

Rapport

sur la situation économique et monétaire remis
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse
pour sa séance du 17 décembre 1976

Tendances conjoncturelles internationales

La tendance internationale à la reprise économique qui avait été enregistrée au premier semestre s'est affaiblie sensiblement ces derniers mois. Les impulsions dues surtout à la reconstitution des stocks, à l'acquisition de certains biens durables, telles les automobiles, dont les consommateurs avaient dû différer l'achat, et aux mesures de relance prises par les autorités semblent commencer à ne plus déployer d'effets, mais n'ont pas encore déclenché de processus d'expansion autonome. L'accélération de la conjoncture s'est atténuée non seulement en Grande-Bretagne, en Italie et en France, pays qui doivent faire face à des déséquilibres économiques importants, mais également au Japon, en République fédérale d'Allemagne et aux Etats-Unis.

Les dernières statistiques de l'OECD indiquent que, compte tenu des variations saisonnières, la production industrielle dans les vingt-quatre Etats membres n'a plus augmenté que de 1,7% au deuxième trimestre, par rapport à la période correspondante de l'an passé. En raison de l'évolution récente, le Secrétariat de l'OCDE a corrigé nettement, pour le second semestre, ses estimations relatives à la croissance réelle du produit national brut dans l'ensemble des Etats membres. Il la chiffre maintenant à 3,5%.

Dans ces conditions, l'emploi de l'appareil de production ne s'est guère intensifié. Une nouvelle diminution générale du chômage n'a pas eu lieu non plus. Au contraire, le nombre de chômeurs a eu tendance à augmenter légèrement dans presque tous les pays industrialisés, y compris aux Etats-Unis. Il est normal que cette situation suscite de fortes préoccupations. En effet, elle pourrait provoquer tôt ou tard l'application de mesures tendant à stimuler la conjoncture et à créer des possibilités supplémentaires de travail, bien que les pays où le niveau de l'emploi est particulièrement insatisfaisant enregistrent encore une inflation très forte et qu'ils doivent continuer à la tempérer. De plus, les déficits budgétaires ont atteint déjà, presque partout, une ampleur si considérable qu'une extension supplémentaire ne paraît guère supportable. Le rythme de l'inflation ne s'est ralenti que dans quelques pays, tels les Etats-Unis, la République fédérale d'Allemagne, l'Autriche et la Suisse. Par contre, le renchérissement des importations, induit par le change, et celui des denrées alimentaires, provoqué par la sécheresse, ont entraîné une nouvelle accélération de l'inflation dans d'autres pays industrialisés. L'écart entre les taux d'inflation s'est donc accru. En Europe, notamment dans les Etats membres des Communautés européennes, il est particulièrement important, ce qui pourrait remettre en cause les succès remportés dans l'intégration économique.

Comme l'appareil de production est loin d'être utilisé complètement et que les perspectives de ventes sont incertaines, la tendance à investir demeure faible. En outre, la réduction des bénéfices qu'ont provoquée les frais fixes élevés et la pression de la concurrence sur les prix a affaibli sensiblement les possibilités d'autofinancement. Observée dans tous les pays d'Europe, à quelques nuances près, cette évolution ne correspond pas à celle de l'économie américaine. Aux Etats-Unis, les bénéfices ont augmenté nettement et la trésorerie des entreprises s'est améliorée sensiblement. A cet égard, la perspective que les investissements dans l'industrie s'intensifient graduellement est donc meilleure qu'en Europe.

La réduction des marges bénéficiaires et des dividendes, à l'inclusion des réserves, a obligé les entreprises à tenter de restreindre énergiquement leurs coûts par une amélioration de la productivité. Ainsi s'explique, en partie tout au moins, que le niveau de l'emploi ne soit pas monté malgré un accroissement de la production. Lorsqu'un recours accru à la main-d'œuvre s'est avéré inévitable, les entreprises se sont efforcées, en raison des perspectives de ventes incertaines, de fixer des heures supplémentaires plutôt que d'engager davantage de personnel.

