

Lors de la séance du Conseil de banque du 20 juin 1975, Monsieur F. Leutwiler, président de la Direction générale, a présenté le rapport suivant:

### L'évolution conjoncturelle à l'étranger

Durant ces derniers mois, la tendance à la récession de l'économie internationale a accentué le fléchissement de l'emploi. Dans l'ensemble des Etats membres de l'OCDE, le chômage a atteint, au premier trimestre de 1975, environ 5% de la population active. La croissance réelle de l'économie a pratiquement cessé. La production industrielle a continué de diminuer. L'affaiblissement général de la demande extérieure et le ralentissement de la demande intérieure ont entraîné un gonflement des stocks. Bien que les achats des pays producteurs de pétrole augmentent encore vigoureusement, l'accroissement réel du commerce mondial ne devrait guère dépasser 2% cette année.

En raison de cette évolution, le renchérissement constaté dans les Etats membres de l'OCDE a diminué de façon générale. Toutefois, il n'est pas encore revenu à un niveau acceptable. Les taux d'inflation varient fortement d'un pays à l'autre. D'après les relevés les plus récents, ils se situent entre 6% et 24% dans les pays industrialisés.

La baisse du prix des matières premières, consécutive à une diminution sensible de la demande, et le ralentissement conjoncturel général ont amélioré légèrement les termes de l'échange des pays industrialisés. Néanmoins, les balances des revenus de ces pays continuent de diverger considérablement. L'évolution récente a amené les autorités compétentes à modifier quelque peu les objectifs à court terme de leur politique économique. Les efforts de relance ont tendu à supplanter la lutte contre l'inflation. Divers pays qui exercent une influence déterminante sur la conjoncture internationale ont tenté, par une augmentation des dépenses publiques et une diminution des recettes fiscales, de stimuler la consommation privée et l'investissement industriel. En outre, la plupart des Etats ont assoupli leur politique monétaire; en provoquant un accroissement de la masse monétaire et une baisse des taux d'intérêt, ils entendent créer les conditions nécessaires, sur le plan monétaire, à une reprise économique.

Il semble que la phase descendante de la conjoncture approche de sa fin ou qu'elle est déjà terminée. Les observateurs prévoient généralement une reprise de la croissance au second semestre de cette année ou, à tout le moins, au début de l'an prochain. Toutefois, leurs opinions diffèrent sur la vigueur de l'expansion.

Le fait que l'inflation n'a pu être ramenée à des proportions acceptables devrait inciter à la prudence dans les mesures de relance. Des tentatives trop précipitées

de résorber le chômage seraient à même de rendre l'essor incontrôlable. Les conjonctures des pays industrialisés pourraient continuer d'évoluer parallèlement et d'accumuler ainsi les tendances expansionnistes. Des goulots d'étranglement dans l'appareil de production et une forte demande de matières premières risqueraient alors de ranimer l'inflation.

Aussi, la politique économique est-elle contrainte de remplir une tâche délicate qui consiste à choisir et à doser soigneusement les mesures appropriées. Il convient, en effet, de stimuler la croissance et de restreindre le chômage, tout en maîtrisant le renchérissement.

### L'évolution de la conjoncture dans quelques pays

En République fédérale d'Allemagne, la croissance économique s'est ralentie sensiblement. Au mois de décembre, la production industrielle était inférieure de 10,4% au niveau atteint un an auparavant. Depuis lors, la situation s'est stabilisée quelque peu; au mois de mars, le retard de la production industrielle sur l'année précédente était de 5,7%. Bien que le taux de chômage ait passé de 5,1% au mois de janvier à 4,7% au mois d'avril, l'emploi est resté insuffisant, compte tenu de la saison.

La conjoncture défavorable avait incité les autorités à présenter, au mois de décembre déjà, un programme visant à stimuler les investissements privés et publics, ainsi qu'à réintroduire les chômeurs dans le circuit de la production. A la suite de ces dispositions, le déficit budgétaire pourrait passer de 25 milliards de marks en 1974 à plus de 50 milliards cette année. Complétant les mesures prises par le gouvernement, la Banque fédérale a assoupli nettement sa politique de l'argent et du crédit. La progression des prix s'est encore atténuée. Par rapport au mois correspondant de l'année précédente, la hausse de l'indice des prix à la consommation s'est chiffrée à 6,1% au mois d'avril. Ce taux est le plus bas que l'on ait enregistré dans les Etats membres de l'OCDE. La diminution de la demande extérieure a été particulièrement sensible. Au mois d'avril, les commandes passées par l'étranger ont été inférieures de 20% au montant atteint l'année précédente. En revanche, la demande intérieure s'est un peu animée, au profit surtout de l'industrie automobile et des chantiers maritimes. Par contre, tous les indices relatifs à l'industrie chimique, à l'industrie électrique et aux aciéries demeurent négatifs.

En France, le gouvernement a décidé, au début du mois de mai, de stimuler la conjoncture en favorisant les investissements productifs. Une grande partie des 15,5 milliards de francs nécessaires à ce projet doit être prélevée sur le marché des capitaux. Ce changement dans la politique conjoncturelle est imputable à l'évolution de la production et de l'emploi, qui est demeurée négative. Au mois de mars, la production a diminué de 9% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Com-

me la consommation est restée inférieure aux prévisions, la résorption des stocks est plus lente qu'on ne le pensait. Si l'on fait abstraction de l'industrie des biens d'équipement, on constate que les commandes en portefeuille ont diminué dans toutes les branches. Accusant un excédent aux mois de février et de mars, la balance commerciale a continué de s'améliorer. La hausse des indices des prix de gros et des prix à la consommation s'est ralentie.

