

R a p p o r t  
sur la situation économique et monétaire  
remis au Conseil de banque de la Banque nationale suisse  
pour sa séance du 21 juin 1974

---

La phase d'essor que tous les pays industrialisés ont connue presque simultanément au cours des deux années précédentes semble être parvenue à son point culminant au milieu de l'an passé. Depuis lors, la croissance s'est atténuée nettement.

Ce ralentissement est dû avant tout au fait que la demande s'est heurtée aux capacités de l'appareil de production. En outre, les tensions ont augmenté sur le marché du travail. Si, néanmoins, le nombre des chômeurs est resté relativement élevé dans certains pays, il faut l'imputer aux différentes méthodes de recensement et, surtout, aux problèmes structurels d'adaptation. En général, l'économie a manqué de main-d'oeuvre qualifiée. Par ailleurs, des difficultés sont apparues, au cours de l'an passé, dans l'approvisionnement en certaines matières premières, car la spéculation a accéléré une expansion de la demande stimulée déjà par la rapide croissance de l'économie et la constitution des stocks.

L'élasticité de l'offre ayant diminué, l'augmentation persistante des revenus et de la demande a renforcé les poussées inflationnistes de façon préoccupante. Par conséquent, la plupart des pays industrialisés ont dû prendre, l'an passé, des mesures restrictives visant à modérer l'inflation. Cependant, les autorités se sont contentées de n'agir guère que sur le secteur monétaire, sans rien entreprendre, abstraction faite de quelques exceptions mineures, sur le plan budgétaire et fiscal. Les mesures monétaires anti-inflationnistes ont entraîné un resserrement progressif de la liquidité et, ces derniers mois, une hausse vigoureuse des taux d'intérêt, ce qui a tempéré quelque peu l'expansion de la demande. Les secteurs, tel celui de la construction, dans lesquels la demande dépend fortement du crédit, ont été les plus touchés. Différents pays ont connu un ralentissement sensible de la construction de logements.

Durant le premier semestre de 1974, la crise qu'ont fait éclater la menace de stopper les livraisons de pétrole, la suspension effective des livraisons à certains pays et les majorations massives du prix du pétrole a freiné aussi l'accroissement de la demande. La crainte que la crise pétrolière n'entrave considérablement la production s'est avérée excessive. Certains secteurs, tel celui de l'automobile, ont subi toutefois une diminution sensible de la demande, dont on ne peut encore estimer les effets sur les

branches annexes et sur l'ensemble de l'économie. Cependant, la crise pétrolière n'est pas uniquement cause de ralentissement; elle déploie également certains effets expansionnistes. Ainsi plusieurs pays industrialisés ont accru fortement leurs investissements, afin de développer leurs propres sources d'énergie et de réduire l'importance de leurs importations de pétrole. Dans différents pays industrialisés, au nombre desquels se trouvent la République fédérale d'Allemagne et la Suisse, la croissance continue d'être stimulée également par les exportations. D'après des estimations, la valeur des exportations des pays membres de l'OCDE a augmenté de 27 % au premier semestre de 1974, alors que leur volume s'est accru de 7 %.

Le ralentissement de la croissance durant le premier semestre de 1974 frappe donc surtout les secteurs particulièrement sensibles à la raréfaction relative de la monnaie et du crédit ou au renchérissement du pétrole. De façon générale, l'exportation et les déficits importants des collectivités publiques stimulent encore l'expansion. Visiblement, une grande incertitude plane sur les perspectives conjoncturelles. Preuve en soit la forte baisse des cours en bourse, malgré des bilans d'entreprises satisfaisants dans l'ensemble. Bien qu'il ait atténué ses estimations pessimistes du début de l'année, le Secrétariat de l'OCDE prévoit que la croissance économique réelle des 24 Etats membres passera de 6,3 % en 1973 à quelque 1,5 % en 1974.

L'expansion ralentie de la demande n'a pas encore eu d'effets marqués sur l'évolution des prix à la consommation. L'inflation continue à un rythme aussi soutenu qu'avant. A la fin du mois de mars, les indices des prix à la consommation établis dans les Etats membres de l'OCDE dépassaient de 12,1 % en moyenne, le niveau atteint un an auparavant. En revanche, la hausse rapide des prix des matières premières semble avoir pris fin; l'indice Reuter a baissé de 12% en chiffre rond de la fin du mois de février, où il était parvenu à son point maximal, à la fin du mois de mai. Toutefois, on ne peut espérer, dans un proche avenir, une diminution sensible du renchérissement, puisque la hausse des prix de gros dépasse toujours largement, dans la plupart des pays industrialisés, celle des prix à la consommation, et que la poussée des salaires ne faiblit pas.

Dans ces conditions, la plupart des pays industrialisés poursuivent une politique monétaire axée sur la lutte contre l'inflation. Le taux d'accroissement de la masse monétaire fléchit généralement. Toutefois, il se maintient encore à un niveau élevé dans différents pays. Par ailleurs, la politique budgétaire des Etats industrialisés s'est plutôt relâchée qu'elle ne s'est affermie. Cette évolution contraire des politiques monétaire et budgétaire n'est pas seulement source de conflits dans la politique conjoncturelle; elle rend toujours plus difficile le financement des déficits publics par le recours au marché de l'argent et des capitaux, ce qui accélère la hausse des taux d'intérêt.

Ces derniers temps, les efforts visant à juguler les hausses de salaires et de prix par la politique des revenus se sont heurtés à des difficultés croissantes. En Grande-Bretagne, des grèves répétées ont rendu inopérantes les directives officielles relatives à l'évolution des salaires. La hausse des prix sur les marchés internationaux des matières premières a entravé, voire empêché totalement le contrôle ou le blocage des prix. A la fin du mois d'avril, l'administration américaine a donc supprimé le contrôle des prix et des salaires, qu'elle avait déjà atténué progressivement.

Voici un aperçu de l'évolution économique qui s'est produite, au cours de ces derniers mois, dans quelques pays industrialisés.

