

# Rapport

sur la situation économique et monétaire remis  
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse  
pour sa séance du 11 mars 1977

## Tendances conjoncturelles internationales

Durant le second semestre de 1976, la reprise économique s'est affaiblie. Toutefois, cette tendance a cessé aux Etats-Unis, en République fédérale d'Allemagne et au Japon. Dans d'autres pays industrialisés, les efforts accrus visant à stabiliser l'économie semblent entraîner une stagnation à court terme. Pour 1977, les Etats membres de l'OCDE prévoient une croissance réelle du produit national brut de 3½% à 4%, soit une légère diminution par rapport à l'année précédente.

Parmi les événements positifs de ces derniers mois, il faut souligner les tentatives visant à stabiliser l'économie dans les pays dont les déséquilibres internes et externes sont les plus marqués. Le Royaume-Uni, l'Italie et la France, qui doivent simultanément combattre l'inflation et le chômage tout en restreignant le déséquilibre de leur balance des revenus, s'efforcent surtout de réduire leur déficit budgétaire, ainsi que de tempérer l'évolution des revenus et de la masse monétaire. Ils veulent affecter davantage de ressources à l'exportation et à l'investissement privé, en limitant la consommation publique et privée. Cette politique doit provoquer une diminution du chômage. Ses premiers effets positifs ont été une stabilisation ou une amélioration des relations de change. Toutefois, il serait prématuré d'en conclure que l'assainissement économique est assuré. La résistance semble s'intensifier contre ces mesures, en particulier contre la politique restrictive des revenus. De plus, il faut du temps pour atteindre le but fixé, en réduisant autant que possible les coûts sociaux de ce processus et en les répartissant de façon appropriée.

L'espoir grandit que la croissance sera assez forte dans les trois pays industrialisés les plus importants, soit aux Etats-Unis, en République fédérale d'Allemagne et au Japon, pour donner des impulsions suffisantes à l'économie des autres pays industrialisés. Les meilleures conditions d'une relance durable semblent celles des Etats-Unis. En République fédérale d'Allemagne, les chefs d'entreprises sont enclins à un certain pessimisme, malgré des prévisions assez favorables. Au Japon, la reprise modérée se poursuit; elle est due surtout aux exportations.

Les avis divergent à propos de la mesure dans laquelle chaque pays peut stimuler sa demande intérieure sans déclencher de nouvelles poussées d'inflation et à propos de la manière de provoquer cette accélération de la demande. Le succès des mesures classiques tendant à accroître les dépenses publiques et à réduire les impôts est souvent mis en doute. De plus, l'accroissement du déficit budgétaire ne peut dépasser la limite à partir de laquelle le financement doit s'effectuer par une création de monnaie. Cette controverse pourrait être un

thème de discussion important lors de la réunion qu'auront prochainement les chefs d'Etat et de gouvernement des principaux pays industrialisés.

## Aperçu de la conjoncture à l'étranger

Calculée sur une base annuelle, la croissance du produit national brut réel en République fédérale d'Allemagne s'est chiffrée à 6% au dernier trimestre de 1976. Après la pause observée durant l'été, le facteur principal de l'expansion a été la demande intérieure. Le revenu national réel ayant progressé, la consommation privée s'est accrue de 3½% au quatrième trimestre; cette augmentation a dépassé nettement les prévisions.

Les industries fabriquant des biens d'équipement ont enregistré la progression la plus forte, compte tenu des entrées de commandes. L'accroissement est dû aux besoins de rationalisation et de remplacement beaucoup plus qu'aux besoins d'expansion. La demande de biens d'équipement jouera un rôle considérable dans l'essor ultérieur de la conjoncture.

L'augmentation de la demande extérieure a été importante, bien que son taux soit resté inférieur à celui de la demande intérieure. Au mois de décembre surtout, les commandes que l'étranger a passées aux industries des biens d'équipement et à celles des biens de consommation ont progressé fortement. L'ensemble du commerce extérieur est demeuré à un niveau élevé. En 1976, la valeur des exportations a augmenté de 15,6%, et celle des importations, de 20,3%. Inférieur de 2,8 milliards de marks à celui de 1975, l'excédent de la balance commerciale s'est inscrit à 34,5 milliards de marks. En moyenne, les prix à l'importation sont montés de 6,7%, et les prix à l'exportation, de 3,8%.

Au dernier trimestre de 1976, la hausse en un an de l'indice des prix à la consommation a été inférieure à 4%. Le taux s'est élevé à 4,1% au mois de janvier, en raison surtout de l'impôt sur le tabac et sur les boissons alcoolisées.

Après avoir atteint au mois de septembre son niveau le plus bas de l'année, soit 3,9%, le taux de chômage est remonté à 5,5% au mois de janvier.

Au Royaume-Uni, la situation économique est restée instable. En 1976, la production industrielle ne s'est accrue que de 1%. Depuis l'automne de 1975, le chômage a augmenté presque constamment. Le déficit mensuel moyen du commerce extérieur, qui s'est chiffré à 300 millions de livres en 1976, a atteint 545 millions au mois de janvier 1977. Ces derniers temps, l'inflation s'est accélérée. Au mois de janvier, la hausse annuelle des

prix à la consommation s'est chiffrée à 16,6%, et celle des prix de gros, à 19,6%. Par ailleurs, la hausse en un an des salaires hebdomadaires a passé de 17,1% au mois d'octobre à 10,7% au mois de janvier. En raison de cette évolution, la politique des revenus se heurte à des difficultés croissantes.