Dans ces circonstances, la politique économique des pays industrialisés doit résoudre des problèmes particulièrement difficiles. Aussi bien lors de la conférence au sommet de Porto Rico qu'à l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale, qui s'est tenue à Manille, les participants ont exigé que priorité soit donnée à la lutte contre l'inflation, car une croissance équilibrée et, partant, une élimination durable du chômage nécessitent un arrêt du renchérissement excessif. Les expériences faites ces dernières années ont montré que l'acceptation d'une hausse inflationniste des prix et des salaires ne permet pas d'éviter la récession et le sous-emploi. Certes, les efforts tendant à modérer la hausse des prix et des salaires n'ont eu un succès réel que dans de rares pays, et l'on se demande combien de temps les mesures de lutte contre l'inflation résisteront aux pressions croissantes visant à réduire le chômage. Toutefois, les déficits importants des balances des revenus et la nécessité de corriger enfin les effets que le renchérissement du pétrole, en automne 1973, a eus sur les balances des paiements limitent fortement, abstraction faite des risques d'inflation et des déficits budgétaires, la possibilité de prendre de nouvelles mesures de relance dans la plupart des pays. L'éventualité d'un renchérissement supplémentaire du pétrole est loin de créer le climat nécessaire pour résoudre ces problèmes. De même, les divergences de vues persistantes exprimées lors du dialogue Nord-Sud

que les pays en développement et les pays industrialisés ont entamé cette année au sujet d'un nouvel ordre économique international, ne rendent guère optimiste.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En *République fédérale d'Allemagne*, la reprise économique s'est ralentie quelque peu. Aussi bien les entrées de commandes que la production ont augmenté moins fortement. Depuis le mois d'avril, l'utilisation moyenne de l'appareil de production ne s'est plus accrue sensiblement. Elle s'inscrit à 81,3% et dépasse ainsi de 5 points le niveau minimal atteint lors de la récession, l'an passé. Seule l'industrie de l'automobile et quelques secteurs dépendant étroitement de la consommation connaissent une évolution différente. Dans l'industrie, les impulsions les plus fortes continuent à provenir des entrées de commandes étrangères. Néanmoins, les exportations allemandes ont progressé moins rapidement qu'auparavant, la croissance économique s'étant atténuée depuis l'été dans la plupart des autres pays industrialisés.

Depuis quelque temps, les investissements paraissent s'accélérer légèrement. Bien que les données disponibles ne permettent pas de prévoir à coup sûr une relance durable, l'amélioration considérable des ventes et des bénéfices, dans certains secteurs, crée des conditions favorables.

A partir de la pause d'été, l'emploi a diminué de nouveau. Au début du mois de novembre, le gouvernement a adopté un programme d'un montant de 430 millions de francs destiné à améliorer l'embauche de personnes longtemps sans travail, en particulier de personnes âgées, de femmes et de jeunes gens.

Le rythme du renchérissement a continué à se ralentir. Au mois de novembre, la hausse en un an des prix à la consommation s'est chiffrée à 3,7%. Du mois de juillet au mois de septembre, les prix de gros dans l'industrie sont restés pratiquement stables, le taux du renchérissement en un an se chiffrant à 4,6%.

La consommation privée, dont l'accroissement avait contribué à la reprise au début de l'année, est restée au même niveau depuis le mois de mai. L'an prochain, la libération d'environ 30 milliards de marks qui sont bloqués sur des comptes destinés à la formation de fortunes devrait entraîner une certaine progression de la consommation.

Le commerce extérieur a continué à s'intensifier. Durant les dix premiers mois de l'année, le volume des importations a augmenté d'environ 15% par rapport à la période correspondante de l'an passé, alors que celui des exportations s'est accru de 13%. Ainsi, l'excédent de la balance commerciale a passé de 30,7 à 28,3 milliards de marks. En revanche, l'excédent de la balance des revenus a progressé légèrement.