Malgré une forte diminution de l'emploi, le taux de l'inflation a continué de monter en *Grande-Bretagne*. A la fin du mois de mars, l'indice des prix de détail dépassait de 21,2% le niveau enregistré l'année précédente. Les salaires hebdomadaires fixés dans les conventions collectives ont été majorés de 32,1% durant la même période. Le budget de début d'année, plutôt restrictif dans l'ensemble, prévoit une majoration des impôts indirects et de l'impôt sur le revenu, ainsi qu'une réduction des dépenses, en particulier des subventions aux entreprises publiques. Il accorde aux entreprises certaines facilités fiscales et allège le contrôle des prix. Puisque le budget ne contient pas de dispositions visant à stimuler l'emploi, il faut s'attendre à une nouvelle augmentation du chômage. Au mois d'avril, la situation du commerce extérieur s'est détériorée. Du mois de mars au mois d'avril, le déficit de la balance commerciale a passé de 118 à 289 millions de livres.

L'*Italie* subit le fléchissement conjoncturel le plus important de l'après-guerre. Contrairement aux prévisions initiales, on s'attend à ce que le produit national brut décroisse de 3%, et l'investissement de 10 à 15%. Les chefs d'entreprises estiment que les entrées de commandes diminueront de 20% et que la production industrielle fléchira de 8% au moins, en raison de la stagnation de la demande globale. Ces prévisions pressimistes reposent sur les chiffres des premiers mois de l'année et sur le nombre élevé des grèves. A la fin du mois de mars, la production avait diminué de 14,3% par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

La hausse des prix s'est modérée quelque peu. Au mois de mars, l'indice du coût de la vie est monté de 0,1%, taux le plus bas depuis le mois de juin 1971. Le taux annuel d'inflation a passé de 26,4% à la fin du mois de novembre à 20,4% à la fin du mois d'avril. Les mesures prises par les autorités, qui ont restreint le crédit de façon draconienne, perçu pendant un certain temps un dépôt de 50% à l'importation et limité les exportations de devises, ont contribué à l'amélioration de la balance des paiements. Au mois de mars, cette balance s'est soldée par un excédent de 53 milliards de livres. La baisse du cours de la lire a facilité les exportations, qui ont connu un développement très satisfaisant.

Au premier trimestre, les indices de l'économie américaine ont continué de baisser. Toutefois, l'indice conjoncturel global, que le gouvernement a fait réviser au cours des derniers mois, et qui comprend 12 indices partiels, a accusé une hausse de 4,2% à la fin du mois d'avril. Parmi les indices partiels déjà disponibles, 10 étaient en hausse et un seul, le taux d'approvisionnement

en monnaie, était en baisse. Si l'on convertit les estimations provisoires du premier trimestre en données annuelles, on constate que le produit national brut réel des *Etats-Unis* a décliné de 10,4%. Cette diminution est la plus forte depuis 29 ans. La production industrielle a poursuivi sa régression, qui s'est inscrite à 12,3% au mois d'avril, et le chômage a atteint le niveau record de 9,2% au mois de mai. La baisse des prix de gros au premier trimestre ne se répercute que lentement sur les prix à la consommation, qui ont enregistré, au mois de mars, la hausse la plus faible depuis le blocage des prix appliqué en 1973. Dans les principales industries, la situation reste défavorable pour l'instant. La relance ne se manifeste pas encore dans l'industrie de la construction, et les ventes d'automobiles continuent de diminuer. Il semble, en particulier, que la réduction des stocks influe toujours négativement sur la production, sur le marché du travail et sur les bénéfices. Au premier trimestre, ces derniers sont tombés de 12%.

Après de longues discussions, le Congrès a adopté un programme de réductions fiscales se chiffrant à 24,8 milliards de dollars. Ainsi, le déficit de l'année budgétaire 1975/76 atteindra 70 milliards de dollars au minimum. Les besoins financiers des pouvoirs publics qui en résultent auront vraisemblablement des effets sur le marché monétaire.

La balance américaine des paiements s'est améliorée sensiblement. Le déficit de la balance des règlements officiels a passé de 4,5 milliards de dollars au quatrième trimestre de 1974 à 2,8 milliards au premier trimestre de 1975.

Au *Japon*, le creux de la vague semble être dépassé. Bien que le chômage ait encore augmenté et que 30 à 40% de l'appareil de production industrielle ne soient pas utilisés, une nette relance se dessine dans différents secteurs, tels celui des grands magasins et celui des ventes de voitures à des particuliers. Contrairement aux autorités d'autres pays industrialisés, le gouvernement japonais continue de donner la priorité à la lutte contre l'inflation. Cette politique a été couronnée de succès, puisque la hausse du coût de la vie a diminué: par rapport à la période correspondante de l'année précédente, elle a passé de 25,8% au mois d'octobre à 14% au mois de mars. Cette tendance dégressive apparaît encore plus nettement dans l'évolution des prix de gros. Les succès de la politique économique japonaise ne se limitent pas à la lutte contre l'inflation, mais s'étendent à la balance des paiements, dont le déficit s'est réduit de 13,4 à 3,4 milliards de dollars. Selon des estimations prudentes, le produit national brut a diminué de 1 à 2% durant l'année fiscale qui allait du mois d'avril 1974 au mois de mars 1975. Le chômage a atteint 2% de la population active, taux élevé pour le Japon. En raison des majorations de salaire de 14 à 15% que les syndicats ont obtenues, un pouvoir d'achat supplémentaire s'est formé, qui devrait stimuler la consommation.

## Les événements monétaires internationaux

La *faiblesse du dollar* qui, après quelques mois de sta-

bilité relative était apparue vers la fin de l'an passé a marqué les *marchés des changes* durant la période examinée. Elle s'est manifestée surtout par rapport au franc suisse. Au début du mois de mars, une petite amélioration s'est produite, en raison principalement d'une légère hausse des taux d'intérêt américains à court terme. Toutefois, la chute de la *livre sterling* a fait baisser de nouveau le cours du dollar durant la première quinzaine du mois de mai. En revanche, le niveau relativement élevé des taux d'intérêt en France et l'évolution favorable de la balance commerciale de ce pays ont permis au cours du *franc français* de se raffermir. Il est remonté à un niveau qui était le sien antérieurement, à l'intérieur du serpent monétaire européen. Aussi, le président de la République a-t-il annoncé, le 9 juin, l'intention de la France de réintégrer le serpent. Le cours de la *lire* s'est rétabli quelque peu, alors que le cours du *mark allemand* a évolué assez longtemps dans la partie inférieure du serpent et a dû être soutenu.

