appareils. Cette évolution reflète l'arrêt des investissements ou la faiblesse de leur reprise dans la

plupart des pays industrialisés. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le volume des exportations a augmenté de 28,2% au mois de mars, de 8,3% au mois d'avril, de 14,8% au mois de mai, de 6,2% au mois de juin et de 10% au mois de juillet. Si le volume des ventes à l'étranger marque donc une tendance continue et vigoureuse à la hausse, les exportateurs portent souvent un jugement défavorable sur l'évolution des affaires. Dans ces conditions, il est difficile à l'observateur d'avoir une vue très claire de la situation.

Depuis le deuxième trimestre, les importations également ont augmenté. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le volume des achats à l'étranger s'est accru de 15,4% au mois de mai, de 17,8% au mois de juin et de 14% au mois de juillet. Cette tendance très nette à la hausse est importante, car les importations indiquent l'évolution de la conjoncture en Suisse de façon relativement rapide et sûre. En volume, l'augmentation la plus forte a été celle des matières premières et produits semi-ouvrés, qui a atteint 30,9% au mois de mai et 29,1% au mois de juillet. La demande provenait surtout de l'industrie chimique et de l'industrie des textiles, dont les exportations se sont accrues sensiblement. Par contre, les achats à l'étranger de métaux et de produits en métal ont diminué, ce qui reflète la faiblesse des exportations dans l'industrie des machines et dans la métallurgie. Les importations de biens durables de consommation, notamment d'automobiles et de produits électroniques destinés aux loisirs ont progressé sensiblement. Les achats à l'étranger de textiles et d'articles d'habillement se sont accrues aussi.

Depuis le troisième trimestre de 1975, les prix à l'exportation n'ont pratiquement pas changé, ce qui est dû sans doute à l'intensification de la concurrence sur les marchés internationaux. Le fait que les prix à l'importation ont continué de diminuer durant les derniers mois s'explique en partie par l'évolution du cours du franc. Ainsi, les termes de l'échange se sont encore améliorés. En considérant cette tendance, il ne faut pas perdre de vue la réduction des marges bénéficiaires comprises dans les prix à l'exportation.

Comme l'augmentation des exportations a commencé plus tôt que celle des importations, la balance commerciale s'est soldée par un excédent continu depuis le mois de février, ce qui est exceptionnel en Suisse. Au cours des sept premiers mois de l'année, le surplus s'est chiffré à 480,9 millions de francs, alors qu'un déficit de 1 456,3 millions s'était formé durant la période correspondante de 1975.

L'accélération de la demande, due surtout aux exportations, a entraîné un accroissement de la production industrielle et une légère augmentation de l'énergie consommée par l'industrie et l'artisanat. Une utilisation un peu meilleure de l'appareil de production en est résultée aussi. Selon les estimations, elle s'est inscrite à la fin du deuxième trimestre à 80% en chiffre rond, ce qui correspond environ au niveau atteint au premier trimestre de l'an passé. Puisque l'utilisation de l'appareil de pro-

duction s'est améliorée légèrement, que les coûts résultant de la constitution de stocks ont diminué fortement, que les prix à l'importation ont baissé ou n'ont pas changé, que les charges dues aux intérêts se sont allégées et que les majorations de salaires sont demeurées modestes, la pression des coûts s'est atténuée. Les statistiques étant insuffisantes, il n'est toutefois pas possible de se faire une idée précise du cours que les revenus des entreprises ont suivi. Cependant, les informations disponibles indiquent que l'industrie d'exportation a dû faire des concessions sur les prix afin de conserver ses marchés, que les prix ont baissé considérablement dans l'industrie du bâtiment et que cette évolution des deux branches s'est répercutée défavorablement sur leurs revenus. De plus, les lacunes que comportent, en particulier dans les amortissements, les méthodes budgétaires et comptables de certaines entreprises ont commencé à se faire sentir douloureusement.