En *Grande-Bretagne* également, la reprise enregistrée au premier semestre s'est affaiblie. Du deuxième au troisième trimestre, le produit intérieur brut n'a augmenté que de 0,4%. Par contre, le renchérissement s'est accéléré quelque peu, après un ralentissement qui avait été très marqué par moments. Au mois d'octobre, la hausse en un an des coûts à la consommation s'est élevée de 14,7%, et celle des prix de gros, de 16,5%. Cette évolution est due surtout au renchérissement des produits importés qu'ont provoqué les variations des cours du change. Le taux d'inflation est à peu près le double de celui qu'ont enregistré, en moyenne, les Etats membres de l'OCDE. Malgré la chute de la livre, les échanges avec l'étranger ne se sont guère modifiés jusqu'à maintenant; les importateurs semblent accumuler des stocks importants, tandis que l'expansion espérée des exportations ne s'est pas encore produite. Du mois de septembre au mois d'octobre, le déficit de la balance commerciale n'a baissé que de 376 à 360 millions de livres. Comme l'excédent de la balance des services n'a pas changé vraisemblablement et se chiffre donc à 160 millions de livres, le déficit de la balance des revenus s'inscrit à 200 millions de livres.

A propos de sa politique économique future, le gouvernement britannique a procédé, pendant ces dernières semaines, à des consultations intenses avec le FMI. Il est évident que la politique monétaire et budgétaire de la Grande-Bretagne a été le thème principal de ces discussions, à l'issue desquelles le gouvernement britannique désire obtenir un crédit du FMI se montant à 3,9 milliards de dollars.

En *France* aussi, le rythme de la croissance s'est ralenti. La reprise observée au premier semestre était due surtout à la consommation privée et aux commandes des pouvoirs publics. Puisque la hausse inflationniste des prix et des salaires n'a pas faibli, que les déficits du budget et de la balance des paiements se sont accrus, le gouvernement a mis en œuvre un plan général visant à stabiliser les prix. En raison de ces dispositions, il ne faut guère s'attendre à une accélération de la conjoncture en 1977.

Les investissements privés sont restés bas. La production industrielle a différé fortement d'une branche à l'autre. La fabrication de produits énergétiques et de matières premières a été notablement inférieure à celle de 1974. En revanche, la fabrication de produits finis a dépassé celle de 1974.

La baisse du cours du franc n'a pas entraîné, jusqu'à maintenant, l'accroissement escompté des commandes étrangères. Outre le renchérissement des importations provoqué par les variations des cours de changes, l'accroissement des importations de pétrole et de produits pétroliers, ainsi que la dégradation des échanges agricoles causée par la sécheresse ont eu pour conséquence une détérioration persistante de la balance commerciale française.

A la fin du mois d'octobre, la hausse en un an du coût de la vie s'est inscrite à 9,9%. La montée des salaires s'est à peine affaiblie. Au mois d'octobre, le nombre de chômeurs a excédé de nouveau un million, alors que le nombre de places vacantes correspondait environ à un dixième de ce chiffre, compte tenu des variations saisonnières.

En Italie, la production industrielle a augmenté fortement. Au mois de septembre, elle a dépassé le niveau de 1974. Durant les dix premiers mois de l'année, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 4142 milliards de lires. Déduction faite des importations de pétrole, le chiffre négatif se transforme en un excédent de 1163 milliards de lires.

Au mois d'octobre, la hausse en un an de l'indice des prix à la consommation s'est inscrite à 19,9%, celle de l'indice des prix de gros, à 29,9%. Le renchérissement continu, l'adaptation automatique des salaires aux prix et le coût élevé du crédit freinent la reprise. En particulier, la hausse rapide des charges salariales handicape l'industrie. De 1969 à 1975, la part des salaires au revenu national a passé de 48% à 59,6%. Afin de limiter les charges salariales, le gouvernement avait présenté un projet de réforme relatif à l'ajustement automatique des salaires. Il l'a retiré par la suite, de sorte qu'il ne faut guère s'attendre à un allègement de ce genre pour le moment. Par ailleurs, la politique économique gouvernementale tend à tempérer la consommation privée, à restreindre les importations et à accroître les exportations par une amélioration de la capacité concurrentielle italienne.