En raison de la faiblesse croissante du dollar et de la demande subite de francs suisses, le Conseil fédéral et la Banque nationale avaient adopté des mesures, durant la seconde moitié du mois de novembre, pour lutter contre l'afflux de fonds étrangers. Deux mois plus tard, ils ont dû renforcer considérablement ces dispositions, comme on le verra plus loin. Au début de l'année, la Banque nationale a repris ses *achats de soutien* sur le marché, alors qu'elle n'était plus intervenue depuis la libération du cours du franc, le 23 janvier 1973. Au début du mois de février, elle a convenu avec les banques centrales des Etats-Unis et de la République fédérale d'Allemagne, de coordonner largement ce genre d'interventions. Cet accord tend à modérer l'évolution du cours du dollar, à restreindre l'ampleur des variations de cours et, d'une façon générale, à préserver les mécanismes du marché.

Afin de concourir dans la mesure du possible à l'établissement de relations monétaires plus stables, la Banque nationale, mandatée par le Conseil fédéral, a examiné la question d'une éventuelle entrée du franc suisse dans le *serpent monétaire*. Ce dernier comprend actuellement le mark allemand, le franc belge, le florin hollandais, ainsi que les couronnes danoise, norvégienne et suédoise. Des cours de change fixes existent entre ces monnaies, et les banques centrales sont tenues d'intervenir sur les marchés des changes chaque fois que les cours effectifs sont inférieurs ou supérieurs aux cours fixes de plus de 2¼%.

L'intérêt que la Suisse porte au serpent monétaire ne résulte guère de considérations à court terme. Pour notre pays, il convient surtout de restreindre l'instabilité des relations monétaires internationales. Dans cette perspective, il y a lieu de procéder de façon pragmatique et d'établir tout d'abord des relations stables de change entre les pays dans lesquels l'évolution des prix et les objectifs économiques sont analogues.

Le Conseil fédéral n'a pas encore pris de décision sur l'entrée du franc dans le serpent monétaire. Jusqu'à maintenant, les examens techniques n'ont pas dévoilé d'obstacles infranchissables. La Suisse a donc manifesté

son intérêt à une adhésion. Dans le cadre des discussions prioritaires sur la réintégration de la France au sein du groupement monétaire, certaines adaptations du système ont été envisagées, que la Suisse devra, le cas échéant, soumettre encore à un examen.

Les travaux portant sur un deuxième *mécanisme spécial de crédit du Fonds monétaire international* (FMI), qui vise à recycler les fonds pétroliers ne servant pas immédiatement à l'acquisition de biens, de services ou de participations financières, sont presque terminés. Par ce mécanisme, le FMI peut octroyer des crédits spéciaux aux pays qui, en raison du renchérissement du pétrole, ont des problèmes particuliers dans leurs échanges avec l'étranger. Le premier mécanisme, mis sur pied en 1974, disposait de quelque 3 milliards de dollars, fournis presque exclusivement par des pays producteurs de pétrole. En revanche, le nouveau projet, auquel participent également des pays industrialisés dont la balance des revenus évolue assez favorablement, prévoit un montant de 6 milliards de dollars pour 1975. La Suisse a l'intention d'apporter son concours, qui pourrait s'inscrire à 180 millions de dollars environ.

Puisque le renchérissement du pétrole a accentué le déséquilibre des balances des revenus, les Etats membres de l'OCDE, dont la Suisse, ont signé une convention instituant un *fonds de soutien financier* de 25 milliards de dollars. Un Etat signataire ne peut obtenir un crédit de ce fonds, appelé aussi *filet de sécurité*, que s'il a épuisé toute autre possibilité de financement. En outre, les promesses de crédit sont soumises à de strictes conditions relatives à la politique économique, commerciale et énergétique du pays intéressé. Les crédits sont financés par les contributions des Etats signataires ou par le lancement d'emprunts garantis par tous ces Etats.

Actuellement, les discussions relatives à la *réforme des statuts du FMI* portent avant tout sur deux problèmes.

Le premier a trait au *rôle futur de l'or* dans le système monétaire international. Deux thèses s'opposent: celle de la démonétisation et celle de la banalisation de l'or. Selon la première thèse, d'autres instruments de réserve doivent remplacer progressivement l'or et ramener ainsi sa fonction à celle d'une simple matière première. La cession au marché des réserves d'or des banques centrales et du FMI permettrait d'atteindre ce résultat. Selon la seconde thèse, l'importance qualitative de l'or monétaire diminuerait ensuite de la croissance des autres réserves monétaires, sans que l'or soit exclu, pour autant, des transactions monétaires. Une utilisation accrue de l'or pour le règlement des soldes des balances des paiements serait toujours possible. Au cours de l'été passé, les Etats membres des Communautés européennes s'étaient prononcés, en principe, pour une telle solution. La discussion sur le rôle futur de l'or en tant que moyen de réserve a englobé aussi la question soulevée par l'emploi de l'encaisse-or que détient le FMI. Les opinions divergent; suivant certains points de vue, le FMI doit vendre une partie de son or sur le marché, suivant d'autres, il doit le rendre aux Etats qui le lui avaient remis à titre de contribution.

Le second problème concerne la majoration des *quotas attribués aux membres du FMI*. On envisage de la fixer à un peu plus de 30%. La part relative des pays producteurs de pétrole serait doublée et portée à près de 10%, tandis que celle des autres pays en voie de développement resterait inchangée. Par conséquent, la part des pays industrialisés devrait diminuer. Il s'agit dès lors de savoir quels Etats devraient subir une réduction de leur quota et, par conséquent, de l'étendue de leur droit de vote. Cette question est en corrélation étroite avec le problème des minorités de blocage.