Le retour de très nombreux travailleurs étrangers dans leur pays d'origine a fait diminuer, pour la première fois depuis longtemps, la population suisse; elle s'est réduite de 4000 personnes en chiffre rond. Si le nombre de consommateurs a donc décliné, la consommation privée s'est stabilisée, à en juger par le chiffre d'affaires du commerce de détail. Au mois de juin, le chiffre d'affaires réel a augmenté, ce qui était dû sans doute aux variations saisonnières.

Sur le marché du travail, la situation s'est détendue sensiblement. A la fin du mois de juillet, le nombre de chômeurs complets s'inscrivait à 15 422, ce qui correspond à la moitié du chiffre atteint au mois de février et à un taux de chômage de 0,5%. Le nombre de chômeurs partiels a varié de façon analogue. Conformément à cette évolution, le nombre de places vacantes enregistrées par les offices du travail a augmenté graduellement depuis le mois de janvier. A la fin du mois de juillet, il se chiffrait à 5629. Ce sont surtout l'industrie de l'habillement et des textiles, l'industrie de la construction et la métallurgie qui cherchent de la main-d'œuvre. La récession avait particulièrement touché ces branches, où le départ des travailleurs étrangers se fait maintenant sentir. Ici ou là, les entreprises affirment même avoir des difficultés à trouver du personnel.

L'image générale d'une reprise, même modérée, ne concerne pas l'investissement dans l'industrie et l'artisanat, ni la construction de logements. Les mesures de soutien qu'ont prises les pouvoirs publics ont limité la récession ou l'ont même empêchée parfois; elles n'ont pas provoqué de relance. Néanmoins, le nombre de constructions nouvelles et d'agrandissements projetés dans l'industrie s'est stabilisé. Il s'est agi surtout de rénovations et de transformations, les agrandissements étant rares.

Dans la construction de logements aussi, on constate un ralentissement graduel de la diminution, mais pas encore de reprise. Au deuxième trimestre, le nombre de constructions autorisées dans les 92 villes a diminué de 53,1%, par rapport à la même période de l'an passé. Il

correspond à celui de 1958. Les mesures tendant à encourager la rénovation de bâtiments ont aidé sensiblement l'industrie de la construction et les branches connexes.

Les prix ont suivi un cours réjouissant. Du mois de décembre à la fin du mois de juillet, l'indice des prix à la consommation est monté de 0,5%. Certes, le renchérissement en un an a passé de 1,1% au mois de juin, taux le plus bas depuis 1960, à 1,5% au mois de juillet. Toutefois, cette évolution était due à la baisse de l'indice au mois de juillet 1975. En raison de la hausse considérable enregistrée sur les marchés internationaux aux matières premières, l'indice des prix de gros relatif aux marchandises importées a marqué une hausse annuelle de 2,6% au mois de juin et de 2,5% au mois de juillet, l'évolution des cours de change n'ayant pas compensé totalement le renchérissement.

Puisque les prix des marchandises suisses ont continué de baisser, l'indice global des prix de gros est monté, par rapport à la période correspondante de 1975, de 0,2% au mois de juin et de 0,5% au mois de juillet.

L'évolution des marchés monétaire et financier

Comme l'approvisionnement en liquidités a été abondant et que l'affaiblissement notable du renchérissement s'est poursuivi, les taux d'intérêt ont continué de baisser du mois de juin au mois d'août, bien que la demande de crédit se soit accélérée et que l'afflux d'épargne dans les banques se soit ralenti pendant la période examinée.

La masse monétaire M_1 , qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue du secteur non bancaire domicilié en Suisse, a dépassé de 9,4%, à la fin du mois de juin, l'état à la même date de l'année précédente. En moyenne, le taux d'accroissement annuel s'est chiffré à 7% durant les six premiers mois de 1976. Pour l'ensemble de l'année, la Banque nationale s'efforce de limiter cette augmentation à 6%. Du mois de janvier au mois de juin, l'accroissement annuel moyen des dépôts à vue s'est inscrit à 12%, alors que le numéraire a diminué de 0,7%, car il réagit à l'accélération de la conjoncture avec un certain retard. La forte augmentation des dépôts à vue est due surtout à la conversion de dépôts à terme qui, à la fin du mois de juin, étaient inférieurs de 9,6% à l'état correspondant de 1975.