Actuellement, la conjoncture aux *Etats-Unis* est assez floue. Si les principaux indices économiques relatifs au mois d'octobre n'ont pas continué à descendre après deux mois de baisse, ils ne sont pas montés non plus. Toutefois, les commandes qu'a reçues l'industrie pendant le même mois ont augmenté de 0,8%, compte tenu des variations saisonnières. Le fait que, pour des raisons institutionnelles, les dépenses publiques ont été nettement inférieures aux montants prévus pourrait expliquer en partie pourquoi l'arrêt saisonnier de la croissance en été s'est poursuivi durant les mois suivants. Cette réduction des dépenses paraît avoir restreint d'environ 1% l'augmentation réelle du produit national brut aux deuxième et troisième trimestres. En outre, les grèves ont fait perdre un nombre exceptionnel de jours de travail durant le troisième trimestre, dans l'industrie de l'automobile et du pneu surtout.

La demande de biens de consommation et d'équipement n'a pas correspondu tout à fait aux prévisions officielles. Cet été principalement, il est devenu évident que les besoins de biens de consommation accumulés pendant les années de récession allant de 1973 à 1975, en particulier les besoins d'automobiles, d'appareils ménagers et de textiles, ne provoquaient pas l'expansion espérée de la consommation, l'essor prononcé et durable que l'on attendait. En revanche, la demande de maisons familiales semble reprendre. Quant aux besoins d'appartements, ils restent limités.

Pour la première fois depuis le mois de mars 1975, la production industrielle a diminué; elle a décliné de 0,2% au mois de septembre et de 0,5% au mois d'octobre. Comme les revenus n'ont progressé que relativement peu, le chiffre d'affaires n'a pas augmenté dans le commerce de détail.

Le taux de chômage, qui était monté de 7,3% à 7,9% cet été, s'est élevé à 8,1% au mois de novembre, après une diminution passagère. En même temps, la population active a augmenté légèrement. Les postes de travail n'ont donc pas diminué, mais le nombre de personnes entrant dans la vie active a été supérieur aux créations supplémentaires d'emplois.

Alors que les prix de gros sont montés de nouveau plus fortement, la hausse en un an de l'indice des prix à la consommation est demeurée modeste et s'est chiffrée à 5,5% au mois de septembre.

La balance commerciale en 1976 pourrait se solder par un déficit supérieur aux prévisions récentes. Au cours des dix premiers mois de l'année, le déficit a atteint 4,1 milliards de dollars. Il est dû surtout à la forte augmentation des importations pétrolières et à la diminution des exportations agricoles.

Comme les perspectives d'exportations sont défavorables, que la demande privée intérieure n'augmente pas et que l'industrie continue, en général, à différer ses investissements, la production industrielle a diminué au Japon depuis le mois de juillet et les stocks ont augmenté. Les entrées de commandes ont décliné de 9,9% au mois de juillet et de 10,6% au mois d'août, l'indice redescendant au niveau des mois de mars et d'avril. En raison de cette évolution, le gouvernement a adopté un cinquième programme conjoncturel. Il prévoit notamment des dépenses supplémentaires destinées à des projets des collectivités publiques, à la construction de logements et à l'encouragement des investissements privés.

Le gouvernement compte également que ces mesures provoqueront une augmentation des exportations et que, partant, elles désarmeront les critiques étrangères relatives à l'excédent croissant de la balance commerciale japonaise. Au mois de septembre, les exportations ont atteint le niveau record de 6,02 milliards de dollars, et ont augmenté ainsi de 34,9% par rapport au mois correspondant de 1975. Les importations se sont accrues de 19% pour s'élever à 4,82 milliards de dollars. L'excédent de la balance commerciale s'est inscrit à 1,206 milliards de dollars. En quadruplant par rapport au mois précédent, le surplus de la balance des paiements s'est chiffré à 428 millions de dollars.