En France, le gouvernement a pu constater les premiers effets de son plan de stabilisation. Aux mois de décembre et de janvier, la hausse des prix s'est ralentie. Comme l'indiquent les dernières enquêtes conjoncturelles, les chefs d'entreprises manifestent un optimisme modéré. Ils considèrent qu'un ralentissement de la hausse des prix à l'importation et de celle des salaires pourrait améliorer leur capacité concurrentielle à l'étranger et sur le marché intérieur, où les produits importés sont abondants. L'évolution du commerce extérieur montre que l'industrie n'a guère profité de la baisse du cours du franc l'an passé. Les importations ont augmenté de 32,6%, et les exportations, de 20,3%. Ainsi, l'excédent de presque 7 milliards de francs par lequel la balance commerciale s'était soldée en 1975 s'est transformé en un déficit de plus de 20 milliards. Même si cette tendance a continué au mois de janvier, il est possible que le déficit diminue par la suite, en raison d'un certain ralentissement de la croissance économique. En effet, l'expansion actuelle est due en grande partie à la consommation privée, que les mesures de stabilisation devraient freiner.

La situation de l'Italie est contradictoire. Bien que l'économie souffre de déséquilibres considérables, que le taux de l'inflation annuelle ait atteint 22% au mois de décembre et que le déficit mensuel moyen de la balance commerciale se soit inscrit en 1976 à 450 milliards de livres, le rythme de la production s'est accéléré. Au dernier trimestre, la production de l'industrie manufacturière a dépassé de 15% le niveau enregistré un an auparavant. La consommation privée et surtout l'exportation ont été les sources principales de l'expansion. Au début de 1977, les pouvoirs publics se sont efforcés de nouveau de freiner l'évolution des coûts salariaux et d'améliorer la productivité des entreprises.

Aux Etats-Unis, la conjoncture a été particulièrement favorable durant les deux derniers mois de 1976. L'ensemble des principaux indices économiques est monté de 1% au mois de novembre et de 1,6% au mois de décembre, ce qui reflète une croissance générale. Vers la fin de l'année, la production industrielle, l'emploi et les ventes du commerce de détail ont atteint des niveaux records. Dans presque toutes les industries, les entrées de commandes ont augmenté fortement. En 1976, les importations se sont accrues de 25,6%, et les exportations, de 7,2%. La balance commerciale s'est soldée par un déficit de 6 milliards de dollars en chiffre rond.

Au commencement de 1977, la vague de froid qu'a subie l'Est du pays a perturbé le cours de l'économie; dans l'industrie, le degré d'occupation a passé de 80,9% au mois de décembre à 79,8% au mois de janvier. Il semble que le fléchissement de la production enregistré

durant les deux premiers mois de l'année devrait être compensé rapidement. Toutefois, un risque accru d'inflation pourrait en résulter. Le renchérissement s'est accéléré quelque peu. La hausse des prix de gros en un an a passé de 3,5% au mois d'octobre à 4,6% au mois de janvier, celle des prix à la consommation, de 4,8% au mois de décembre à 5,2% au mois de janvier.

Au Japon, l'expansion a été plutôt modeste ces derniers mois, mais elle a persisté. Elle continue d'être due surtout aux exportations. En 1976, les ventes à l'étranger ont augmenté de 21%, et les livraisons de l'étranger, de 13%. L'excédent record de la balance commerciale, qui a presque atteint 10 milliards de dollars, a engendré certaines tensions entre le Japon et d'importants partenaires commerciaux. Ces derniers préféreraient que le Japon stimule une demande intérieure peu dynamique. Au mois de novembre, un million de personnes n'avaient pas de travail. Le chômage a restreint la consommation privée. L'appareil de production étant loin d'être utilisé complètement, l'investissement est resté faible dans l'industrie. Les dépenses publiques ont donc donné à la demande intérieure ses impulsions principales. A cet égard, le nouveau cabinet se propose de poursuivre la politique du gouvernement précédent. Le budget de l'année fiscale commençant le 1er avril, que les autorités ont adopté au début du mois de janvier, prévoit une augmentation des dépenses de 17,4%. L'emprunt doit couvrir 30% des dépenses en chiffre rond.

Un plan supplémentaire de crédits et d'investissements dépasse de 12% le programme correspondant de l'an passé. L'indice des prix à la consommation est monté de 10%, alors que celui des prix de gros a baissé.

### Les événements monétaires internationaux

Durant la période qui fait l'objet de ce rapport, l'évolution de la conjoncture et de la monnaie britanniques a suscité l'intérêt le plus prononcé. Trois grandes conventions relatives à l'octroi de crédits ont été conclues afin d'assurer la réalisation du programme d'assainissement que le gouvernement a adopté dans le cadre de sa politique économique à moyen terme.

Au début du mois de janvier, le Fonds monétaire international (FMI) a accordé au Royaume-Uni une promesse de crédit de 3,36 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS). Le versement de chaque tranche dépend des progrès réalisés dans le programme dont le gouvernement britannique a convenu avec le FMI et qui prévoit principalement une réduction du déficit budgétaire et une limitation de l'expansion monétaire. Afin de financer ce crédit, le FMI a recouru aux Accords généraux d'emprunt, selon lesquels le Groupe des Dix principaux pays industrialisés met des fonds à la disposition de l'organisation internationale. Le Groupe des Dix a octroyé 2,56 milliards de DTS et le FMI a prélevé 500 millions de DTS sur ses propres fonds. Enfin, la Banque nationale suisse a accordé 300 millions de DTS en vertu d'un accord bilatéral qu'elle avait conclu avec le FMI. Elle a recouru à

la garantie de la Confédération pour un montant de 100 millions de DTS.