Le Groupe des Dix et le Comité intérimaire du FMI se sont réunis à Paris, du 10 au 13 juin, afin de tenter de résoudre ces problèmes et de réviser les statuts du FMI. Ces négociations devraient permettre de prendre des décisions définitives lors de l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, qui aura lieu au début du mois de septembre, à Washington.

### L'évolution de l'économie suisse

Depuis la fin de l'an dernier, la conjoncture s'est détériorée dans notre pays. La demande a fléchi considérablement, non seulement dans l'industrie intérieure et l'artisanat, mais aussi dans l'industrie d'exportation. La consommation privée et l'investissement ont fléchi. Selon les estimations officielles, il faut s'attendre, cette année, à une diminution de 3,5% du produit national brut réel. Ce serait le ralentissement le plus important de l'activité économique depuis 1950. Le fléchissement de la demande intérieure et extérieure a modifié fondamentalement la situation du marché du travail. Les offres d'emplois ont augmenté beaucoup moins fortement que le nombre de personnes qui cherchent du travail. Les réductions de travail ont continué à s'étendre. Le renchérissement s'est encore ralenti, surtout dans le commerce de gros.

Comme la récession semble terminée ou sur le point de l'être dans différents pays dont l'influence sur la conjoncture internationale est déterminante, il se peut que le fléchissement de l'activité économique s'atténue en Suisse également. L'approvisionnement en monnaie satisfait aux exigences d'une relance. Par ailleurs, la Confédération a l'intention d'éviter, par des investissements supplémentaires, tout excès dans la restructuration du secteur de la construction. Certains cantons ont annoncé aussi des programmes de constructions. En outre, la Confédération se propose de libérer des réserves de crise de l'économie privée, en particulier celles de l'industrie horlogère, de l'industrie des textiles et de l'habillement, ainsi que des entreprises jouant un rôle particulièrement important sur le plan local, régional ou dans l'ensemble de l'économie.

Puisque l'accroissement modéré de la masse monétaire précède la relance de quelques mois, qu'une amélioration de la demande étrangère et une animation de la demande dans le secteur de la construction se font sentir après un certain temps seulement et que, de surcroît, des entreprises aux carnets de commandes mal garnis conservent leur effectif de main-d'œuvre, il se pourrait, comme la statistique l'a montré souvent, que le sous-

emploi s'accroisse encore légèrement avant de diminuer.

Dans la lutte contre le renchérissement, quelques succès ont été enregistrés qui demeurent néanmoins insuffisants. Cette lutte n'a donc pas perdu de son importance. Par conséquent, il convient de mener avec circonspection la politique tendant à stimuler la demande, si l'on veut éviter que, au moment où les effets des mesures prises se feront sentir pleinement, les tendances à l'expansion ne s'accumulent et ne renforcent une inflation déjà très élevée.

Au premier trimestre, l'emploi a diminué encore dans l'industrie. Selon une enquête de l'Institut de recherches économiques de l'Ecole polytechnique fédérale de Zurich, l'utilisation de l'appareil de production a passé de 90% au premier trimestre de 1974 à 80% au premier trimestre de 1975. Le nombre des heures supplémentaires a diminué considérablement.

La récession a commencé à s'accroître sur le marché du travail; le nombre des chômeurs enregistrés est monté de 1030 à la fin du mois de décembre à 5661 à la fin du mois d'avril. Durant cette période, le nombre des chômeurs a augmenté de 1458 dans les industries des métaux, de 488 dans l'industrie de la construction, de 688 dans les branches commerciales et les bureaux, de 503 dans les professions techniques et de 310 dans les arts graphiques. Compte tenu du travail à temps réduit, qui ne peut être qu'estimé, les prévisions officielles relatives au taux de chômage en 1975 s'élèvent à environ 3%, en moyenne annuelle.

En raison des mesures prises et de l'évolution conjoncturelle, les poussées inflationnistes se sont atténuées. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la hausse de l'indice des prix à la consommation s'est chiffrée, en moyenne, à 8,3% pendant les quatre premiers mois de 1975, alors qu'elle s'inscrivait à 10% en 1974. Au mois de janvier, l'indice dépassait de 7,3% le niveau enregistré une année auparavant, au mois de février, de 8,4%, au mois de mars, de 8,3% et au mois d'avril, de 9,2%. La montée, un peu plus rapide de l'indice global au mois d'avril, est imputable à l'indice partiel du chauffage et de l'éclairage, qui s'est élevé de 5%. Pour la première fois depuis le mois de septembre, le prix du mazout a augmenté.

En examinant les prix de gros, on constate que la détente se poursuit, du fait de la récession internationale et de la réévaluation du franc suisse sur les marchés des changes. La progression annuelle de l'indice, qui était encore de 17,2% au mois de septembre, est tombée à 5,5% au mois de février; elle a même fait place à une baisse de 1% au mois de mars et de 1,8% au mois d'avril. Par rapport à l'année précédente, les prix des marchandises importées ont diminué de 10,4% au mois de mars et de 11,1% au mois d'avril. La hausse annuelle des prix des marchandises indigènes a régressé aussi sensiblement. Elle s'est inscrite à 3,3% au mois de mars et à 2,7% au mois d'avril.

Si l'on en juge d'après le chiffre d'affaires du commerce de détail, la consommation privée a fléchi depuis le pre-

mier trimestre de 1973. Déduction faite du renchérissement, les affaires ont diminué de 4,7% en 1974. Cette tendance s'est poursuivie au cours des derniers mois. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le chiffre d'affaires du commerce de détail a baissé, en valeur réelle, de 9,4% au mois de mars et de 10,4% au mois d'avril. Les consommateurs ont modifié leur comportement, dans la mesure où ils attachent davantage d'importance aux prix et font montre d'une plus grande circonspection, surtout lorsqu'il s'agit de biens de consommation durables.

Sous l'effet de la conjoncture, *l'investissement* s'est affaibli également. Le fléchissement a été particulièrement marqué dans la construction, mais les investissements en biens d'équipement ont décliné aussi. Par rapport à la période correspondante de 1974, ils ont diminué de 17,6% au premier trimestre.