Quoique le revenu réel des consommateurs ait diminué, le renchérissement s'est poursuivi. Au mois de septembre, la hausse en un an des prix de gros s'est élevée à 6,8%, tandis que celle des prix de détail s'est accélérée encore plus fortement, atteignant 9,7%. Cette évolution est due aux prix des denrées alimentaires, de l'habillement et du mazout.

Les événements monétaires internationaux

La révision des statuts du FMI et des quotas des Etats membres ayant été achevée au début de l'année, le Comité intérimaire et l'Assemblée annuelle des Gouverneurs du Fonds, qui se sont réunis au début du mois d'octobre à Manille, ont consacré l'essentiel de leurs travaux aux problèmes généraux que pose la situation de l'économie mondiale. Si les participants se sont félicités de la reprise conjoncturelle intervenue cette année, ils n'en ont pas moins souligné leur appréhension que le niveau élevé de la hausse des prix ne continue de monter. Presque à l'unanimité, ils ont insisté sur le fait que seule une lutte efficace contre l'inflation permettra d'assurer une croissance économique équilibrée à moyen terme et une diminution durable du chômage. Parlant des déficits importants des balances de paiements depuis 1974, le directeur général du FMI a relevé que l'accent devrait être mis dorénavant sur la correction des déséquilibres et non plus sur le financement des déficits. Ce processus d'ajustement doit être symétrique, en ce sens qu'il appartient aux pays excédentaires de soutenir leur demande intérieure pour réduire leur surplus, et aux pays déficitaires de suivre des politiques suffisamment restrictives pour ramener leur déficit à un niveau tel que son financement puisse être assuré par les flux normaux de capitaux. Les participants ont estimé que les taux de change doivent pouvoir jouer leur rôle dans cet ajustement. Pour éviter tout excès, le FMI a cependant été chargé de prévoir des procédures lui permettant d'exercer une ferme surveillance sur les politiques des changes suivies par ses membres. En outre, le Fonds devra étudier les possibilités de parvenir à un meilleur contrôle des liquidités internationales et présenter prochainement des propositions relatives à la septième révision générale des quotas, afin que les négociations sur ce point puissent être achevées, comme prévu, en février 1978.

Sur les marchés des changes, les perturbations qui s'étaient produites dans le courant de l'été ont encore marqué l'évolution aux mois de septembre et d'octobre, avant qu'une certaine stabilisation ne se manifeste au mois de novembre.

Les monnaies de l'Italie, de la France et de la Grande-Bretagne ont subi de nouveau de fortes pressions, qui ont fait baisser leur cours aux mois de septembre et d'octobre. En Italie, la reprise des importations et la fin de la saison touristique ont entraîné un déséquilibre sur le marché des changes, auquel les autorités ont réagi énergiquement en élevant le taux d'escompte à 15% et en imposant une taxe sur les achats de devises, fixée tout d'abord à 10%, puis ramenée à 7%. La lire s'est stabilisée ainsi à un bas niveau, depuis la fin du mois d'octobre, et son maintien a été favorisé par le reflux de capitaux placés à l'étranger, les détenteurs ayant voulu profiter de l'amnistie gouvernementale.

Au début de la période examinée, le franc français s'est raffermi, à la suite du changement de gouvernement et de l'annonce du vaste plan de stabilisation mentionné au

chapitre précédent. Toutefois, la baisse a repris à la fin du mois de septembre, en raison des difficultés rencontrées dans la réalisation du plan gouvernemental et en raison d'une détérioration marquée de la balance commerciale. Aussi les autorités françaises ont-elles encore renforcé leur dispositif de contrôle des changes, afin de réduire notamment les effets du termaillage sur le cours du franc.