Au premier trimestre de 1974, les Etats-Unis ont enregistré le taux d'inflation le plus élevé depuis plus de vingt ans et la plus forte diminution de leur produit national brut réel depuis 1958, année de récession. Si l'on convertit les données trimestrielles en données annuelles, on constate que le produit national brut réel a décliné de 6,3 %, alors qu'il avait augmenté de 1,6 % au quatrième trimestre de 1973. La régression est due surtout à l'industrie automobile, qui a subi les conséquences de la crise pétrolière, et au secteur de la construction, sur lequel la politique monétaire restrictive a influé particulièrement. La consommation privée ne s'est développée que modérément, tandis que l'investissement industriel et la constitution de stocks ont progressé nettement. Depuis le mois de février, la hausse annuelle des prix à la consommation excède 10 %. En revanche, la hausse annuelle des prix de gros s'est affaiblie légèrement, passant de 20,8 % au mois de janvier à 18,8 % au mois d'avril. Les majorations de salaires ayant été généralement inférieures à la hausse des prix, le revenu réel des travailleurs a diminué. De ce fait, les contrats de travail conclus récemment contiennent de plus en plus souvent une clause d'indexation. Comme les autorités monétaires s'efforcent de poursuivre leur politique restrictive et que la demande de crédit est élevée, les taux d'intérêt montent fortement. Après une baisse passagère au début de l'année, le taux d'escompte appliqué aux effets de premier ordre a atteint, à la fin du mois de mai, le niveau record de 11,5 %. Aussi, les établissements de crédit hypothécaire et les entreprises de construction connaissent-ils des difficultés, que l'Etat doit aplanir en procurant des crédits à des conditions favorables.

En Grande-Bretagne, le conflit du travail qui a paralysé l'industrie minière a renforcé les effets de la crise pétrolière. A partir du mois de décembre, l'économie a dû adopter, en partie, la semaine de trois jours. Il en est résulté une diminution de la production d'environ 10 %. Comme il n'est guère possible de la compenser en cours d'année, le produit national brut réel diminuera probablement quelque peu en 1974. A la suite des élections et du changement de gouvernement qu'elles ont entraîné au mois de mars, la situation économique s'est normalisée assez rapidement,

après que les autorités eurent satisfait largement aux revendications des mineurs. Cependant, la consommation est restée faible. Le budget du nouveau gouvernement ne devrait pratiquement pas modifier l'évolution de la demande globale. Toutefois, les diverses majorations d'impôts et de tarifs appliqués dans les services publics, ainsi que les améliorations des prestations sociales et les subventions accordées aux denrées alimentaires de base ont provoqué une modification sensible dans la répartition des revenus. Les autorités ont assoupli légèrement leur politique monétaire, afin de ne pas restreindre exagérément la liquidité et de tempérer la hausse des taux d'intérêt. Ces derniers mois, l'inflation s'est accélérée. Du mois de décembre 1973 au mois d'avril 1974, la hausse annuelle des prix à la consommation a passé de 10,9 à 15,2 %; celle des prix des produits industriels, de 10,2 à 23,9 %. La hausse des prix est imputable en partie à la majoration des impôts indirects. Comme la politique des revenus a entraîné l'indexation partielle des salaires à partir du mois de novembre 1973, le renchérissement a déclenché, à la fin du mois de mai, une nouvelle hausse des salaires.

En République fédérale d'Allemagne, la crise pétrolière a provoqué une diminution sensible de la demande intérieure aux mois de décembre et de janvier. Par la suite, la situation a évolué différemment d'une branche à l'autre. Alors que la production de l'industrie automobile continuait de décroître considérablement et que la demande restait faible dans l'industrie textile et, surtout, dans le secteur de la construction, la demande de biens d'équipement s'est ranimée. La demande extérieure est demeurée très ferme. Malgré l'évolution des cours sur les marchés des changes et malgré la hausse du prix du pétrole, les exportations ont augmenté plus fortement que les importations, si bien que l'excédent élevé de la balance commerciale s'est encore accru.

La hausse annuelle des prix à la consommation, qui s'était inscrite à un montant record au mois de décembre, a diminué légèrement et s'est chiffrée à 7,1 % au mois d'avril. En raison de la hausse rapide des prix à la production qui, au mois d'avril, dépassait de 13,2 % le niveau atteint un an auparavant, et de la majoration des salaires, qui a excédé nettement la limite considérée comme supportable par le gouvernement, il ne faut guère s'attendre à un nouveau ralentissement notable du renchérissement.

Les autorités poursuivent, d'une façon générale, la politique monétaire restrictive qu'elles appliquent depuis un certain temps déjà. Mais, à la suite de la crise pétrolière, elles ont renoncé, en grande partie, aux restrictions budgétaires. Elles tentent de maintenir le cours de leur politique anti-inflationniste, tout en prévenant, par des mesures particulières, une diminution de l'emploi dans certaines régions et dans certaines branches. Cependant, le financement des déficits publics crée des tensions marquées sur le marché des capitaux, en raison de la politique monétaire restrictive.

En France, la croissance de l'économie s'est affaiblie légèrement. Plutôt qu'à une diminution de la demande, le ralentissement est dû à des goulots d'étranglement dans l'appareil de production. Seule l'industrie automobile, suivant avec un certain retard l'évolution qui s'est produite dans d'autres pays, a enregistré une diminution sensible de la demande. Les exportations sont demeurées élevées. Toutefois, les importations se sont accrues beaucoup plus fortement, en raison des prix du pétrole et des matières premières. Depuis le début de l'année, la balance commerciale s'est donc détériorée rapidement. Durant les quatre premiers mois de 1974, elle s'est soldée déjà par un déficit de 5,3 milliards de francs français, alors qu'elle était encore excédentaire l'an passé. En France aussi, la hausse des prix s'est accélérée. Au mois d'avril, les prix à la consommation dépassaient de 13,2 % le niveau atteint un an auparavant. La hausse des prix de gros s'est inscrite même à 33,7 %. Aussi, au mois de décembre, puis au mois de mars, les mesures restrictives ont été renforcées, en particulier celles qui frappent le crédit. Le décès du président Pompidou a paralysé en grande partie la politique économique du gouvernement. Par ailleurs, la grève qui a entravé l'activité des banques pendant plusieurs semaines a empêché pratiquement tout contrôle du crédit dans ce secteur.

L'essor économique de l'Italie, qui a commencé au cours de l'année dernière, a continué durant le premier trimestre de 1974. La production industrielle a excédé d'environ 15 % celle de l'an passé, affaiblie il est vrai par les grèves. En valeur, les exportations ont augmenté de plus de 50 %. Cependant, le taux d'accroissement des importations a été plus élevé encore. La relance de l'économie a donc été assombrie par la détérioration des balances du commerce et des paiements, ainsi que par l'accélération de l'inflation. En raison de l'exode de capitaux, les pertes de devises ont atteint une ampleur qui a obligé le gouvernement et la banque centrale à prendre des mesures draconiennes.

Après avoir consulté le Fonds monétaire international, le gouvernement a été amené, au début du mois de mai, à prélever sur les importations un dépôt représentant 50 % de leur valeur. Ce dépôt, bloqué pendant six mois à la banque centrale, sans rémunération, vise à freiner les importations et à assainir la balance des paiements. Les matières premières, en particulier, en sont exemptées.

Par ailleurs, les autorités ont renforcé nettement, au mois de mars, le cours restrictif de leur politique monétaire, en élevant le taux d'escompte de 6,5 à 9 % et en fixant à 15 % l'accroissement autorisé du crédit jusqu'à la fin du mois de mars 1975. Des majorations d'impôts et de tarifs doivent réduire les déficits budgétaires considérables qui, jusqu'à maintenant, ont été financés par la création de monnaie.