Selon les enquêtes de la Société suisse des entrepreneurs, l'effectif de la main-d'œuvre dans *l'industrie de la construction* a diminué de 66134 en deux ans, passant de 216409 à la fin du mois de mars 1973, ce qui correspondait au plein-emploi, à 150275 à la fin du mois de mars 1975. Saturée, la demande de constructions a fléchi encore plus fortement, surtout dans le bâtiment. Au début du mois d'avril, les réserves de travail dans le bâtiment et le génie civil étaient, en valeur réelle, de 50% inférieures à celles de la date correspondante de 1974. Du premier trimestre de 1974 au premier trimestre de 1975, le nombre des constructions autorisées dans les communes de plus de 2000 habitants a décliné de un tiers, du dernier trimestre de 1974 au trimestre suivant, de 17,2%. Par rapport au premier trimestre de 1974, le nombre de logements terminés a fléchi de 0,6%.

Dans le *commerce extérieur*, le fléchissement de la croissance réelle enregistré depuis les trois derniers mois de 1974 s'est accentué, durant le premier trimestre, plus vigoureusement qu'on ne s'y attendait. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la valeur des exportations a décliné de 7,2%, alors qu'elle avait encore augmenté de 9,5% au trimestre antérieur. Les prix à l'exportation sont montés moins fortement qu'au trimestre précédent. Les importations ont régressé de façon encore plus sensible que les exportations. Au premier trimestre, leur valeur est tombée de 16,4%, compte tenu d'un renchérissement de 1%. Leur volume a diminué de 16,7%.

Par rapport à la période correspondante de 1974, le volume des importations a décliné de 12,4% au mois d'avril, et celui des exportations, de 9,2%. Le *déficit de la balance commerciale* a continué ainsi de se réduire. Pendant les quatre premiers mois de l'année, il a diminué de 1554,5 millions de francs, ou de 50,6%, par rapport à 1974.

Au quatrième trimestre de 1974, l'indice de la *production industrielle* a fléchi de 4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Il s'agit là d'un fait sans précédent depuis l'introduction de l'indice, en 1958. Dans l'industrie du papier, dans l'industrie chimique et dans l'industrie horlogère, l'augmentation enregist-

trée encore au troisième trimestre a fait place à une diminution de la production. Sur les 12 catégories d'industries comprises dans la statistique, seule l'industrie des machines et appareils a pu accroître sa production. En plus du revirement intervenu dans la chimie, dans l'industrie du papier et l'industrie horlogère, des baisses sensibles ont frappé les industries du bois, de la pierre et de la terre, ainsi que la métallurgie. De façon générale, on produit davantage pour les stocks, dont le volume dépasse partout la moyenne.

Dans *l'industrie horlogère*, la conjoncture s'est renversée au second semestre de 1974, comme le montre la diminution des ventes. Au mois de mars 1975, les stocks de produits finis ont atteint à peu près le double de leur état normal. Tout en restant inférieure à celle de la période correspondante de l'an passé, la valeur des exportations a augmenté au premier trimestre. Par contre, le nombre de pièces exportées a diminué.

Dans *l'industrie des machines et appareils*, les entrées de commandes suisses et étrangères ont diminué. Ainsi, les commandes en portefeuille se sont réduites. Selon une enquête de l'Institut de recherches économiques de l'Ecole polytechnique fédérale de Zurich, les entreprises disposaient, au premier trimestre, d'une réserve de travail de huit mois. Les stocks de matières premières et de produits finis sont montés, la production a diminué.

La situation n'est pas non plus satisfaisante dans la *métallurgie*. Depuis le mois de juillet 1974, les entrées de commandes se sont ralenties. Les constructions métalliques ont diminué particulièrement, en raison de la récession et des problèmes de structures qui touchent le secteur de la construction. Depuis le mois de février, les entrées de commandes de l'étranger ont augmenté légèrement.

Dans *l'industrie textile*, l'utilisation de l'appareil de production et les entrées de commandes ont continué de fléchir au premier trimestre. Au cours du trimestre précédent, la production a décliné de 7%. Durant la première moitié du mois de mai, la valeur des ventes de textiles semble avoir augmenté quelque peu par rapport à la période correspondante de 1974. Toutefois, la situation diffère fortement d'une branche à l'autre. La demande de spécialités semble être toujours soutenue.

Depuis la fin de 1974, le *tourisme* s'est animé quelque peu. Le nombre des nuitées a passé de 2 millions au mois de décembre à 3,1 millions au mois de mars. L'augmentation de la clientèle suisse a compensé une diminution passagère de la clientèle étrangère. Au mois de mars, l'apport de l'étranger a atteint le niveau record de 1,95 million de nuitées. Le taux d'accroissement par rapport au mois de mars 1974 s'est inscrit à 15,2%. Il est dû surtout à un afflux extraordinaire de clients allemands, dont les nuitées ont augmenté de 42,8%. En examinant ces résultats, il faut tenir compte du fait que les fêtes de Pâques sont tombées cette année au mois de mars.

Considérant les difficultés de trésorerie que connaissent certaines branches de l'industrie d'exportation et

qui peuvent mettre en péril des places de travail, la Banque nationale a conclu avec les banques un accord visant à faciliter le *financement des exportations*. Cette convention est entrée en vigueur le 1er mai 1975. Elle prévoit que les banques accordent des crédits d'exportation à l'industrie horlogère, à l'industrie textile et à l'industrie de la chaussure principalement. La forme de crédit retenue est l'escompte à un taux préférentiel d'effets de change libellés en francs suisses. La Banque nationale est disposée à réescompter ces effets à des conditions particulières.

En raison des particularités qui sont liées aux commandes passées à l'industrie textile, l'institut d'émission a prévu d'accorder des garanties de change, strictement limitées quant au temps et quant à l'objet, pour les commandes subséquentes.

En outre, la Banque nationale a conclu une autre convention relative aux crédits à l'exportation que les grandes banques accordent à long terme. Cette convention s'applique à des crédits d'un montant minimal de 30 millions de francs et d'une durée d'au moins trois ans. Les grandes banques renoncent à la clause-intérêt sur les euro-francs qui renchérit le crédit. En revanche, l'institut d'émission leur accorde des possibilités de réescompte.