L'évolution du cours de la livre a été particulièrement dramatique au mois de septembre. Cette monnaie est descendue à un niveau qui ne correspondait plus du tout aux différences de coûts et de prix entre la Grande-Bretagne et les autres pays. De nombreux éléments ont contribué à la chute du cours, parmi lesquels il faut citer l'évolution toujours défavorable des prix, la croissance excessive de la masse monétaire et du déficit budgétaire, le déficit considérable et persistant de la balance commerciale, ainsi que les difficultés sociales. A tous ces facteurs internes s'ajoutent encore les craintes liées à l'existence de balances-sterling supérieures à 2,5 milliards de livres; n'étant pas consolidés, ces avoirs peuvent être retirés en tout temps. Par la suite, l'intention manifestée par les autorités britanniques d'emprunter 3,9 milliards de dollars au FMI a contribué à un léger raffermissement du cours.

Les pressions qui s'exerçaient depuis plusieurs mois dans le serpent monétaire européen ont poussé les Etats participants à modifier les parités de leur monnaie. A la mi-octobre, le mark allemand a été réévalué de 2% par rapport aux monnaies des pays du Benelux, de 3% par rapport aux couronnes suédoise et norvégienne et de 6% par rapport à la couronne danoise. Bien que modeste, cet ajustement a calmé immédiatement les marchés. Il a donc permis aux Pays-Bas, à la Belgique et au Danemark de réduire leurs taux d'intérêt à court terme, qu'ils avaient relevés au début du mois d'octobre pour enrayer les attaques de la spéculation contre leur monnaie.

Dans ce contexte agité, le franc suisse et le dollar sont restés relativement stables. En moyenne pondérée, le cours du franc n'a guère varié, car une baisse par rapport au mark allemand a compensé en grande partie la hausse par rapport aux autres monnaies. Quant au dollar, il est surprenant qu'il se soit raffermi légèrement. En effet, plusieurs facteurs jouaient en sa défaveur, tels l'augmentation du déficit commercial américain, le fléchissement des taux d'intérêt sur le marché monétaire des Etats-Unis et les ventes de dollars effectuées par certaines banques centrales pour soutenir leur monnaie. Toutefois, il semble que les mouvements de capitaux se sont modifiés. Ainsi, les investissements directs de l'étranger aux Etats-Unis paraissent s'être accrus dans de fortes proportions.

Il convient de signaler encore l'évolution des dollars canadien et australien. Depuis la mi-novembre, le cours du dollar canadien a baissé sensiblement, en raison de la dégradation de la situation économique et d'une politique monétaire trop expansive. Le 28 novembre, les autorités australiennes ont dévalué leur monnaie de

17,5% par rapport au dollar des Etats-Unis. Le 7 décembre, elles l'ont réévaluée de 2%.

Après les ventes effectuées par le FMI les 15 septembre et 27 octobre, le prix de l'or sur les marchés internationaux est monté relativement vite à 130 dollars l'once. Il s'est maintenu à ce niveau jusqu'au début du mois de décembre, puis s'est élevé encore avant la cinquième vente du FMI, qui a eu lieu le 8 décembre. Le FMI a offert à cette date 780 000 onces d'or, qu'il a vendues totalement au prix de 137 dollars l'once. Au cours des quatre ventes précédentes, qui avaient toutes porté sur cette quantité, le prix moyen avait varié entre 109,4 et 126 dollars.

L'évolution de la conjoncture en Suisse

Durant la période examinée, l'accélération graduelle de la conjoncture observée depuis le début de l'année s'est poursuivie dans l'ensemble. Cependant, la situation a différé sensiblement d'une branche et d'une entreprise à l'autre. La forte augmentation réelle et nominale des importations, l'accroissement réel et nominal des exportations, dont le rythme mensuel ne s'est pas ralenti, la faible progression de la consommation aux deuxième et troisième trimestres ont caractérisé l'évolution récente de la conjoncture. L'expansion des importations constatée depuis le troisième trimestre pourrait s'expliquer surtout par la reconstitution de certains stocks. La demande étrangère, qui demeure élevée pour différents produits, a provoqué un léger accroissement de la production industrielle au troisième trimestre. Toutefois, elle n'a pu augmenter, à elle seule, l'utilisation de l'appareil de production. Si l'évolution des promesses de crédits au troisième trimestre indique une faiblesse persistante des investissements, malgré une large stabilisation des charges salariales, malgré une baisse des taux d'intérêt et malgré un approvisionnement monétaire permettant l'essor de l'économie, il faut attribuer cette faiblesse au processus d'aménagements structurels, à l'insuffisance relative des bénéfices et aux perspectives incertaines de ventes, à moyen terme.