L'essor conjoncturel s'est poursuivi en Belgique, sauf dans l'industrie automobile et dans le secteur de la construction. Aux Pays-Bas, où la croissance s'est ralentie, l'accent est mis sur la lutte contre un chômage principalement structurel. Dans ces deux pays, la hausse des prix persiste; en Belgique, elle s'est accélérée nettement. En Autriche, l'expansion s'est encore accentuée, sous l'effet de la demande étrangère surtout. En Suède, la stagnation, qui durait depuis plus de deux ans, a cessé. La forte demande extérieure s'accompagne maintenant d'une augmentation de la consommation et de l'investissement intérieurs, que l'Etat a stimulés par diverses mesures.

Contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, la croissance économique ne s'est affaiblie que légèrement au Canada. L'exportation et l'investissement industriel en sont les principaux moteurs. Le taux de chômage s'est stabilisé à 5,5 % environ, niveau relativement bas pour le Canada. Comme la balance des paiements du Japon est devenue fortement déficitaire et que l'inflation a pris une ampleur exceptionnelle dans ce pays, le gouvernement a mené, ces derniers mois, une politique économique particulièrement restrictive. Il en est résulté une diminution sensible de la demande, tant privée que publique. Le développement de la production a fléchi. D'après les prévisions, le taux de croissance réelle se chiffrera, cette année, à 1,5 % environ, ce qui, pour l'économie japonaise, équivaut à une récession. Ces derniers temps, la hausse des prix s'est stabilisée à un niveau très élevé. Au mois d'avril, l'indice des prix à la consommation dépassait de 24,6 % le niveau atteint un an auparavant, alors que celui des prix de gros s'inscrivait à 35,7 %. Au classement des économies touchées par l'inflation, le Japon occupe ainsi le premier rang des pays industrialisés.

### Les événements monétaires internationaux

Ces derniers mois, la faiblesse du dollar surtout a marqué les marchés des changes. Durant le second semestre de l'an passé, le cours du dollar s'était raffermi sensiblement. Au début du mois de janvier 1974, il atteignait presque, par rapport aux monnaies "fortes" d'Europe, le niveau auquel il se trouvait immédiatement après sa deuxième dévaluation, au mois de février 1973. La vigoureuse amélioration de la balance américaine des paiements, qui s'est réalisée plus rapidement qu'on ne le pensait, et le rétablissement soutenu du cours du dollar ont amené l'administration américaine à lever totalement, au début du mois de février, les restrictions aux exportations de capitaux, appliquées depuis plusieurs années. En outre, les autorités monétaires des Etats-Unis ont profité de la situation favorable pour réduire quelque peu leurs engagements envers l'étranger, qui existaient parfois depuis des années.

L'évolution ultérieure des changes a montré très rapidement que la suppression complète des restrictions américaines aux exportations de capitaux était prématurée. La taxe de péréquation des taux ayant été abolie, l'écart entre les taux d'intérêt américains et européens a diminué. Durant les mois suivants, les banques américaines ont accru considérablement leurs crédits à l'étranger. Après que les pays exportateurs de pétrole eurent renoncé au boycottage des Etats-Unis, le renchérissement considérable du pétrole a commencé à se répercuter sur la balance commerciale américaine, dont la détérioration a affaibli le cours du dollar. Une fois que le renversement de tendance fut effectif, l'évolution des changes a pris, comme l'année précédente, une ampleur qui dépassait la réalité économique. Il s'est avéré de nouveau que, sous le régime de changes flottants, les cours dépendent largement de facteurs psychologiques, de dispositions passagères, de prévisions et de craintes du marché. Le cours du dollar en francs suisses a passé de son point maximal de 3,44 au mois de janvier, à 3,10 à la fin du mois de février et à 3,00 à la fin du mois de mars; après un redressement temporaire au mois d'avril, il est descendu à 2,77 à la mi-mai, son point minimal cette année. La déclaration faite après la séance mensuelle tenue à la BRI par les gouverneurs de banques centrales, selon laquelle les autorités monétaires des Etats-Unis étaient disposées à empêcher le cas échéant, en collaboration avec les banques centrales d'Allemagne fédérale et de Suisse, une nouvelle baisse du cours, a provoqué un redressement immédiat du dollar. Jusqu'à la fin du mois de mai, le cours du dollar en francs suisses est monté à 2,9750. Depuis lors, il a oscillé autour de ce point. Le cours du dollar en marks a évolué parallèlement. Les autorités monétaires américaines et la Banque fédérale d'Allemagne sont intervenues à plusieurs reprises sur le marché des changes, afin d'éviter des fluctuations trop fortes.

La détérioration de la balance italienne des paiements, qui, en raison du renchérissement extraordinaire du pétrole et d'une fuite croissante de capitaux, a revêtu une importance dramatique au cours de ces derniers mois, a obligé les autorités monétaires italiennes à vendre de grandes quantités de devises pour empêcher une chute excessive de la lire. Ainsi, les réserves de devises de la banque centrale ont diminué chaque mois de un milliard de dollars en chiffre rond. Les crédits accrus octroyés par l'étranger aux entreprises et aux banques italiennes, ainsi qu'un tirage sur le Fonds monétaire international ont fourni des devises supplémentaires à la Banque d'Italie. Selon les indications du gouverneur de cet institut, l'endettement de l'Italie s'est élevé ainsi à 10,5 milliards de dollars en chiffre rond et semble avoir atteint la limite de ce que l'économie peut supporter. Le gouvernement a donc décidé de contrecarrer l'évolution intolérable de la balance des paiements en prélevant sur la plupart des marchandises importées un montant équivalent à 50 % de leur valeur.

Pour des raisons politiques, d'autres mesures destinées à rétablir l'équilibre de l'économie n'ont pu être appliquées jusqu'à maintenant.

En Grande-Bretagne également, les autorités monétaires ont été amenées à soutenir leur monnaie en vendant des montants considérables de devises. En effet, elles étaient d'avis qu'une nouvelle baisse de la livre était inacceptable, en raison du renchérissement inflationniste des marchandises importées, qui en serait résulté. Le recueil de fonds à l'étranger, destiné à financer le déficit de la balance des paiements, a accru fortement l'endettement extérieur de la Grande-Bretagne. Cet endettement est estimé à 7 ou 8 milliards de dollars.

Le Japon, à son tour, a connu une évolution semblable à celles de l'Italie et de la Grande-Bretagne. La détérioration rapide de la balance des paiements a contraint l'institut d'émission à céder des devises, pour des montants parfois considérables, afin de prévenir une baisse trop sensible du cours du yen. Les banques japonaises ont obtenu des crédits importants à l'étranger.