En outre, la Banque nationale s'est déclarée disposée à contribuer au financement d'un supplément budgétaire, au cas où la Confédération déciderait d'effectuer des investissements conjoncturels. Par ailleurs, les banques cantonales ont obtenu l'assurance de pouvoir réescompter des descriptions cantonales pour un montant fixé provisoirement à 300 millions de francs. Cette promesse de crédit s'applique surtout à des investissements qui ne pourraient pas être réalisés en raison de difficultés de trésorerie ou qui sont faits dans des régions particulièrement touchées par la récession.

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

Comme sur les marchés étrangers, les taux d'intérêt ont baissé en Suisse depuis le début de l'année. Le marché des capitaux a bien accueilli les nouveaux emprunts, de sorte que la Banque nationale a pu assouplir le contrôle des émissions et libéraliser les exportations de capitaux. Quoique le montant des émissions ait augmenté, les émetteurs ont pu abaisser de  $\frac{1}{2}\%$ , au premier trimestre, les taux d'intérêt appliqués aux emprunts. Tenant compte de la situation du marché, la Banque nationale a réduit le taux officiel de l'escompte de  $\frac{1}{2}\%$ , à partir du 3 mars, et l'a ramené ainsi à  $5\%$ . Le 20 mai, elle l'a fixé à  $4\frac{1}{2}\%$  et a fait passer le taux des avances sur nantissement, qu'elle n'avait pas modifié au mois de mars, de  $6$  à  $5\frac{1}{2}\%$ . La baisse des taux officiels a pour but de maintenir un écart entre les taux d'intérêt suisses et étrangers, ce qui joue un rôle dans la formation des cours de change. Par ailleurs, elle doit permettre aux banques d'ajuster leurs conditions aussi bien aux besoins de l'industrie intérieure qu'à ceux de l'industrie d'exportation.

Au premier semestre, le cours du franc a continué de monter sur les marchés des changes. Soucieux de pré-

server la capacité concurrentielle de l'économie suisse, le Conseil fédéral et la Banque nationale ont dû renforcer les mesures prises contre les afflux de fonds étrangers aux mois de novembre et de décembre, et intervenir sur le marché des changes.

Dans une déclaration commune qu'ils ont faite au début de l'année, le Conseil fédéral et la Banque nationale ont précisé la politique de l'argent et du crédit qu'ils entendaient mener en 1975. Ils ont l'intention de poursuivre leur lutte contre l'inflation, tout en évitant une détérioration de l'emploi consécutive aux mesures monétaires. Après avoir résorbé, au second semestre de 1974, l'excédent de monnaie qui s'était formé au cours des années précédentes, l'institut d'émission se propose d'augmenter, en 1975, d'environ 3 milliards de francs la masse monétaire M1, qui comprend les pièces de monnaie, les billets, ainsi que les avoirs à vue en banque et en comptes de chèques postaux. Ainsi, la baisse graduelle du taux de l'inflation doit se poursuivre sans que l'approvisionnement judicieux de l'économie en monnaie et en crédit ne soit entravé. Pour accroître comme prévu la masse monétaire, les conditions du moment nécessitaient une extension de  $6\%$  de la base monétaire (billets et avoirs des banques en comptes de virements = moyens de paiement créés par l'institut d'émission), ou de quelque 1,5 milliard de francs. Afin de parvenir à l'objectif fixé à la masse monétaire M1, un accroissement un peu plus marqué de la base monétaire, sur laquelle la Banque nationale peut influencer directement, pourrait s'avérer indispensable suivant l'évolution de la demande de monnaie, c'est-à-dire du crédit.

En raison de la situation régnant dans le secteur de la construction, la limitation de l'expansion du crédit a été assouplie sensiblement à partir du 15 janvier. Depuis lors, les prêts en faveur de la construction de logements d'intérêt général n'y sont plus soumis. Sur demande, les crédits destinés à l'élaboration de projets jusqu'à la fin de la phase de préparation, à la construction de logements non luxueux et à des travaux d'équipement collectif, dont le financement pouvait être partiellement imputé au contingent spécial, peuvent être exceptés de la limitation.

Le changement de conjoncture et, partant, la diminution de la demande de crédit ont incité le Conseil fédéral, d'entente avec la Banque nationale, à abroger la limitation de l'expansion du crédit à partir du 1er mai. L'institut d'émission a recommandé instamment aux banques de rester prudentes et d'observer certaines priorités dans l'octroi de crédits. Elles sont invitées à porter leur attention sur les demandes des entreprises concurrentielles qui éprouvent des difficultés de trésorerie à la suite du changement de conjoncture, sur les demandes des industries d'exportation handicapées par l'évolution des cours de change et sur les demandes des personnes privées ou publiques qui ont l'intention d'effectuer des investissements indispensables à la création de postes de travail. Dans les octrois de crédit, il convient de procéder à une répartition par région et par branche, qui favorise une croissance équilibrée, surtout dans les régions de montagne et dans les régions économiquement moins déve-

loppées. Malgré l'abrogation de la limitation du crédit, les banques ayant dépassé leur quote-part à la fin du mois d'avril devront, au mois de juin, verser l'excédent à la Banque nationale, où il restera bloqué pendant trois mois sur un compte spécial. Au mois de juin également, l'institut d'émission libérera les sommes bloquées à la suite des dépassements de la fin du mois de janvier. Si l'on n'avait pas appliqué de sanctions aux dépassements à la fin du mois d'avril, les établissements qui ont observé les prescriptions auraient été lésés.