Sur le marché du travail, la situation a continué de se détendre. Les nouveaux départs de travailleurs étrangers ont entraîné une légère insuffisance de main-d'œuvre dans certains secteurs. La constance de la consommation privée, sur laquelle la conjoncture a peu d'influence, a modéré fortement la diminution de l'emploi, comme dans les phases précédentes de ralentissement. En raison de cette évolution, les dépenses des consommateurs en biens et services ont atteint l'an passé 60% du produit national brut nominal, alors qu'elles s'étaient inscrites à 56% de 1970 à 1974. Selon les dernières données de la comptabilité nationale, la consommation réelle par habitant a diminué de 2,3% seulement en 1975, tandis que le produit national brut réel par habitant décroissait de 7,1%. La stabilité relative de la consommation privée dans le cycle actuel est d'autant plus remarquable qu'elle a coïncidé, l'an passé et cette année, avec le retour de très nombreux travailleurs étrangers dans leur pays d'origine et avec une diminution réelle des revenus disponibles des ménages se chiffrant à près de 4% par habitant.

Si les statistiques de la CNSA n'indiquent aucun changement du revenu réel, la consommation privée réelle a augmenté de 0,7% au troisième trimestre par rapport à la période correspondante de l'an passé. Ce léger accroissement semble dû surtout au remplacement de biens durables, notamment d'automobiles, de produits électroniques destinés aux loisirs et d'appareils ménagers.

Les trois programmes d'investissements que la Confédération a adoptés en collaboration avec les cantons et les communes ont entraîné, jusqu'à maintenant, des dépenses se montant à 4 milliards de francs en chiffre rond. Jusqu'à la fin du mois de novembre, date à laquelle cette possibilité prenait fin, les cantons et les communes ont recouru, pour un montant de 935 millions de francs, aux promesses de réescompte que la Banque nationale avait offertes, dès le mois d'avril, afin de financer les mesures de ces collectivités visant à créer des postes de travail.

Au cours du troisième trimestre, les investissements sont restés pratiquement stables. Cependant, le nombre de constructions nouvelles et d'agrandissements projetés dans l'industrie a augmenté légèrement depuis trois trimestres. Par rapport à la période correspondante de 1975, l'accroissement s'est chiffré à 7% au troisième trimestre.

La construction de logements a continué de diminuer. Au troisième trimestre, le nombre de constructions autorisées dans les 92 villes a été inférieur de 17% à celui de la période correspondante de l'an passé. Le nombre de logements terminés s'est inscrit à 2504, ce qui correspond environ à la moitié du chiffre enregistré au troisième trimestre de 1975.

En volume, l'importation de biens d'équipement a augmenté de près de 4% par rapport au troisième trimestre de l'an passé. Cette tendance a persisté au mois d'octobre. Une progression de la demande s'est manifestée surtout dans l'industrie des textiles, dans l'industrie du papier et dans l'imprimerie, branches où certains changements de structures ont nécessité visiblement un remplacement accru d'équipements.

Par rapport à la période correspondante de 1975, les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés se sont élevées de 35%. Comme celle des crédits bancaires, cette évolution reflète une reconstitution accélérée des stocks.

Dans l'industrie des textiles et de l'habillement, la demande étrangère est restée à un niveau élevé, aussi bien en volume qu'en valeur. Par rapport à la période correspondante de 1975, les exportations réelles de cette branche ont augmenté de 9,1% au mois d'octobre, les exportations nominales, de 4,5%, alors que la progression s'est inscrite respectivement à 13,9% et à 6,6% dans l'industrie chimique. Par rapport aux périodes examinées précédemment, les prix moyens n'ont guère changé dans l'industrie des textiles, mais ont baissé légèrement dans l'industrie chimique.