Les événements de ces derniers mois ont confirmé les expériences faites l'an passé, à savoir que, sous le régime des changes flottants, le marché ne garantit pas une évolution régulière des cours, mais semble favoriser plutôt des hausses ou des baisses extrêmes. En outre, la situation de l'Italie, de la Grande-Bretagne et du Japon prouve que le flottement des changes ne peut, à lui seul, résoudre les problèmes causés par un déséquilibre profond de la balance des paiements. Au contraire, dans de telles conditions, une formation des cours livrée à elle-même, aurait assez rapidement des conséquences insupportables. Comme les événements récents le montrent, le flottement des changes ne saurait remplacer une politique assurant l'équilibre global de l'économie nationale et, par conséquent, celui de la balance des paiements. Ces événements montrent également que le financement d'un déficit extérieur par le recours au crédit a des limites et qu'il ne remplace pas non plus une politique d'équilibre.

Même si les fluctuations de cours, quelquefois très marquées, ne semblent pas avoir entravé sensiblement le développement du commerce international, elles ont entraîné, ici ou là, des pertes de change fort élevées. Les pertes considérables que certaines banques ont subies ont agité, voire inquiété ces derniers temps les milieux financiers internationaux. Les sérieuses difficultés de trésorerie qu'ont éprouvées différentes banques ont amené les autorités monétaires de Grande-Bretagne et des Etats-Unis à fournir une aide parfois importante.



Sur l'euro-marché, la crise pétrolière a posé des problèmes nouveaux qui incitent à une vigilance particulière.

Après le premier choc que l'éclatement de la crise pétrolière a causé, l'opinion a commencé à prévaloir dans les milieux internationaux compétents, au début de cette année, que l'introduction dans les circuits financiers des fonds détenus par les pays exportateurs de pétrole permettraient de financer sans trop de difficultés les déficits considérables enregistrés par les balances des paiements des pays importateurs. Les pays exportateurs de pétrole placeraient leurs recettes excédentaires principalement sur les marchés financiers des pays industrialisés, notamment sur l'euro-marché. Ainsi, les pays dont la balance des paiements est déficitaire pourraient emprunter les fonds nécessaires au financement de leur déficit. Ce processus est connu sous le terme de recyclage des capitaux pétroliers. En fait, le Japon, l'Italie, la Grande-Bretagne et la France ont collecté des crédits importants au cours des mois passés. Toutefois, cette manière d'équilibrer une balance des paiements a des limites étroites ainsi que nous l'avons indiqué, et certains pays ont atteint déjà ces limites.

Après que l'Italie eut pris, le 7 mai, des mesures qui visaient à équilibrer la balance des paiements en refrénant les importations, le Danemark a arrêté, quelques jours plus tard, des dispositions destinées à modérer la demande intérieure et, par conséquent, les importations. Ces jours-ci, le nouveau gouvernement français a annoncé un programme très strict qui doit empêcher l'augmentation de la demande et éliminer, en dix-huit mois, le déficit de la balance des paiements. Les mesures italiennes frappant les importations, en particulier, ont suscité la crainte qu'une escalade mondiale de restrictions commerciales ne s'en suive. Puisque le renchérissement massif du pétrole et de nombreuses matières premières rend déficitaire la balance des revenus de la plupart des pays industrialisés, les mesures prises par certains de ces pays pour équilibrer leur balance des paiements amplifient inévitablement les problèmes que doivent résoudre les autres pays. Le risque est donc grand que des réactions en chaîne se produisent dans les restrictions aux importations; les différents pays dresseront alors des obstacles réciproques sur la voie d'une amélioration de leurs balances du commerce et des revenus.

Afin de prévenir ce danger, les Etats membres de l'OCDE ont accepté, lors de la séance du Conseil des ministres tenue le 30 mai, de renoncer durant une année à prendre des mesures particulières pour restreindre les importations ou stimuler artificiellement les exportations. Dans le même but, les Etats membres du Fonds monétaire international doivent encore conclure un accord, par lequel ils s'engagent à ne pas édicter, sans le consentement préalable du Fonds, des dispositions limitant le commerce international au cours des deux prochaines années.

Le Comité des Vingt qui, depuis l'automne de 1972, s'était efforcé d'élaborer un nouveau système monétaire international remplaçant celui de Bretton Woods a suspendu ses travaux. Lors de la séance des 12 et 13 juin 1974, que le Comité a tenue à Washington et qui était vraisemblablement la dernière, le groupe des suppléants a soumis aux ministres des finances un rapport sur les projets de réforme examinés jusqu'alors; ce rapport est une version révisée et complétée du texte présenté à Nairobi. Selon l'opinion générale, les événements survenus depuis l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire, en particulier la question pétrolière, empêchent une réalisation prochaine de la réforme envisagée. En raison de l'incertitude qui pèse sur l'évolution des balances des paiements, il ne sera guère possible, jusqu'à nouvel avis, d'amener les différents Etats à renoncer aux changes flottants et à adhérer à un système totalement nouveau, comportant des règles et des engagements obligatoires et durables.

La discussion porte donc maintenant sur les problèmes que pose la phase actuelle de transition. Lors de la séance susmentionnée, les ministres des finances qui forment le Comité des Vingt ont convenu de certaines règles que les Etats membres du Fonds monétaire doivent observer sous le régime des changes flottants. En outre, ils se sont prononcés sur la valeur et la rémunération des droits de tirage spéciaux. Leur valeur doit être déterminée non plus par l'or, mais par seize monnaies-clef, pondérées de façon précise. Enfin, les ministres des finances d'un certain nombre d'Etats membres doivent former un nouvel organe du Fonds monétaire, dont la composition sera vraisemblablement analogue à celle du Comité des Vingt. Les administrateurs du Fonds monétaire sont chargés de fixer les détails de ce projet.

Les efforts tendant à mobiliser les réserves monétaires d'or ont incité l'ancien Groupe des Dix, dans lequel la Suisse délègue un observateur, à tenir une séance le 10 juin, à Washington. Un accord est intervenu, aux termes duquel l'or peut servir de gage aux crédits que les autorités monétaires s'accordent entre elles. En principe, l'estimation du gage est laissée à l'appréciation des parties. Cette estimation, qui ne doit plus nécessairement se fonder sur les parités officielles reconnues jusqu'ici, dépendra largement du cours du marché de l'or.