Au mois de janvier, les banques ont dû rembourser les 5,3 milliards de francs que l'institut d'émission leur avait octroyés pour financer l'échéance annuelle. Sur ce montant, le crédit d'escompte et les avances sur nantissement atteignaient 2,4 milliards de francs, les swaps dollars contre francs, 2,7 milliards de francs. Afin d'influer sur les changes, la Banque nationale avait accordé d'autres swaps, au mois de décembre, d'une durée de 30 ou 90 jours et d'un montant de 1,3 milliard de francs. Le reflux saisonnier des billets en circulation et les disponibilités supplémentaires consécutives aux interventions que la Banque nationale a effectuées à partir du 6 janvier sur le marché des changes ont facilité le remboursement de cette aide temporaire. Jusqu'à la mi-janvier, les achats de devises ont atteint 1,2 milliard de francs. Vu les objectifs qu'il avait assignés à l'évolution de la masse monétaire, et pour ne pas restreindre exagérément ses possibilités d'intervention sur le marché des changes, l'institut d'émission a résorbé, à la fin du mois de février, environ 500 millions de francs en prélevant des avoirs minimaux supplémentaires sur les engagements envers l'étranger. Ultérieurement, il a compensé ses achats de dollars dans la mesure souhaitable, non par le prélèvement d'avoirs minimaux, mais par la conversion obligatoire des capitaux dont l'exportation est soumise à autorisation. Depuis le 19 décembre, les banques sont tenues de convertir en dollars à la Banque nationale, et non plus sur le marché, les capitaux exportés.

La baisse des taux appliqués aux dépôts à terme reflète l'aisance dont le marché a fait preuve au premier trimestre. En quatre étapes, les banques ont réduit les taux de 1 à 2½ %, suivant la durée des dépôts. Ces modifications ont eu lieu à la fin du mois de janvier, ainsi qu'aux mois de février et de juin.

Les taux ont passé de 6 à 3½ % pour les dépôts de 3 à 5 mois, de 6¼ à 4¼ % pour les dépôts de 6 à 11 mois et de 6½ à 5½ % pour les dépôts de 12 mois. Les réductions ont coïncidé avec celles des taux appliqués aux dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc. Du mois de janvier au mois de mars, le taux de l'euro-franc est descendu de 9 à environ 4½ %, pour s'établir à 3¼ % à la mi-juin. Le 1er avril, les banques ont abaissé le taux d'escompte privé de 7 à 6½ %.

Afin de financer la première échéance trimestrielle, l'institut d'émission a conclu avec les banques des swaps à court terme dollars contre francs, pour un montant de 2,1 milliards de francs. Compte tenu du recours au crédit traditionnel de la Banque nationale, l'aide financière totale s'est chiffrée à 4,3 milliards de francs. Le verse-

ment sur un compte bloqué des dépassements de crédit enregistrés à la fin du mois de janvier, qui s'élevaient à 700 millions de francs en chiffre rond, n'a pas eu d'effet sur les disponibilités; en effet, les montants bloqués au mois de janvier, qui frappaient les dépassements constatés à la fin du mois d'octobre, ont été libérés, compensant pratiquement les nouvelles sanctions. Au mois d'avril, l'aisance du marché monétaire a diminué; les avoirs en comptes de virements que l'économie détient à la Banque nationale sont tombés, pour la première fois de l'année, au-dessous de 5 milliards de francs. Pour- suivant une politique qui vise à assurer un approvisionnement suffisant en monnaie, l'institut d'émission a réduit d'environ 300 millions de francs, à la fin du mois d'avril, les avoirs minimaux sur les engagements envers l'étranger. Néanmoins, les banques ont dû financer l'échéance de la fin du mois d'avril, qui n'est pourtant pas l'une des plus importantes, en recourant au crédit de la Banque nationale pour le montant relativement élevé de 1 milliard de francs. Malgré ces tensions passagères, le taux appliqué aux dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc a continué de baisser, pour se fixer à 4 % à la fin du mois de mai. A cette époque, l'institut d'émission a libéré des avoirs minimaux pour un montant de 400 millions de francs, en raison de l'évolution de la conjoncture et du marché des changes. Puis- que les dépassements de crédit ont diminué au mois d'avril, les disponibilités bancaires ont augmenté de plus de 0,5 milliard de francs à la fin de ce mois.

Du mois de janvier au début du mois de juin, les interventions de la Banque nationale sur le marché des changes se sont inscrites à environ 4 milliards de francs. Comme, durant la même période, l'obligation de convertir en dollars les capitaux exportés a réduit les disponibilités bancaires de près de 2,4 milliards de francs et que la Banque nationale a libéré des avoirs minimaux pour un montant d'environ 150 millions, la base monétaire s'est accrue, au total, de 1,7 milliard.

Sur le marché des capitaux, une poussée saisonnière marquée est apparue dans les placements après le début de l'année. Le fléchissement des taux d'intérêt sur les marchés monétaires internationaux et le sentiment que l'évolution des taux avait dépassé son point culminant ont provoqué l'arrivée sur le marché de nombreux fonds en attente. Pour le premier trimestre, la Banque nationale avait fixé, entre 1,1 et 1,24 milliard de francs le montant maximal d'argent frais que l'on pouvait recueillir par l'émission d'emprunts suisses. Elle avait aussi assoupli légèrement son contrôle des émissions, afin d'aplanir autant que possible les difficultés de consolidation. Comme le lancement des emprunts a connu un franc succès et que certaines souscriptions ont dépassé très largement les montants offerts, la Banque nationale a relevé après coup le plafond des émissions de 185 millions, le fixant alors à 1,4 milliard de francs en chiffre rond. Au début du mois de février, l'emprunt fédéral 7¼ %, dont le montant s'élevait à 250 millions de francs, a été bien placé. Vers la fin de ce mois, les cantons et les usines électriques ont pu abaisser de ¼ % le taux d'intérêt de leurs emprunts, qui s'est inscrit respectivement à 7¼ et à

8%. Au mois de mars, ils ont procédé à une nouvelle réduction de  $\frac{1}{4}\%$ . La Confédération a émis des bons de caisse à 7% d'un montant de 250 millions de francs et d'une durée de 7 ans.