La base monétaire épurée, qui était restée pratiquement stable durant les cinq premiers mois de l'année, s'est, à court terme, fortement étendue au mois de juin, en raison des achats massifs de devises que la Banque nationale a effectués sur le marché des changes. La contre-valeur de ces opérations, qui visaient à tempérer une tendance aiguë à la hausse de notre monnaie, a atteint 3 milliards de francs. La conversion obligatoire en dollars à laquelle sont soumises certaines exportations de capitaux a permis à l'institut d'émission de reprendre 1,3 milliard de francs. L'accroissement net de 1,7 milliard de francs a été résorbé en grande partie au

mois de juillet, après le dénouement des opérations que les banques avaient faites en vue de l'échéance semestrielle. Tandis que la Confédération a stérilisé 950 millions de francs, produit de deux nouveaux emprunts, sur son compte à la Banque nationale, l'institut d'émission a imposé, pour un montant de 0,5 milliard de francs, la constitution d'avoirs minimaux supplémentaires sur les engagements des banques envers l'étranger. Compte tenu des capitaux que, au mois de janvier, la Confédération s'était déjà procurés par précaution et avait stérilisés, les fonds de l'Etat bloqués volontairement à la Banque nationale se montaient à 2,25 milliards de francs à la fin du mois de juillet.

Les taux d'intérêt que les grandes banques appliquent aux dépôts à terme sont restés au niveau très bas de 1% pour les fonds de 3 à 5 mois, de 1¼% pour les fonds de 6 à 11 mois et de 2¼% pour les fonds d'une année. Le taux des euro-francs à trois mois est demeuré constamment au-dessous de 2%, alors que le taux correspondant des euro-dollars s'est inscrit à plus de 6% au mois de juin, puis entre 5½% et 6% aux mois de juillet et d'août. Lorsque la Banque nationale a pris des mesures, au mois de juin, afin d'éviter une hausse supplémentaire du cours du franc, elle a réduit les taux officiels de ½% à partir du 8 juin, abaissant ainsi à 2% le taux de l'escompte et à 3% le taux des avances sur nantissement. Ces taux n'étaient pas descendus à un tel niveau depuis le mois de juin 1964. Comme différentes banques centrales ont relevé leurs taux officiels, à plusieurs reprises dans certains cas, les taux suisses sont aussi très bas sur le plan international. Depuis le 10 juin, les deux taux spéciaux d'escompte pour effets de stocks obligatoires sont abaissés de ¼% et fixés à 2¼% et à 2½%. Par contre, les banques ont maintenu le taux d'escompte privé à 4½%. Vers la fin du mois d'août, elles ont réduit la rémunération de certaines obligations de caisse. Ainsi, les grandes banques ont fait passer de 4½% à 4¼% le taux appliqué aux titres d'une durée de 3 à 5 ans et de 5¼% à 5% le taux des obligations de caisse de 7 à 8 ans. En revanche, elles n'ont pas modifié le taux appliqué aux titres de 5 à 6 ans, qui demeure à 5%. Beaucoup d'établissements ont restreint la rémunération des dépôts d'épargne. Dans douze banques cantonales, le taux moyen est descendu de 4,33% au mois de mai à 4,08% au mois d'août. Dans les mêmes établissements et durant le même laps de temps, le taux moyen des hypothèques de premier rang sur logements et bâtiments industriels a passé de 6,02% à 5,81%, celui des anciennes hypothèques de 5,96% à 5,79%. Au mois d'août, les débiteurs suisses de premier ordre ont émis des emprunts au taux nominal de 5¼%, le réduisant ainsi de ¼%. De la fin du mois de mai à la fin du mois d'août, le rendement moyen des obligations de la Confédération est descendu de 5,20% à 4,99%.