### La conjoncture en Suisse

Ces derniers mois, l'activité de l'économie suisse est demeurée vive dans l'ensemble. Cependant, l'évolution conjoncturelle se différencie toujours plus d'un secteur à l'autre. Alors que l'accroissement de la demande extérieure de produits suisses s'est poursuivi à un rythme élevé, la demande intérieure s'est affaiblie progressivement. Le marché de la construction en a ressenti particulièrement les effets: la demande s'est ralentie sensiblement, aussi bien dans le secteur du logement que dans ceux de la

construction industrielle et des travaux publics. La consommation privée également semble stagner, si l'on fait abstraction du renchérissement. Contrairement à la demande extérieure de produits suisses, la demande touristique étrangère a diminué quelque peu. Bien que le nombre des travailleurs ait encore décru légèrement, la production industrielle a augmenté fortement au cours des premiers mois de 1974. Sur le marché de l'emploi, la situation est restée tendue.

La hausse des prix à la consommation s'est atténuée quelque peu. Toutefois, la hausse importante des prix de gros et les nombreuses majorations de prix que la hausse des coûts va provoquer vraisemblablement devraient limiter la diminution ultérieure du taux de renchérissement. Il convient de souligner que la hausse des prix s'est encore affaiblie dans le secteur de la construction.

Les rapports de gestion publiés ces derniers mois confirment que, d'une façon générale, l'industrie d'exportation a très bien supporté le flottement des changes jusqu'à maintenant, quoiqu'il ait entraîné une réévaluation considérable du franc. Cependant, la situation diffère fortement d'une branche et d'une entreprise à l'autre, en raison principalement des positions diverses occupées sur le marché. L'évolution des cours de change semble avoir accéléré certaines modifications structurelles qui avaient déjà commencé. L'industrie de l'habillement connaît des difficultés qui se répercutent partiellement sur l'industrie des textiles. Si l'on fait abstraction de l'augmentation due au renchérissement, on constate que les ventes à l'étranger de l'industrie des denrées alimentaires et des tabacs n'ont pas progressé. En revanche, de nombreuses entreprises de l'industrie des machines, des appareils et de la métallurgie ont annoncé des accroissements considérables de leur chiffre d'affaires, de leurs profits et de leur cash-flow. A vrai dire, la déduction du renchérissement réduit sensiblement ces chiffres. Dans bien des cas, les taux de croissance réelle sont inférieurs à ceux des années précédentes. Le degré élevé d'inflation rend imprécis les calculs des entreprises et empêche de se faire une idée raisonnable des données exprimées nécessairement en valeurs nominales.

Cette constatation est applicable aussi au commerce extérieur de la Suisse durant les quatre premiers mois de l'année. En valeur, les importations ont augmenté de 25,9 % par rapport à la même période de 1973; elles se sont inscrites à 14,5 milliards de francs. Les exportations ont progressé de 24,9 %, pour se chiffrer à 11,5 milliards de francs. Le déficit de la balance commerciale a atteint ainsi 3,1 milliards de francs, soit 30 % de plus que l'an passé. Les exportations ont couvert 78,9 % des importations, contre 79,6 % en 1973.

Du mois de janvier au mois d'avril 1974, les importations de produits énergétiques ont plus que doublé en valeur, alors que leur volume n'a guère changé. La valeur des matières premières et produits semi-ouvrés achetés à l'étranger a augmenté d'un tiers, leur volume restant pratiquement constant. Les biens d'équipement se sont accrus de quelque 10 %, mais ce chiffre inclut la livraison d'un avion géant. En valeur, les biens de consommation importés ont augmenté de 6,6 %, soit beaucoup moins qu'au cours de la période correspondante de 1973, où ils s'étaient accrus de 11 %. Leur volume n'a pas changé. Les importations provenant des pays de la CEE ont augmenté de 22,2 %; elles ont atteint ainsi environ les deux tiers de nos importations globales. La part des pays de l'AELE a diminué légèrement et s'est inscrite à 9,3 % du total. Nos achats dans les pays européens se sont élevés de 22,6 %. Ils forment près des quatre cinquièmes de toutes nos importations.

En valeur, les exportations en Europe ont augmenté de 26,9 % et se sont chiffrées à 8 milliards de francs. Les livraisons aux pays de la CEE se sont accrues de 25,9 %, pour atteindre 5,4 milliards de francs. Les exportations suisses ont augmenté de 41,5 % en Italie, de 38 % aux Pays-Bas, de 25,5 % en Grande-Bretagne, de 24,3 % en Belgique, de 22,4 % en France et de 19,6 % en République fédérale d'Allemagne. Les ventes aux pays de l'AELE se sont élevées de 25,9 %, pour s'inscrire à 1,5 milliard de francs. Les livraisons aux pays d'outre-mer ont évolué diversement. Alors que les ventes en Amérique du nord ont diminué de près de 2 %, pour se chiffrer à 0,9 milliard de francs, les livraisons suisses se sont accrues de 39,1 % au Japon, de 30,3 % à Hongkong, de 60 % en Afrique du Sud, de 56,8 % en Australie et de 32,1 % au Brésil.

L'industrie chimique, dont les exportations ont augmenté de 37,5 % et se sont inscrites à 2,8 milliards de francs, a enregistré le taux d'accroissement le plus élevé. Les ventes à l'étranger de l'industrie des machines et de la métallurgie se sont accrues de près de 20 %, pour atteindre 5,7 milliards de francs. Dans cette branche, les livraisons de machines non électriques ont augmenté de 15,6 %, celles de machines et d'appareils électriques, de 20,4 %, celles d'instruments d'optique ainsi que d'appareils de mécanique de précision, de 13,7 % et celles de montres, de 19,3 %. Les exportations de textiles et d'habillement se sont chiffrées à 1 milliard de francs, dépassant ainsi de 11,5 % les ventes de l'an passé. L'industrie des denrées alimentaires et des tabacs a enregistré le taux d'augmentation le plus bas, soit 5,7 %.

Le renchérissement élevé semble modérer la consommation privée. Au premier trimestre de 1974, le chiffre d'affaires réalisé par le commerce de détail a excédé de 6 % le niveau atteint un an auparavant, alors que le taux d'accroissement correspondant s'était inscrit à 9,2 % au quatrième trimestre de 1973 et à 6,8 %

au premier trimestre de la même année. Le taux annuel d'augmentation s'est chiffré à environ 7 % aux mois de janvier et de février 1974, à 3,7 % au mois de mars et à 8,9 % au mois d'avril. Au premier trimestre, la branche de l'habillement et des textiles a accru ses ventes de 6,1 %, celle des produits alimentaires et des tabacs, de 3,9 %; les autres branches ont augmenté leurs ventes de 8,2 %. Cependant, le fait que, depuis le mois de mars, diverses organisations du commerce de détail n'émettent plus de timbres d'escompte et que leurs magasins vendent à prix nets limite la valeur des comparaisons d'une année à l'autre. En volume, les ventes au premier trimestre semblent inférieures à celles de l'an passé. On estime que la diminution se situe entre 2 et 5 % pour les produits alimentaires, les tabacs, les articles d'habillement, ainsi que les textiles, et à 10 %, en chiffre rond, pour les autres produits.