A titre d'essai, la Banque nationale a renoncé à fixer un plafond des émissions pour le deuxième trimestre. Cependant, la Commission des émissions n'a pu autoriser, pour des raisons techniques, que 45 des 67 emprunts annoncés. Le montant de ces 45 émissions a atteint presque 2 milliards de francs.

Au mois d'avril, les cours avant la cotation en bourse ont été tantôt inférieurs, tantôt supérieurs aux prix d'émission. La tendance des investisseurs à sélectionner leurs placements et une légère modification du climat qui régnait sur le marché ont amené les banques à réduire partiellement les montants des émissions prévues. Dans certains cas, elles n'ont fixé définitivement les montants qu'après avoir pris connaissance des résultats des souscriptions. Un seul échec a été enregistré. Durant la seconde moitié du mois de mai, le marché des capitaux s'est stabilisé, sans que l'on ait dû modifier les conditions. Le rendement moyen des emprunts fédéraux, qui s'était chiffré à 7,42% au mois d'octobre et à 7,17% à la fin de l'année, est descendu à 6,66% à la fin du mois de février. Durant la seconde moitié du mois de mars, il est monté à 6,86%, pour redescendre à 6,75% au mois de mai. Cette situation a permis à la Banque nationale de liquider pratiquement le portefeuille d'obligations qu'elle avait constitué l'été dernier afin de soutenir les cours.

En 1975, les afflux de fonds à moyen terme dans les banques se sont ranimés nettement. La demande extraordinaire en obligations de caisse a amené les établissements de crédit, aux mois de février et de mars, à abaisser de  $\frac{1}{2}\%$  en moyenne les taux maximaux autorisés depuis le 2 décembre. A partir du 6 mars, toutes les grandes banques ont ramené de  $7\frac{1}{4}$  à  $6\frac{3}{4}\%$  les taux appliqués aux titres d'une durée de 3 à 4 ans, de  $7\frac{1}{2}$  à 7% les taux appliqués aux titres d'une durée de 5 à 6 ans et de  $7\frac{3}{4}$  à  $7\frac{1}{2}\%$  les taux appliqués aux titres d'une durée de 7 à 8 ans. Ces derniers temps, la demande d'obligations de caisse s'est ralentie quelque peu. Dans 72 banques qui remettent des données mensuelles à la Banque nationale, les fonds recueillis par l'émission d'obligations de caisse ont augmenté de 13,9% au premier trimestre, alors qu'ils avaient diminué de 0,7% durant la période correspondante de 1974. Les dépôts d'épargne se sont accrus de 2,9%, contre 1% l'an passé; les fonds versés sur des livrets et carnets de dépôts ont progressé de 3,9%, après avoir fléchi de 0,6% en 1974. L'ensemble de ces fonds de tiers qui avait augmenté de 0,3% au premier trimestre de l'an passé, s'est accru de 6,2% en 1975.

L'aisance du marché des capitaux a permis à la Banque nationale de libéraliser les exportations de capitaux et, par conséquent, de renforcer la demande de devises. Pour le premier trimestre, l'institut d'émission a fixé le montant maximal des crédits et prêts soumis à autorisation à 500 millions de francs, celui des obligations à

moyen terme libellées en francs suisses à 700 millions de francs. Par la suite, il a porté ce dernier montant à 1 milliard de francs environ. Il a décidé que les emprunts étrangers libellés en francs suisses pourraient s'élever au total à 230 millions de francs aux mois de janvier et février, à 340 millions aux mois de mars et avril, et à 350 millions aux mois de mai et juin. A la mi-mai, la Banque nationale a renoncé, jusqu'à nouvel avis, à limiter les exportations de capitaux sous forme d'obligations à moyen terme et de crédits.

Au mois de janvier, il s'est avéré nécessaire de renforcer les mesures prises au mois de novembre contre les afflux de fonds étrangers. L'interdiction de rémunérer les avoirs étrangers libellés en francs suisses qui ont afflué dans les banques depuis le 31 octobre, y compris les fonds fiduciaires, a été étendue à l'ensemble de ces avoirs à partir du 22 janvier. En même temps, les autorités ont porté de 3 à 10% la commission trimestrielle prélevée sur l'accroissement de ces avoirs depuis le 31 octobre. Pour éviter que ces dispositions ne soient éludées, la Banque nationale a réduit davantage encore le montant autorisé des ventes à terme de francs suisses à des étrangers. A partir du 23 janvier, elle a remis en vigueur l'ordonnance concernant les positions en monnaies étrangères des banques dont l'application était suspendue depuis le 1er octobre 1973. Les banques sont donc tenues de couvrir chaque jour leurs engagements en monnaie étrangère, y compris leurs engagements à terme, par des avoirs en monnaie étrangère. Le Conseil fédéral ayant modifié l'ordonnance au mois de mars, ses effets ont pu être renforcés à partir du 1er avril. Les banques doivent maintenant couvrir séparément leurs engagements en chacune des monnaies importantes. On veut ainsi décourager la constitution de positions spéculatives en certaines monnaies.

Par ailleurs, la Banque nationale a conclu une convention avec les banques, qui doit lui donner une meilleure vue d'ensemble des événements survenant sur le marché des changes. Les banques ont convenu de communiquer à l'institut d'émission toutes les opérations au comptant ou à terme, à l'exception des swaps, qu'elles effectuent contre des francs suisses et qui atteignent au moins 5 millions de dollars ou leur contre-valeur. Pour accroître l'efficacité de cette convention, la Banque nationale a conclu un accord analogue avec les holdings, les sociétés industrielles, les sociétés financières, les sociétés de base, les maisons de commerce international, les compagnies d'assurances et les principales sociétés fiduciaires, qui déploient une activité d'une certaine importance sur le plan international.

Par rapport aux monnaies des 15 pays dans lesquels nous exportons le plus, la réévaluation pondérée du franc suisse depuis le 5 mai 1971 a atteint le taux record de 45,4% à la fin du mois de janvier. A la fin du mois d'avril, ce taux est descendu à 36,7% pour remonter à 39,6% à la fin du mois de mai, en raison de l'affaiblissement général du dollar et de la livre.