Pendant la première quinzaine du mois de juin, l'approvisionnement du marché monétaire a été particulièrement abondant, en raison surtout des achats massifs que la Banque nationale a effectués sur le marché des changes. A la mi-juin, les avoirs en comptes de virements que l'économie détient à l'institut d'émission ont atteint

7,7 milliards de francs. Néanmoins, les banques ont recouru à la Banque nationale pour financer l'échéance semestrielle. L'aide accordée s'est même chiffrée à 3,9 milliards, contre 3,5 milliards un an auparavant. Les swaps à court terme dollars contre francs se sont montés à 2,3 milliards de francs, les crédits de forme classique, à 0,6 milliard, alors que la mise en pension de réscriptions de stérilisation s'est inscrite à 1 milliard de francs. Au mois de juillet, la libération et, pratiquement, la stérilisation de deux emprunts de la Confédération ont retiré du marché 950 millions de francs. Au début du même mois, l'institut d'émission a communiqué aux banques qu'il majorait, à partir du 26 juillet, les avoirs minimaux sur les engagements envers l'étranger. En exigeant 65% de l'état de base, et non plus 10%, la Banque nationale voulait stériliser environ 1 milliard de francs afin de résorber l'accroissement de la base monétaire que ses interventions sur le marché des changes avaient entraîné. La situation s'est modifiée par le fait que l'évolution des changes au mois de juillet n'a pas nécessité beaucoup d'interventions, tandis que des exportations importantes de capitaux soumises à la conversion obligatoire ont provoqué une forte résorption de moyens de paiement créés par l'institut d'émission. La Banque nationale a donc décidé de réduire ses exigences à 500 millions de francs. Pour des raisons techniques, les banques ont dû verser le montant prévu tout d'abord, et l'institut d'émission leur en a remboursé immédiatement la moitié. Comme ces deux opérations se sont effectuées peu avant la fin du mois, la Banque nationale a aidé les banques à financer l'échéance en leur offrant des swaps dollars contre francs de durées qui s'étendaient jusqu'à un mois. Les swaps se sont inscrits à 2,1 milliards de francs à la fin du mois.

Au mois d'août également, les interventions sur le marché des changes et les conversions dues à des exportations de capitaux ont entraîné, au total, une diminution des moyens de paiement créés par l'institut d'émission. Tenant compte de cette évolution qui équivalait à une réduction des disponibilités bancaires, la Banque nationale a conclu des swaps d'une durée d'un mois. Comme elle a prorogé d'un mois également les swaps, échus avant le 1er septembre, qu'elle avait effectués pour financer l'échéance du mois de juillet, l'ensemble des swaps s'est chiffré à 1,7 milliard de francs à la fin du mois d'août. Ainsi, une hausse des taux d'intérêt à court terme a pu être évitée.

Quand, au début du mois de juin, les perturbations ont repris sur les marchés des changes, la demande de francs suisses s'est accrue considérablement. Le cours du franc atteignant un niveau qui ne correspondait plus à la réalité économique, la Banque nationale a pris une série de mesures. Elle s'est déclarée résolue à intervenir sur le marché des changes, le cas échéant de façon massive, et s'est réservé de bloquer sans rémunération, conformément à l'ordonnance du 22 janvier 1975 relative à la stérilisation du produit en francs suisses des interventions sur le marché des changes, la contre-valeur en francs des dollars achetés. De cette façon, l'institut d'émission entendait résorber des fonds pendant quel-

ques semaines, car, pour des raisons techniques, l'accroissement des avoirs minimaux qui doit remplir la même fonction ne peut s'effectuer qu'une fois par mois. Finalement, la Banque nationale a pu renoncer à user de cette compétence.

L'institut d'émission a réduit de 50% à 30% de l'état au 31 octobre 1974, avec effet au 8 juin, le volume autorisé des ventes de francs suisses à des étrangers, dont le terme n'excède pas dix jours, et de 60% à 40%, avec effet à la fin du mois de juillet, le volume des ventes dont le terme dépasse dix jours. Cette mesure a pour but de contrecarrer les tentatives d'éluder les dispositions relatives à l'intérêt négatif et à l'interdiction de rémunérer les fonds étrangers. Avec effet au 8 juin, la Banque nationale a abaissé de 1/2% le taux de l'escompte et le taux des avances sur nantissement, les faisant passer respectivement à 2% et à 3%. Elle tentait par là d'accroître l'écart entre les taux suisses et étrangers, afin d'influer sur les cours de change, ainsi que de réduire encore les taux des effets réescomptables destinés au financement d'exportations. Dans le même contexte, il y a lieu de souligner le renforcement, avec effet dès le 1er juin, des dispositions relatives à la rémunération des fonds étrangers. L'accroissement des fonds versés sur dépôts d'épargne, carnets ou livrets de dépôt, jusqu'au montant duquel il n'est pas interdit de rémunérer, a été abaissé de 50 000 à 20 000 francs. Il se calcule toujours à partir de l'état au 31 octobre 1974.