Durant le premier trimestre, le tourisme n'a pas non plus progressé. Le nombre des nuitées dans les hôtels et les établissements de cure s'est inscrit à 8,2 millions, atteignant à peine le chiffre de l'an passé. L'augmentation de la clientèle suisse a presque compensé la diminution de la clientèle étrangère, qui a été de 2 1/2 %. La part de la clientèle suisse a passé de 43,9 à 45,1 %. L'apport des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne, de l'Italie et des Pays-Bas a baissé particulièrement. L'accroissement des touristes venant de France, de Scandinavie, du Japon, de Belgique et de l'Europe de l'Est n'a pas contrebalancé cette diminution.

Toutes les statistiques indiquent un affaiblissement sensible de l'expansion que le secteur de la construction a connue jusqu'à maintenant. Ainsi, selon les résultats de l'enquête que le délégué aux questions conjoncturelles a publiés récemment, les projets de construction pour 1974 s'élèvent à 27,8 milliards de francs, ce qui correspond à une diminution de 3,5 % par rapport à 1973. L'an passé, on enregistrait encore une augmentation de 17 %. La diminution actuelle est la première depuis huit ans.

La construction de logements en particulier se ralentit nettement. Durant les quatre premiers mois de l'année, 9 065 logements ont été terminés dans les 92 villes, soit 3,4 % de moins que l'année précédente. Les autorisations de construire, au nombre de 8 225, ont décréu de 19,1 %. Comme elles avaient déjà diminué d'environ 19 % en 1973, passant ainsi à 63 000, le ralentissement de la construction devrait se poursuivre ces prochains mois. Les projets privés de construction de logements annoncés au délégué pour 1974 s'inscrivent à une valeur nominale inférieure de 7 % à celle de 1973. Au cours de l'année 1973, le pourcentage des appartements libres a doublé; il était de 0,6 %, ce qui correspond à 11 500 logements. Dans 70% des cas, il s'agissait de logements à loyer élevé qui se trouvent dans les faubourgs des grandes villes.

Le ralentissement constaté l'année dernière dans la construction industrielle et artisanale a continué au premier trimestre de 1974. Durant cette période, le nombre de plans déposés a diminué de 9,1 %, le cubage des constructions nouvelles et des agrandissements projetés, de 12 %. Il ressort de l'enquête menée par le délégué que les projets de construction pour 1974 se chiffrent à 4,6 milliards de francs, montant inférieur de 11,3 % à celui de l'an passé. Il est donc probable que le ralentissement de la construction industrielle et artisanale se poursuive.

Les difficultés croissantes de financement, auxquelles la Confédération, les cantons et les communes sont confronté, pourraient aussi limiter le volume des travaux publics. Certes, les projets annoncés cette année par les pouvoirs publics s'inscrivent à 10,5 milliards de francs, dépassant ainsi de 3,9 % le montant de 1973. Il est cependant douteux que tous ces projets puissent se réaliser. En outre, leur exécution n'impliquerait pas, compte tenu du renchérissement prévisible, une augmentation réelle de la construction.

Dans l'ensemble, la situation demeure tendue sur le marché du travail. Selon la statistique de l'emploi dans l'industrie, le nombre des personnes occupées n'a pratiquement pas changé du dernier trimestre de 1973 au premier trimestre de 1974. Alors que le nombre des travailleurs a augmenté légèrement dans les industries du papier, de la montre, des machines et dans la métallurgie, il a diminué dans les industries du caoutchouc, des matières synthétiques, du tabac, de l'habillement, de la lingerie et du bois. Comme elle le fait depuis longtemps, la main-d'oeuvre a continué de passer des secteurs primaire et secondaire au secteur des services. Les banques ont enregistré de nouveau l'accroissement d'effectif le plus important; il s'est inscrit à plus de 4 %. Par contre, le nombre des travailleurs occupés dans la construction a diminué. Cette baisse semble résulter non seulement de la situation moins favorable dans ce secteur, mais aussi des dispositions plus restrictives que le Conseil fédéral a appliquées aux travailleurs saisonniers. Le fait que le nombre des places vacantes enregistrées par les offices du travail ait été, durant chacun des quatre premiers mois de l'année, sensiblement inférieur à celui de la période correspondante de 1973, semble indiquer un certain changement de tendance. Toutefois, aucune diminution sensible de la pénurie de main-d'oeuvre n'a encore été constatée.

A la suite des améliorations accordées dès la fin de 1973, les salaires fixés dans les conventions collectives de l'industrie et du bâtiment sont montés très fortement au premier trimestre. Selon l'OFIAMT, 78,3 % des travailleurs ont bénéficié de majorations, contre 74,6 % l'année précédente. La moyenne des majorations a atteint 8,9 %, contre 8 % en 1973. Par rapport au trimestre précédent, la hausse globale a été de 7 % en moyenne, contre 5,9 % au premier trimestre de 1973 et 5,2 % au premier trimes-

tre de 1972. Du mois de mars 1973 au mois de mars 1974, elle s'est élevée à 10,1 %, contre 9,3 % un an auparavant.

Après que la hausse annuelle des prix à la consommation eut atteint un taux maximal de 11,9 % au mois de décembre, elle s'est ralentie sensiblement durant un certain temps. Au mois d'avril, elle s'est chiffrée à 8,7 %, taux le plus faible depuis le mois d'octobre 1973. Si l'on fait abstraction des prix du mazout et de l'essence, le renchérissement était de 7,1 %. Depuis lors, la hausse s'est accélérée de nouveau, passant à 9,8 % au mois de mai. Cette poussée provient de la hausse des loyers, que l'indice enregistre, comme on le sait, aux mois de mai et de novembre seulement. Le ralentissement constaté du mois de janvier au mois d'avril était dû principalement à la forte baisse de l'indice partiel du chauffage et de l'éclairage.

Ces derniers mois, les prix de gros sont montés rapidement. La hausse annuelle de l'indice a passé de 15,5 % au mois de janvier à 18,7 % au mois d'avril et à 18,3 % au mois de mai, alors que les taux correspondants s'inscrivaient respectivement à 7 %, 9,3 % et 9,6 % en 1973. Cette évolution est imputable surtout au très fort renchérissement des produits importés, dont le taux annuel, qui était de 9,8 % et de 12,2 % aux mois de janvier et d'avril 1973, s'est inscrit à 26,2 % et à 28,8 % durant les mêmes mois de 1974. En un an, ces taux, particulièrement élevés déjà, ont donc plus que doublé. Si le renchérissement des produits suisses n'a guère dépassé la moitié de la hausse des prix des produits étrangers, il n'en a pas moins doublé par rapport à l'an passé. Durant les mois prochains, la hausse des prix de gros se répercutera inévitablement sur les prix à la consommation.