A la mi-janvier, les gouverneurs des banques centrales de huit pays industrialisés ont décidé la Banque des règlements internationaux (BRI) à accorder au Royaume-Uni une promesse de crédit de 3 milliards de dollars. Le crédit doit compenser les pertes de réserves que susciterait une réduction des avoirs officiels étrangers en livres sterling et favoriser la politique du Royaume-Uni tendant à restreindre le rôle de la livre comme monnaie de réserve. Par le passé, les transactions portant sur des avoirs officiels en livres avaient mis en difficulté la politique économique britannique à plusieurs reprises et avaient perturbé les marchés des changes. Graduellement, les avoirs officiels étrangers qui sont libellés en livres doivent être réduits aux besoins courants. A cette fin, la Banque d'Angleterre se propose d'offrir des titres à moyen terme libellés en monnaie étrangère aux créanciers officiels qui détiennent des livres. Les autorités monétaires de la Belgique, du Canada, des Etats-Unis, du Japon, des Pays-Bas, de la République fédérale d'Allemagne, de la Suède et de la Suisse garantissent le remboursement du crédit accordé par la BRI. Si les pertes de réserves mentionnées se produisent et que les conditions nécessaires pour obtenir le crédit du FMI sont réalisées, le Royaume-Uni peut exiger le versement du crédit de la BRI au cours des deux prochaines années ou même, d'entente avec tous les intéressés, pendant trois ans. Par ailleurs, il a obtenu un crédit consorsial de 1,5 milliard de dollars sur l'euro-marché.

Le calme qui avait régné sur le marché des changes depuis le mois de novembre a continué en 1977. Seuls les cours du dollar et de la livre ont varié assez fortement.

Le raffermissement de la livre à la fin du mois de novembre s'est poursuivi jusque vers la fin du mois de janvier. Pour tempérer une évolution qui aurait pu restreindre la capacité concurrentielle de l'industrie d'exportation, la Banque d'Angleterre a acheté des dollars au début de 1977. La hausse du cours de la livre était due surtout au fait que les accords internationaux susmentionnés ont accru la confiance dans la monnaie britannique et que les investisseurs étrangers s'intéressaient beaucoup aux titres des collectivités publiques britanniques, en raison de leur rendement élevé. Par la suite, la Banque d'Angleterre a réduit graduellement le niveau des taux d'intérêt. A la mi-février, des pressions se sont exercées sur le cours de la livre, lorsque les autorités ont donné connaissance de la balance commerciale au mois de janvier et que la politique des revenus a semblé être mise en péril.

Des interventions assez importantes de la Banque d'Italie ont influé sur le cours de la lire, qui est monté très légèrement. Par étapes, le gouvernement a donc réduit l'impôt spécial de 7% prélevé lors d'opérations sur devises. Le 18 février, il l'a supprimé. Quant au dépôt à l'importation, il a abaissé de 40% à 25% à la mi-janvier, puis à 10% à la fin du mois de février. Certains progrès réalisés dans la politique des revenus et le

fait que le déficit de la balance des paiements en 1976 a été inférieur aux prévisions de moitié environ ont contribué à cette évolution.

Les balances françaises du commerce et des revenus étant fortement déficitaires au quatrième trimestre, le cours du franc est descendu au mois de décembre. Les premiers succès du plan Barre qu'ont provoqués entre autres un blocage des prix et une réduction de l'impôt à la valeur ajoutée ont entraîné un raffermissement du franc au mois de janvier et sa stabilisation graduelle au mois de février.

A l'intérieur du «serpent» européen, la position des diverses monnaies n'a guère changé. Le cours du mark allemand a oscillé depuis la fin du mois d'octobre aux environs de la limite inférieure, puis est monté passagèrement au mois de janvier, pour se rapprocher au mois de février des couronnes norvégienne et suédoise, qui alternaient depuis le début du mois de décembre à la limite inférieure du serpent. La couronne danoise et le florin hollandais ont oscillé tour à tour à la limite supérieure.

Bien que la plupart des banques centrales aient acheté des dollars, la monnaie des Etats-Unis s'est affaiblie au mois de décembre par rapport à presque toutes les autres devises. La baisse du dollar était due notamment au déficit élevé de la balance commerciale américaine pendant le quatrième trimestre. Par la suite, le cours s'est raffermi. En effet, les milieux économiques ont apprécié le programme du président Carter dans une certaine mesure, et les taux d'intérêt sur l'euro-marché et sur le marché monétaire américain sont montés légèrement depuis la mi-janvier. Le ralentissement de la production provoqué par la vague de froid n'a pas influé sur le cours du dollar.

Sur les marchés de l'or, les variations de prix ont été relativement minimes et n'ont pas eu de tendance précise. Lors de sa sixième vente, le FMI a cédé 780 000 onces d'or au prix moyen de 133,26 dollars l'once. Les offres d'achat se sont inscrites à 2 millions d'onces en chiffre rond, alors qu'elles avaient dépassé 4 millions au cours des deux ventes précédentes.