La Banque nationale a conclu avec les banques disposant de succursales ou de filiales à l'étranger une convention qui est entrée en vigueur le 15 juin. Selon cet accord, les banques enjoignent à leurs succursales et filiales de s'abstenir d'effectuer des transactions qui seraient visiblement des spéculations sur le franc. Elles renoncent à procéder, depuis la Suisse, à des dépôts en euro-francs ou à des placements directs en francs suisses pour leurs filiales ou succursales étrangères.

Les mesures prises par la Banque nationale et des réactions techniques aux distorsions de cours qui s'étaient produites au début du mois de juin ont fait monter à 2.52 le cours du dollar par rapport au franc suisse, après qu'il fut descendu à 2.38. Le cours du mark allemand s'est élevé de 92 à 98, celui de la livre sterling, de 4.10 à 4.42.

Par la suite, le cours du franc suisse a évolué de façon relativement calme. Sur le marché des changes, la Banque nationale a continué d'intervenir, mais n'a pas dû effectuer d'achats importants. En moyenne, le cours du dollar s'est inscrit à 2.48 au mois d'août, celui du mark, à 98, celui de la livre, à 4.42, et celui du franc français, à 50. Durant la période examinée, le cours du franc suisse par rapport aux monnaies pondérées des quinze pays dans lesquels notre économie exporte le plus est descendu de 1,18 point.

La capacité d'absorption du marché financier est restée bonne, et toutes les émissions ont remporté un franc succès. A l'exception de la Confédération, qui a continué

de se procurer des fonds à l'avance afin d'alimenter sa trésorerie pour l'an prochain, les débiteurs potentiels ont observé une certaine retenue. L'économie privée semble avoir satisfait ses besoins de consolidation et n'être pas encore prête à investir beaucoup. Le montant des emprunts suisses annoncés pour le troisième trimestre s'est donc avéré modeste; le programme des émissions prévoyait le prélèvement de 1,44 milliard de francs d'argent frais, dont 500 millions devaient revenir à la Confédération. Comme prévu, la réalisation du programme n'a pas posé de problèmes, car des possibilités de placements plus intéressantes faisaient défaut, en particulier pour les investisseurs institutionnels. Après la pause estivale, les débiteurs suisses de premier ordre ont réduit de $\frac{1}{4}\%$ le taux de leurs emprunts, le fixant ainsi à $5\frac{1}{4}\%$. Les taux appliqués aux emprunts étrangers, qui n'avaient pas suivi l'évolution générale pendant les premiers mois de l'année, ont été abaissés à plusieurs reprises. Au mois d'août, les débiteurs étrangers de premier ordre ont lancé des emprunts à 6%. La Banque nationale a fixé le plafond des émissions publiques d'emprunts étrangers à 450 millions de francs pour les mois de mai et de juin, et à 460 millions pour les deux mois suivants. Durant chacune des deux périodes, la part des grandes banques s'est chiffrée à 400 millions de francs, alors que celle des petits syndicats s'est inscrite à 50, puis à 60 millions de francs.