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

Durant les cinq premiers mois de l'année, un net resserrement a marqué les marchés suisses de l'argent et des capitaux. La tension qui s'était manifestée d'abord sur le marché des fonds à court terme s'est répercutée rapidement sur le marché des capitaux et a provoqué une hausse vigoureuse des taux d'intérêt. Avec quelque retard dans certains secteurs, cette hausse s'est étendue à toute la gamme des taux. Au cours de l'an passé, la croissance réelle de l'économie, la hausse des prix et les ponctions effectuées par la Banque nationale avaient réduit graduellement l'excédent de liquidité que les afflux considérables de fonds avaient assuré, en 1971 et en 1972, au système bancaire et à l'économie. Le flottement des changes et le fait que la Banque nationale a renoncé à tout soutien des cours ont empêché que des afflux de fonds étrangers n'accroissent encore la liquidité. Depuis la fin du mois de janvier 1973, la masse monétaire est donc restée stable.

Les banques ont remboursé progressivement, au mois de janvier, les fonds que l'institut d'émission avait mis à leur disposition pour l'échéance annuelle; au milieu du mois, elles ont dénoué les derniers swaps dollars contre francs. Afin d'éviter un resserrement excessif du marché monétaire, la Banque nationale a reporté du 14 janvier au 4 février la date à laquelle les banques devaient avoir reconstitué les avoirs minimaux libérés pour la fin de l'année, soit 750 millions de francs environ ou 20 % du montant total. La hausse inhabituelle du cours du dollar a amené la Banque de Réserve Fédérale de New York, d'entente avec la Banque nationale, à acheter des francs sur le marché des changes, afin de dénouer une partie des swaps conclus avec la Banque nationale au mois d'août 1971, avant la dévaluation du dollar. Pour compenser la diminution de la liquidité consécutive à cette opération, la Banque nationale a décidé de réduire les avoirs minimaux de 40 %, ce qui a dispensé les banques de reconstituer les avoirs libérés en fin d'année.

Malgré ces mesures, la liquidité est demeurée très restreinte aux mois de février et de mars. Le taux de l'intérêt payé pour les dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc, qui, phénomène nouveau, avait dépassé depuis le début de l'année le taux correspondant fixé sur le marché de l'euro-dollar, a atteint 13 % vers la fin du mois de mars, comme au mois de janvier déjà. En Suisse, le taux d'escompte privé, qui avait passé de 5 1/2 % à 6 % à la fin du mois de janvier, a été porté à 6 1/2 % à partir du 1er avril. En fin de trimestre, le crédit à court terme de l'institut d'émission s'est élevé à 4 milliards de francs. Pour la première fois de l'année, les banques ont pu conclure des swaps dollars contre francs, qui se sont inscrits à 2,5 milliards de francs; l'aide traditionnelle de la Banque nationale s'est montée à 1,5 milliard de francs.

Comme le remboursement de ces crédits restreignait considérablement la liquidité et que les taux d'intérêt montaient en flèche sur le marché de l'euro-franc, la Banque nationale a décidé de libérer un quart des avoirs minimaux, soit 550 millions de francs en chiffre rond, à la fin du mois d'avril. L'attraction exercée par les taux d'intérêt élevés servis sur le marché des euro-francs privait le marché suisse des capitaux de fonds très importants; il en résultait des difficultés de placement sur le marché des émissions. La décision prise par l'institut d'émission a porté la réduction des avoirs minimaux à 55 % du montant dû, les taux de prélèvement restant inchangés. Afin d'accroître les disponibilités des banques jusqu'à la libération des avoirs minimaux, qui, pour des raisons techniques, ne pouvait s'effectuer qu'à la fin du mois, la Banque nationale a conclu des swaps dollars contre francs, d'une durée de un mois et d'un montant correspondant à la réduction des avoirs minimaux. La détente qui s'en est suivie sur le marché monétaire a entraîné une diminution notable des taux d'intérêt sur le marché de l'euro-franc. Le taux appliqué aux dépôts à trois mois est descendu à environ 9 % et est resté généralement inférieur, depuis lors, au taux correspondant des



euro-dollars. En moyenne, les avances sur nantissement et les crédits d'escompte accordés par l'institut d'émission ont augmenté sensiblement par rapport à l'année précédente.

En vertu de l'arrêté du 20 décembre 1972 instituant des mesures dans le domaine du crédit, les banques devaient verser jusqu'au 10 mai, sur un compte spécial non rémunéré, à la Banque nationale, l'équivalent des dépassements de crédit à la fin du mois de février. Considérant le faible volume de la liquidité, l'institut d'émission a décidé de ne percevoir que 30 % de ce montant. Comme les dépassements de crédit étaient dus en grande partie au renchérissement des matières premières et des produits énergétiques importés que les banques devaient financer, l'institut d'émission a accordé à celles-ci, pour la période du 1<sup>er</sup> août 1973 au 31 juillet 1974, un quota supplémentaire de 1 % de l'état autorisé des crédits au 31 juillet 1972, qui s'est ajouté au quota normal de 6 %. Ainsi, le dépassement à la fin du mois de février a diminué de 0,7 milliard et s'est chiffré à 2,1 milliards de francs. Les banques ont donc dû verser sur le compte spécial 0,6 milliard de francs environ. Pour éviter d'éventuelles difficultés de trésorerie consécutives à ces versements, la Banque nationale a offert aux banques, contre rémunération, son crédit habituel et des swaps à trois mois dollars contre francs. A la fin du mois de mai, ces swaps se montaient à 0,25 milliard de francs.

Au premier trimestre, les crédits accordés en Suisse par 72 banques qui remettent des données mensuelles à l'institut d'émission ont augmenté de 1 %, contre 4,6 % au dernier trimestre de 1973. Ils se sont chiffrés à 105 milliards de francs à la fin du mois de mars, dépassant ainsi de 9,6 % le montant atteint un an auparavant. Les comptes courants débiteurs se sont accrus de 0,1 % au premier trimestre, alors qu'ils avaient diminué de 1,8 % durant la période correspondante de l'an passé. Puisqu'ils avaient augmenté de 6 % au dernier trimestre de 1973, le taux d'accroissement annuel s'est inscrit à 11,7 % à la fin du mois de mars 1974. Les placements hypothécaires ont augmenté de 2,1 % au premier trimestre de 1974 et ont atteint 49,7 milliards de francs, soit 8 % de plus qu'à la fin du mois de mars 1973.

D'entente avec le Conseil fédéral, la Banque nationale a décidé de proroger la limitation du crédit au-delà du 31 juillet 1974 et a fixé, pour la période allant du 1<sup>er</sup> août 1974 au 31 juillet 1975, un taux d'accroissement de 7 % de l'état autorisé au 31 juillet 1972. Cette augmentation du crédit correspond à 7 3/4 milliards de francs.