### L'évolution de la conjoncture en Suisse

Les données disponibles permettent de se faire une idée générale de l'évolution en 1976. La récession la plus forte de l'après-guerre, qui avait commencé au milieu de 1974, a cessé en cours d'année. Selon les estimations du Groupe des prévisions économiques, le produit national brut a été pratiquement stable, ne diminuant que de 0,2%. La cause de la stabilité globale est une nouvelle diminution de la demande intérieure et une augmentation de la demande extérieure, due surtout à un accroissement des entrées de commandes dans les branches proches de la consommation.

La diminution de la population constatée depuis deux ans et l'adaptation de structures consécutive à la récession, qui a provoqué une destruction de capital réel, ont réduit les possibilités de croissance de l'économie suisse. Durant les trois dernières années, le nombre de places de travail a décru de 300 000 en chiffre rond.

Bien que la population ait diminué et que le revenu réel soit resté stable, la consommation privée n'a fléchi que de 0,3%. Par contre, le nombre de nuitées dans les hôtels a décru de presque 4%. En revanche, la consommation publique réelle a augmenté de près de 6%, ce qui a stimulé la conjoncture. L'investissement a été le facteur le plus faible de la demande. Par rapport au produit intérieur brut réel, l'investissement brut réel s'est inscrit à 21% en chiffre rond, contre 24% en 1975. Ainsi, il a diminué pour la quatrième fois consécutive, s'établissant au niveau de 1961.

Si les collectivités publiques n'avaient pas adopté de programmes d'investissements, la diminution de la construction aurait été encore plus forte. En 1976, la part des collectivités publiques à la construction a atteint 49%, contre 44% l'année précédente.

Dans le bâtiment, l'adaptation à la diminution de la demande à moyen terme semble continuer au même rythme. Néanmoins, le nombre de logements vacants s'est accru légèrement. Les commandes passées au secteur de la construction par l'industrie et l'artisanat sont restées modestes. Toutefois, elles ont augmenté au quatrième trimestre. La diminution des investissements en biens d'équipement, qui avait commencé en 1973, s'est ralentie sensiblement. Dans ce secteur aussi, la demande s'est accélérée beaucoup en fin d'année. La réduction de stocks excessifs a eu pour conséquence que les importations ont réagi à l'accroissement de la demande extérieure quelques mois seulement après les exportations. Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-ouvrés surtout ont augmenté fortement depuis le milieu de l'année.

Les ventes à l'étranger ont été le moteur de la conjoncture. La part des exportations réelles au produit intérieur brut a passé de 28,2% en 1974 à 28% en 1975 et à 31,6% en 1976.

La demande mondiale de biens d'équipement étant faible, les exportations réelles de l'industrie des machines ont diminué. En revanche, les industries des textiles, de l'habillement et de la chimie ont augmenté sensiblement leurs livraisons à l'étranger. Les exportations de l'industrie horlogère ont décru encore de façon minime.

Comme la valeur des exportations a dépassé légèrement celle des importations, la balance commerciale s'est soldée par un excédent, pour la première fois depuis 1953. Le surplus s'est inscrit à 174 millions de francs et a été la raison principale pour laquelle l'excédent de la balance des revenus a augmenté, dépassant probablement 8 milliards de francs.

Electricité, gaz et eau mis à part, la production industrielle s'est accrue de 1% en chiffre rond. L'utilisation de l'appareil de production étant restée à peu près à un niveau constant et la population active ayant diminué, il faut en conclure que la productivité a augmenté. Comme l'appareil de production est resté en partie inemployé et que les perspectives incertaines ont rendu les chefs d'entreprises circonspects, l'accroissement de la production a peu réduit le chômage. En moyenne annuelle, le taux de chômage s'est inscrit à 0,7%. Le nombre de places vacantes a augmenté. Dans l'industrie, le ralentissement de l'inflation a atténué la diminution des bénéfices provoquée par le renforcement de la concurrence. En moyenne annuelle, l'indice des prix à la consommation est monté de 1,3%, et celui des prix de gros, de 1,2%.

La conjoncture intérieure s'est accélérée quelque peu ces derniers mois. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les importations réelles ont augmenté de 24% au quatrième trimestre et de presque 20% au mois de janvier. Durant ces laps de temps, les importations réelles de matières premières et de produits semi-ouvrés se sont accrues respectivement de 31% et de 24%, celles de biens d'équipement, de 22,8% et de 25,8%. La demande s'est accélérée dans presque toutes les industries. Les biens d'équipement importés devraient servir surtout à la rationalisation de la production et au remplacement des biens usagés.

Non seulement les investissements d'équipement, mais aussi les projets d'agrandissement et de constructions nouvelles que l'inspecteurat des fabriques a admis ont augmenté. Par rapport à l'année précédente, le nombre de ces projets s'est accru de 7% au troisième trimestre et même de 36% au quatrième. Quant à leur volume, il a progressé encore plus fortement. A cet égard, il faut souligner l'augmentation enregistrée dans l'industrie chimique, branche qui a réexaminé très tôt l'opportunité de son implantation en Suisse. Au quatrième trimestre, les projets d'installations industrielles se sont accrues de 0,6% par rapport à la période correspondante de 1975, après avoir diminué jusqu'alors.