Au début du mois de juin, la Confédération a lancé un emprunt dont le montant était de 300 millions de francs, le taux de $5\frac{1}{4}\%$, la durée de 11 ans, le prix d'émission de 99,75%, et a émis au pair des obligations de caisse 5%, d'une durée de six ans et d'un montant de 250 millions de francs. Sur cette dernière somme, 100 millions de francs étaient destinés à des conversions, de sorte que l'argent frais recueilli au total s'est élevé à 450 millions. Lors des deux émissions, qui se sont déroulées parallèlement, le montant des souscriptions a dépassé celui de l'offre. Au début du mois de juillet, la Confédération a tenté de nouveau, avec succès, de prélever des fonds sur le marché des capitaux. Profitant des bonnes dispositions du marché, elle a décidé subitement de recueillir 500 millions de francs par une émission non publique. Elle s'est procuré 300 millions de francs en lançant des obligations de caisse $4\frac{1}{4}\%$, d'une durée de six ans, au prix de 99,75%, et 200 millions de francs en émettant un emprunt 5%, d'une durée de dix ans, au prix de 99%. Durant la deuxième quinzaine du mois d'août, elle a prélevé encore 500 millions de francs d'argent frais. L'émission publique d'un emprunt 5%, d'une durée de quinze ans et d'un prix de 98%, lui a fourni 300 millions de francs, et celle d'obligations de caisse $4\frac{1}{2}\%$, d'une durée de six ans et d'un prix de 99%, 200 millions de francs.

L'afflux d'épargne dans les banques s'est ralenti cette année. Dans 72 banques qui communiquent des données à l'institut d'émission, les fonds versés sur dépôts d'épargne, sur livrets et carnets de dépôt, ainsi que le

produit de l'émission d'obligations de caisse se sont chiffrés au deuxième trimestre à 1,6 milliard de francs, contre 3,6 milliards durant la période correspondante de l'année précédente. Au premier trimestre, ils s'étaient encore montés à 3,4 milliards de francs, contre 4,9 milliards en 1975. Ainsi, l'afflux de fonds au premier semestre a passé de 8,5 milliards de francs l'an dernier à 5 milliards cette année.

L'accélération que l'octroi de crédits en Suisse avait subie depuis le début de l'année a continué. Le taux d'accroissement annuel des crédits accordés en Suisse par 72 banques est monté de 5% au mois de juin 1975 à 5,2% au mois de mars 1976 et à 5,8% au mois de juin 1976. Au premier semestre, les crédits en Suisse ont augmenté de 3,2 milliards de francs, contre 1,5 milliard pendant la période correspondante de l'an passé. Les grandes banques ont enregistré la progression la plus forte; le taux d'accroissement annuel a passé de 3,8% à la fin de l'année à 6,3% au mois de mars et à 7,1% au mois de juin.

L'augmentation des crédits sous forme d'effets de change s'est amplifiée particulièrement, alors que l'évolution des crédits accordés à des corporations de droit public ne s'est pas accélérée. Depuis assez longtemps, le taux d'accroissement annuel des placements hypothécaires est relativement élevé. A la fin du mois de juin, il atteignait 9,3%. Cette situation est due à la consolidation de crédits à la construction et à la reprise par les banques de placements hypothécaires auxquels le secteur non bancaire avait procédé pendant la haute conjoncture de la construction. Le taux d'accroissement des crédits en comptes débiteurs, parmi lesquels figurent des crédits à la construction en forte diminution, est resté faible, mais a progressé. A la fin du mois de juin, il se chiffrait à 1,9%.

Les promesses de crédits à la construction accordées par 60 banques se sont inscrites à 1,6 milliard de francs au deuxième trimestre, contre 1,4 milliard au trimestre précédent. Elles ont diminué de 4,9% par rapport à la période correspondante de l'an passé. Il faut cependant remarquer qu'elles avaient alors augmenté de façon extraordinaire, car la limitation du crédit venait d'être levée. Au cours du premier semestre, les 60 banques ont octroyé des promesses de crédits à la construction pour un montant de 3 milliards de francs, contre 2,7 milliards durant le premier semestre de 1975. L'ensemble des promesses de crédits accordées à des débiteurs suisses par 164 établissements s'est accru également. Au deuxième trimestre, il s'est chiffré à 4,9 milliards de francs, contre 4,7 milliards au trimestre précédent. Les promesses de crédits octroyées à des débiteurs étrangers ont augmenté encore plus fortement; elles ont passé de 1,2 milliard de francs au premier trimestre à 2 milliards au deuxième trimestre.