Tenant compte des effets trop rigoureux que la limitation du crédit pourrait avoir sur la réalisation de projets prêts à être exécutés, sur des travaux urgents d'infrastructure et sur la construction de logements à loyer modéré, le Conseil fédéral a alloué, d'entente avec la Banque nationale, un contingent spécial de 800 millions de francs. Pour la période se terminant à

la fin du mois de juillet, les autorités avaient déjà accordé un contingent spécial de 500 millions de francs. En outre, elles avaient affecté aux travaux de génie civil, au mois de février 1974, un contingent extraordinaire de 150 millions de francs, d'une durée indéterminée.

En fixant au niveau indiqué le taux d'accroissement du crédit, le Conseil fédéral et la Banque nationale ont voulu manifester leur ferme intention de poursuivre la lutte contre le renchérissement.

Au premier trimestre, les bilans de 72 banques remettant des données mensuelles n'ont augmenté que de 0,4 % et se sont inscrits à 207,7 milliards de francs. Un examen des différents postes montre que l'épargne a continué de se ralentir. Les dépôts d'épargne se sont accrus de 1 %, contre 3,5 % au premier trimestre de 1973. En un an, ils se sont élevés de 8,1 %, contre 16,7 % durant la période précédente. Au premier trimestre, les fonds versés sur des livrets et carnets de dépôts ont diminué de 0,6 %; les placements en obligations de caisse ont baissé de 0,7 %, pour se chiffrer à 22,3 milliards de francs. Ainsi, le montant des obligations de caisse était inférieur de 0,7 milliard de francs, ou de 2,9 %, à celui de l'année précédente, bien que la Banque nationale eût autorisé les banques à majorer leurs taux à la fin du mois de septembre 1973 et au 1er février 1974. Les majorations au 1er février ont été de  $\frac{1}{4}$  % à  $\frac{1}{2}$  % selon la durée. A partir du 6 mai, des majorations allant de  $\frac{3}{4}$  % à  $1\frac{1}{4}$  % se sont avérées nécessaires. Les grandes banques et les banques cantonales peuvent maintenant fixer des taux de  $6\frac{1}{2}$  % pour les obligations de caisse d'une durée de 3 à 4 ans et de 7 % pour les titres d'une durée d'au moins 5 ans. Les autres établissements peuvent appliquer des taux supérieurs de  $\frac{1}{4}$  % à ceux de ces banques, mais la Banque nationale leur a recommandé de ne pas dépasser, si possible, 7 %.

Sur le marché des capitaux, une hausse des taux d'intérêt particulièrement forte pour la Suisse s'est produite du mois de janvier au mois de mai, malgré la limitation des émissions. La hausse prononcée des taux sur le marché de l'euro-franc a accéléré l'adaptation des taux suisses au niveau international de l'intérêt, qui était monté vigoureusement l'an passé. Les émetteurs ont majoré les taux des emprunts de  $1\frac{3}{4}$  %, en six étapes, car de nouveaux échecs se produisaient peu après chaque majoration. Durant la seconde moitié du mois de mai, les banques cantonales ont lancé pour la première fois des emprunts à  $7\frac{3}{4}$  %, les centrales électriques, des emprunts à 8 %. Une tendance à la réduction des durées, qui ont passé souvent de 15 à 10 ou 12 ans, a accompagné la hausse des taux d'intérêt.

La Banque nationale a limité l'émission d'obligations suisses, déduction faite des conversions, à environ 1,2 milliard de francs au premier trimestre et à 1 milliard au deuxième trimestre. Comme le montant des emprunts annoncés dépassait nettement ces limites, la commission chargée d'établir le programme des émissions a dû réduire, supprimer ou différer de nombreux emprunts. Du mois de janvier au mois de mai, le recours net au marché par l'émission d'obligations suisses s'est élevé à 2 075 millions de francs, dépassant ainsi de 47 % le montant de la période correspondante de 1973. Par contre, les fonds prélevés par l'émission d'obligations étrangères se sont chiffrés à 531 millions de francs et n'ont pas atteint plus de 42 % du montant enregistré en 1973. L'émission d'actions s'est inscrite à 202 millions de francs, contre 567 millions l'an passé, et les remboursements, à 313 millions, contre 326 millions. Au total, le recours net au marché s'est élevé à 2 495 millions de francs et a été inférieur de 14,2 % au montant de l'année précédente.

Le rendement moyen des obligations fédérales, qui était de 6,31 % à la fin de 1973, est monté vigoureusement depuis la mi-janvier, passant à 7,29 % au début du mois d'avril. Après une stabilisation passagère au mois d'avril, la hausse a repris au début du mois de mai. Le rendement a atteint le niveau record de 7,44 %, puis a diminué légèrement pour se chiffrer à 7,30 % à la fin du mois de mai.

Après que l'emprunt fédéral 6 1/4 % lancé en faveur des CFF au mois de février, au prix de 99,6 %, n'a pu être placé entièrement, un deuxième emprunt fédéral, émis au mois de mai, a subi un échec partiel, bien que la situation du marché ait entraîné une modification des conditions peu avant l'émission. Sur le montant total du deuxième emprunt, qui se chiffrait à 450 millions de francs, 320 millions étaient consacrés à des conversions. Cet emprunt a été divisé en deux tranches. La première, qui s'élevait à 200 millions de francs, avait une durée de 7 ans, un taux de 7 % et un prix d'émission de 99,5 %; la seconde, qui se montait à 250 millions de francs, avait une durée de 10 ans, un taux de 7 1/2 % et un prix d'émission de 100,6 %. Si la tranche à 10 ans a été bien couverte, la tranche à 7 ans a connu un réel échec. Après coup, il a été décidé d'élever le montant de la tranche 7 1/2 % à 260 millions de francs et de réduire celui de la tranche 7 % à 190 millions. En outre, la Banque nationale a annoncé qu'elle placerait dans son portefeuille une partie des titres non souscrits et qu'elle effectuerait des achats en bourse pour soutenir le cours des deux emprunts. Afin de compenser l'accroissement de la liquidité résultant de ces interventions, elle a placé dans les banques des réscriptions de stérilisation pour un montant de 150 millions de francs. Désireux de soulager le marché des capitaux, l'institut d'émission a décidé, d'entente avec le Conseil fédéral, de suspendre temporairement les exportations de capitaux sous la forme d'emprunts étrangers et de placements pri-

vés de reconnaissances de dette à moyen terme libellées en francs suisses ("notes"). La commission des émissions a recommandé aux banques de réduire, à l'avenir, les emprunts suisses, des montants non souscrits. Pour le troisième trimestre, la Banque nationale a fixé le plafond des émissions à 600 millions de francs, montant très nettement inférieur à celui des deux trimestres précédents.