Dans la construction de logements, aucun changement de tendance ne s'est manifesté. Au quatrième trimestre, la diminution en un an des logements terminés s'est inscrite à 41% dans les 92 villes. Au mois de janvier, elle s'est chiffrée à 36%. L'octroi de permis de construire a décru respectivement de 14% et de 32%. Toutefois, la statistique de promesses de crédit à la construction montre que la demande de maisons familiales a augmenté nettement l'an passé.

Comme la reprise s'est ralentie au second semestre chez les principaux partenaires commerciaux de la Suisse, les entrées de commandes et la réserve de travail ont diminué dans les industries proches de la consommation. Par ailleurs, la réserve de travail a passé au quatrième trimestre de 7,5 à 7,2 mois chez les membres de la Société Suisse des Constructeurs de Machines. Du troisième au quatrième trimestre, les entrées de commandes y ont augmenté de 10% en valeur nominale.

Du troisième au quatrième trimestre, les taux de l'accroissement réel en un an des exportations réalisées par l'industrie des textiles et de l'habillement, ainsi que par l'industrie chimique ont diminué. Au quatrième trimestre, ils se sont chiffrés respectivement à 12% et à 4,5%. Au mois de janvier, ils se sont même transformés en taux de diminution de 3,6% et de 9,8%. En revanche, l'industrie des machines et appareils a vu monter ces taux, qui ont atteint 24,2% au quatrième trimestre et 24,4% au mois de janvier. Dans l'industrie horlogère, les taux correspondants se sont inscrits à 1% et à 0,5%.

Au quatrième trimestre et au mois de janvier, l'indice des prix à l'exportation est monté dans la métallurgie et dans l'industrie chimique. Il s'est élevé au mois de janvier dans l'industrie des textiles et de l'habillement, ainsi que dans l'horlogerie. Les données disponibles ne permettent pas encore de savoir s'il s'agit d'une véritable hausse des prix ou d'une variation des produits englobés dans l'indice.

L'accroissement des importations a rendu le commerce extérieur déficitaire. Alors que la balance commerciale s'est soldée par un excédent de 356 millions de francs dans l'ensemble du quatrième trimestre, le déficit a atteint 133,9 millions au mois de décembre et 32,5 millions au mois de janvier.

Sur le marché du travail, la situation ne s'est pas modifiée depuis le troisième trimestre. L'indice de l'emploi global a baissé de 2,4% du quatrième trimestre de 1975 au trimestre correspondant de l'année suivante. La réduction du personnel a été supérieure à la moyenne dans l'industrie des machines et appareils, ainsi que dans l'industrie horlogère. Malgré le départ de travailleurs étrangers, le chômage a augmenté nettement depuis la fin du troisième trimestre. Des facteurs saisonniers ont contribué à cette évolution. Le nombre de chômeurs complets s'est inscrit à 17 401 au mois de décembre et à 20 977 au mois de janvier. Néanmoins, le nombre de places vacantes s'est accru sensiblement au mois de janvier. En particulier, l'industrie des textiles et de l'habillement semble avoir de la peine à trouver du personnel disposé à travailler de nuit ou par rotation. Du quatrième trimestre de 1975 au quatrième trimestre de 1976, les salaires horaires sont montés de 1,1%, et les salaires mensuels, de 1,8%.

La situation sur le marché du travail n'a pas accéléré la consommation privée. Dans le commerce de détail, l'accroissement réel du chiffre d'affaires en un an s'est inscrit à 3% au mois de décembre, mais s'est transformé en une diminution de 1,6% au mois de janvier. Cependant, le mois de janvier avait un samedi de moins qu'en 1976. Les prix sont restés stables. Au quatrième trimestre, la hausse en un an de l'indice des prix à la consommation s'est chiffré à 1,1% en moyenne. Au mois de janvier, elle s'est inscrite à 0,9%. La hausse en un an de l'indice des prix de gros s'est élevée à 1% au quatrième trimestre. Alors que le prix moyen des marchandises suisses a baissé légèrement, celui des marchandises importées est monté de 3,8%. Au mois de janvier, la hausse annuel-

le de l'indice a atteint 1,5%; tandis que le prix des marchandises importées est monté de 5,1%, celui des marchandises suisses ne s'est pas modifié.

### **L'évolution des marchés monétaire et financier**

Durant la période allant du mois de décembre au mois de février, le cours du franc suisse s'est affaibli par rapport aux principales monnaies étrangères. Aussi bien à long qu'à court terme, les taux d'intérêt ont continué de baisser. Sur le marché des émissions, l'offre de fonds a dépassé largement la demande, à quelques exceptions près. Cependant, la souscription de l'emprunt que la Confédération a lancé au mois de février a été inférieure aux prévisions.

Selon des données provisoires, le taux de l'accroissement annuel de la masse monétaire  $M_1$ , a excédé nettement, au mois de décembre, les 6,9% atteints au mois de novembre. Le taux moyen enregistré durant les onze premiers mois de l'année s'est chiffré à 7,9%, dépassant ainsi celui que la Banque nationale s'était fixé pour objectif. Il se peut que l'arrêt de la baisse observée depuis le mois de septembre soit dû à l'aide importante accordée par l'institut d'émission pour financer les échéances de fin d'année, car l'aisance accrue du marché monétaire a stimulé, en raison de ses effets sur les taux d'intérêt, la transformation de dépôts à terme, quasi-monnaie faisant partie de la masse monétaire  $M_2$ , en dépôts à vue faisant partie de la masse monétaire  $M_1$ . Au mois de janvier, l'approvisionnement du marché monétaire est resté très abondant. Par contre, il a été relativement faible au mois de février, bien que la Banque nationale ait conclu avec les banques des swaps dollars contre francs. Tenant compte de l'évolution de la masse monétaire, elle s'est limitée à des swaps à très court terme, afin de pouvoir adapter en tout temps aux besoins le montant des disponibilités supplémentaires.

A la fin du mois de novembre, les avoirs que l'économie détient en comptes de virements à la Banque nationale provenaient, pour un montant de 1,8 milliard de francs, de swaps dollars contre francs d'une durée de 30 à 90 jours. Afin de réduire ces disponibilités provisoires et de les remplacer par des disponibilités définitives dans la mesure nécessaire, l'institut d'émission a poursuivi, au mois de décembre, les achats de dollars qu'il avait commencés durant le mois précédent pour mener sa politique de liquidité. Dès le début du mois, il a aidé les banques à se préparer aux échéances de fin d'année en concluant des swaps dollars contre francs d'une durée d'un mois et, par la suite, d'une durée d'une et de deux semaines. Les swaps ne devaient pas, comme les précédents, améliorer la liquidité générale; leur but était de satisfaire l'augmentation saisonnière des besoins. En raison de cette aide, l'approvisionnement du marché en disponibilités bancaires ne s'est pas réduit, malgré le fort accroissement saisonnier des billets en circulation. La diminution des disponibilités qu'a entraînée la libération de l'emprunt de 500 millions de francs lancé par la Confédération au mois de novembre a été compensée par les achats de devises qu'a effectués la Banque na-

tionale. A la fin de l'année, l'aide de la Banque nationale destinée à faciliter les échéances a atteint 8,1 milliards de francs, contre 7,1 milliards en 1975. Sur les 8,1 milliards de francs, 6,33 milliards étaient la contre-valeur de swaps, 1,11 milliard provenait de l'escompte et d'avances sur nantissement, et 0,63 milliard étaient dus à la mise en pension à court terme de rescriptions de la Confédération. Par ailleurs, l'institut d'émission n'a pas encore dénoué, à la fin de l'année, des swaps qu'il avait conclus antérieurement avec les banques et dont le montant s'inscrivait à 1,36 milliard de francs. Grâce à ces disponibilités supplémentaires, les avoirs en comptes de virements que l'économie détient à la Banque nationale se sont chiffrés à la fin de l'année à 12,6 milliards de francs, contre 11,5 milliards en 1975, de sorte que les banques ont pu faire face aisément aux échéances. Le montant des billets en circulation est parvenu à son niveau le plus élevé de l'année peu avant les fêtes; il était alors de 20,6 milliards de francs, contre 20,2 milliards en 1975. A l'échéance, il s'inscrivait à 19,7 milliards de francs, ou à 3,2% au-dessus du montant de l'année précédente.

Durant la première quinzaine du mois de janvier, le montant des billets en circulation a diminué de 1,4 milliard de francs et les avoirs des banques en comptes de virements à l'institut d'émission ont augmenté d'autant. La différence entre les achats que la Banque nationale a effectués sur le marché des changes et les cessions de devises auxquelles elle a procédé lors d'exportations de capitaux soumises à autorisation a accru également les disponibilités bancaires. Le transfert aux banques d'avoirs que la Confédération détient à l'institut d'émission a joué un rôle encore plus important à cet égard. Le remboursement de l'aide à court terme qu'avait accordée l'institut d'émission s'est donc réalisé sans difficultés. Dès la première semaine de 1977, l'escompte et les avances sur nantissement ont été ramenés à la normale, et les banques ont repris les rescriptions de stérilisation qu'elles avaient mises en pension à court terme. Au milieu du mois, les avoirs en comptes de virements de l'économie s'inscrivaient à 8,7 milliards de francs. Sur cette somme, 1,7 milliard de francs étaient dus à des swaps de fin d'année, et 1 milliard de francs, à des swaps conclus au mois de novembre. Pendant la seconde quinzaine du mois de janvier, les banques ont dénoué tous les swaps, à l'exception d'un solde de 60 millions de francs. Leurs disponibilités ont diminué également parce que les avoirs de la Confédération en comptes de virements ont augmenté et que les ventes de devises effectuées par la Banque nationale lors d'exportations de capitaux ont dépassé ses achats sur le marché des changes. Peu avant l'échéance mensuelle, le marché monétaire s'est donc rétréci. Afin d'éviter des tensions, l'institut d'émission a conclu avec les banques des swaps dollars contre francs d'une durée de sept jours. A la fin du mois de janvier, ces swaps s'inscrivaient à 240 millions de francs. L'institut d'émission a prêté aux banques 1,3 milliard de francs en leur accordant son crédit d'escompte et des avances sur nantissement, ainsi qu'en prenant des bons de stérilisation en pension. Les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont chiffrés alors à 6,8 milliards de francs.

Au début du mois de février, les avoirs que la Confédération détient à la Banque nationale ont augmenté fortement. Pour éviter que les disponibilités bancaires ne se réduisent pas trop, l'institut d'émission a conclu des swaps à court terme dollars contre francs. Bien que ces swaps aient atteint 1,2 milliard de francs à la fin de la première semaine du mois, les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 5,8 milliards seulement. Le montant des billets en circulation continuant de diminuer, la Banque nationale a pu réduire les swaps à 0,6 milliard de francs jusqu'au milieu du mois. Comme les cessions de devises effectuées lors d'exportations de capitaux ont dépassé, au mois de février, les achats de la Banque nationale sur le marché des changes et qu'il en est résulté une diminution des disponibilités bancaires, la Direction générale a libéré, le 28 février, les 225 millions de francs auxquels se montait le reste des avoirs minimaux calculés sur l'état et sur l'accroissement des dépôts étrangers en banque. De plus, le montant des swaps à court terme a été porté à 1,1 milliard de francs à la fin du mois. Quant à l'aide financière de forme classique, elle s'est chiffrée à 1,7 milliard de francs. Après s'être inscrits à 5,3 milliards de francs peu avant la fin du mois, les avoirs en comptes de virements de l'économie sont montés à 7 milliards à l'échéance.

La Banque nationale n'a modifié ni le taux de l'escompte, ni celui des avances sur nantissement; ils s'inscrivent respectivement à 2% et à 3%. Avec effet au 1er décembre, l'institut d'émission a réduit les taux spéciaux d'escompte relatifs aux stocks obligatoires de ¼%, les fixant respectivement à 2% et à 2¼%. Le 1er mars, les banques ont abaissé de ¼% le taux privé de l'escompte, qui s'établit à 3¾%. Le 7 janvier, les grandes banques ont réduit de ¼% les taux applicables aux dépôts à terme d'une durée de trois mois à un an, qui se chiffrent maintenant entre 1¼% et 2¼%. Au début de l'année, les banques ont abaissé de ½% le taux de l'intérêt qu'elles prélèvent sur les comptes débiteurs. Avec effet au 1er avril, elles ont réduit encore de ¼% le taux applicable au crédit commercial; pour les avances à terme, la baisse était déjà entrée en vigueur à la mi-février. Le taux hypothécaire est descendu de ¼% à partir du 1er janvier. De nombreux établissements ont annoncé une nouvelle réduction de ½% avec effet au 1er avril. Pour la même date, ils ont décidé d'abaisser de ½ à ¾% le taux applicable aux carnets d'épargne. L'évolution des marchés financiers a incité les banques à adapter également les conditions appliquées aux obligations de caisse. Avec effet au 12 janvier, les grandes banques ont réduit de 3½% à 3¼% la rémunération des titres de 3 à 4 ans, de 4% à 3½% celle des titres de 5 à 6 ans et de 4¼% à 3¾% celle des titres de 7 à 8 ans. Cette mesure a permis d'abaisser dans les mêmes proportions le taux applicable aux crédits à moyen terme à l'exportation, que finance l'émission d'obligations de caisse.

Sur le marché des émissions, le montant des emprunts lancés est resté inférieur à celui des capitaux en quête de placement, que les fonds à disposition des investisseurs institutionnels rendent particulièrement importants.

Depuis la fin du mois de novembre, plusieurs débiteurs ont résilié leur emprunt avant terme, parce qu'ils désiraient investir moins et qu'ils n'avaient donc plus besoin de fonds, ou parce qu'il leur était possible maintenant d'emprunter à de meilleures conditions. Au mois de décembre, les remboursements avant terme et les pertes qu'ils ont causées aux créanciers ont perturbé le marché secondaire. Par la suite, le marché est redevenu calme, car les cours des emprunts résiliables par anticipation se sont modifiés. La Confédération a déclaré qu'elle n'avait pas l'intention de rembourser avant terme. Le rendement moyen de ses emprunts, qui était monté de 4,40% à 4,48% à la fin du mois de novembre, est redescendu à 4,42% au mois de décembre. Ainsi, il a baissé d'environ 1,6% en 1976. Durant le dernier mois de l'année, les cantons ont réduit de  $\frac{1}{4}\%$  le taux applicable à leurs emprunts et l'ont fixé à  $4\frac{1}{4}\%$ , soit au niveau établi par la Confédération lorsqu'elle avait émis, au mois de novembre, un emprunt de 500 millions de francs.

Pour le premier trimestre de 1977, la commission des émissions a admis de nouveau tous les emprunts annoncés. Le programme prévoyait un prélèvement d'argent frais se montant à 2220 millions de francs et des conversions se chiffrant à 422 millions de francs. Cependant, plusieurs intéressés ont renoncé, dès le mois de janvier, au lancement d'emprunts autorisés. Le montant des capitaux en quête de placement, qui est en général élevé à cette époque, a provoqué un raffermissement prononcé des cours au début de l'année. La hausse s'est accélérée quant la Confédération a différé le lancement d'un emprunt prévu pour le mois de janvier. Si les cantons ont maintenu leur taux à  $4\frac{1}{4}\%$ , les compagnies d'énergie nucléaire ont émis des emprunts à 5% et même à  $4\frac{1}{2}\%$ , à la fin du mois, après avoir offert encore  $5\frac{1}{4}\%$  au mois de novembre. Le rendement moyen des emprunts fédéraux a atteint passagèrement 4% après la mi-janvier, puis s'est inscrit à 4,04%. La légère hausse a été suivie par une réaction technique à la fin du mois. Durant le mois de février, les cantons ont pu lancer des emprunts 4% avec grand succès. A la mi-février, la Confédération a émis un emprunt  $3\frac{3}{4}\%$  d'un montant de 500 millions de francs et d'une durée de 12 à 15 ans, au prix d'émission de 99,75%. La demande n'a pas atteint tout à fait le montant à souscrire. Toutefois, les banques ont repris une partie du solde et l'institut d'émission a souscrit des titres pour 60 millions de francs en chiffre rond, de sorte que l'emprunt a été couvert. Par des achats sur le marché ouvert, la Banque nationale a soutenu passagèrement le cours du nouvel emprunt avant sa cotation en bourse. Le climat du marché est resté bon et le rendement moyen des emprunts fédéraux est descendu à 3,98% à la fin du mois de février.

En raison de la situation du marché financier, la Banque nationale a pu de nouveau renoncer à limiter les exportations de capitaux sous forme de crédits bancaires et de «notes». Avec effet au début de l'année, elle a porté de 460 à environ 500 millions de francs le volume autorisé, pour chaque période de deux mois, des émissions d'emprunts étrangers libellés en francs suisses. Elle continue à ne pas imputer sur ce montant les em-

prunts en francs suisses d'organisations internationales. Au début du mois de décembre, les emprunts étrangers ont été émis à  $5\frac{1}{2}\%$ . Par la suite, les taux se sont échelonnés selon la qualité du débiteur aux yeux du public; à la fin du mois de février, ils variaient entre 5% et  $5\frac{1}{4}\%$ .

Sur le marché des changes, le franc s'est affaibli sensiblement. En moyenne mensuelle, le cours du dollar a passé de 2,44 au mois de novembre à 2,52 au mois de février. A la fin de ce mois, il est monté à 2,55, atteignant pour la première fois le niveau du mois de février 1976. Le cours de la livre a passé de 3,99 à 4,31, celui du mark allemand, de 101,2 à 104,7. A la fin du mois de février, le cours du mark s'est même inscrit à 107,8. En moyenne pondérée, le cours du franc par rapport aux monnaies des pays dans lesquels la Suisse exporte le plus a baissé de 3,6% du mois de décembre au mois de février. A la fin du mois de février, il ne dépassait que de 4,7% le niveau enregistré à la date correspondante de 1976.

Du troisième au quatrième trimestre, l'afflux de fonds de tiers à moyen terme dans 71 banques qui communiquent des données s'est accru. Cependant, il a été inférieur à celui que les banques avaient enregistré un an auparavant. L'augmentation des fonds de tiers à moyen terme, qui comprennent les dépôts d'épargne, les livrets et carnets de dépôts, ainsi que les obligations de caisse, s'est chiffrée à 4 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 2,8 milliards au troisième trimestre et 4,7 milliards au quatrième trimestre de 1975. Les dépôts d'épargne se sont accrus de 2,5 milliards de francs, contre 3,1 milliards un an auparavant, les livrets et carnets de dépôts, de 0,9 milliard, contre 1 milliard en 1975, et les obligations de caisse, de 0,6 milliard comme au quatrième trimestre de 1975.

Dans l'ensemble de l'année, l'afflux de fonds de tiers à moyen terme qu'ont enregistré 71 banques s'est inscrit à 11,8 milliards de francs, contre 15,8 milliards un an auparavant. L'augmentation des dépôts d'épargne a dépassé celle de 1975, alors que l'accroissement des autres postes a fléchi.

Le taux de l'expansion en un an des crédits en Suisse a continué de monter tout d'abord, puis est descendu légèrement; il a passé de 6,6% à la fin du mois de septembre à 7,8% à la fin du mois de novembre et à 7,3% à la fin de l'année.

En 1976, l'augmentation des crédits en Suisse s'est chiffrée à 8,5 milliards de francs, contre 4,9 milliards un an auparavant. Les avoirs en comptes courants débiteurs et les placements hypothécaires se sont accrus particulièrement, mais les crédits d'escompte ont progressé aussi dans une forte mesure. En moyenne annuelle, le taux d'accroissement s'est inscrit à 7,9% dans les grandes banques, à 5,7% dans les banques cantonales et à 3,8% dans les banques régionales et les caisses d'épargne.

Au quatrième trimestre, le montant net des promesses de crédit annoncées par 163 banques a atteint 6,8 milliards de francs, contre 6,2 milliards au troisième trimestre et 5,5 milliards au quatrième trimestre de 1975. Les promesses faites à des débiteurs domiciliés en Suisse ont augmenté de 28,9% du quatrième trimestre de 1975 au quatrième trimestre de 1976, pour se monter à 5,6 milliards de francs.

Dans l'ensemble de l'année, les promesses faites à des débiteurs domiciliés en Suisse ont passé de 7,6 milliards de francs en 1974 à 16,3 milliards en 1975 et à 19,7 milliards en 1976, tandis que les promesses faites à des débiteurs domiciliés à l'étranger se sont élevées de 3 milliards de francs en 1975 à 6 milliards en 1976.

Parmi les promesses de crédit dont l'évolution vient d'être décrite, les promesses de crédit à la construction faites par 59 banques ont diminué de 7,9% du troisième au quatrième trimestre, mais ont augmenté de 9,3% du dernier trimestre de 1975 à la période correspondante de 1976. Dans l'ensemble de l'année, leur montant s'est inscrit à 6 milliards de francs, contre 5,5 milliards un an auparavant. Les promesses relatives à des maisons familiales et à des villas ont augmenté de 592 millions, alors que les promesses destinées aux constructions de l'industrie et de l'artisanat ont diminué de 204 millions de francs.