Les entrées et l'état des commandes se sont stabilisés à un niveau relativement bas dans l'industrie des machines et appareils. La concurrence étrangère, qui s'est intensifiée considérablement, a entraîné une légère baisse des prix à l'exportation par rapport à la dernière période examinée. La part des exportations nominales de cette branche à l'ensemble des exportations suisses a passé, des dix premiers mois de 1975 à la période correspondante de l'année en cours, de 36,5% à 34,5%.

Tandis que les importations ont dépassé les exportations de 408 millions de francs au troisième trimestre, l'excédent qui caractérise la balance commerciale cette année est réapparu au mois d'octobre.

Il faut attribuer surtout à des facteurs saisonniers le fait que l'emploi a diminué de 0,4% du deuxième au troisième trimestre. Aux mois de septembre et d'octobre, le nombre de chômeurs complets n'a pas changé et s'est inscrit à 13 000 en chiffre rond; il est monté à 15 292 au mois d'octobre. En revanche, le nombre des chômeurs partiels a diminué; de la fin du mois de juillet à la fin du mois d'octobre, il a passé de 28 700 à 20 000 en chiffre rond. En raison des variations saisonnières, le nombre de places vacantes a décliné depuis le mois d'août. Toutefois, l'évolution de l'offre a différé d'un secteur à l'autre.

La hausse des prix est restée très modeste. Pendant les onze premiers mois de l'année, l'indice des prix à la consommation n'est monté que de 1%, contre 3,6% en 1975. Ainsi, la Suisse reste le pays qui connaît de loin le plus de succès dans la lutte contre l'inflation. Alors que l'indice partiel des denrées alimentaires a baissé de 0,3% depuis le début de l'année, celui des transports est monté de 7,7%, contre 1,1% en 1975. La légère hausse des prix à la consommation est due surtout à la majoration des taxes postales appliquée depuis le début de l'année et à celle des tarifs CFF. En revanche, les salaires n'ont pratiquement pas entraîné de montée des coûts cette année.

Le taux de la hausse en un an des prix à la consommation a passé de 3,4% au mois de janvier à 0,9% au mois de novembre, contre 7,3% et 3,7% aux mois correspondants de 1975. Depuis le début de l'année, les prix de gros sont montés de 1%, après être descendus de 4,9% durant les onze premiers mois de 1975. Ayant baissé de 10,8% l'an passé, l'indice partiel des marchandises importées s'est élevé de 4,2% en 1976. Quant à celui des marchandises suisses, qui était descendu de 2,4% en 1975, il est monté de 0,3%.

L'évolution des marchés monétaire et financier

La baisse des taux d'intérêt à moyen et à long terme s'est accélérée durant la période examinée, qui allait du mois de septembre au mois de novembre. Tandis que l'excédent de fonds offerts s'est accentué sur le marché des capitaux, l'approvisionnement du marché monétaire a nécessité une aide importante de la Banque nationale sous la forme de swaps dollars contre francs.

Jusqu'à vers la fin du mois d'octobre, le montant des dollars que la Banque nationale a cédés lors d'exportations de capitaux soumises à autorisation a dépassé celui des dollars qu'elle a achetés en intervenant sur le marché des changes. Au mois de septembre, la libération du reste des avoirs minimaux supplémentaires exigés au mois de juillet a compensé la diminution des disponibilités qui résultait des opérations sur devises. Au mois d'octobre, les cessions nettes de devises ont réduit les avoirs à vue de l'économie à la Banque nationale, qui reflètent l'approvisionnement du système bancaire en disponibilités. Il en est résulté une diminution de la base monétaire, que la Banque nationale utilise comme régulateur de la masse monétaire et qui comprend, outre les avoirs à vue mentionnés, les billets en circulation.

Il semblait opportun d'adopter une politique de la base monétaire légèrement restrictive. En effet, la masse monétaire M_1 , qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue du secteur non bancaire, avait accusé un accroissement annuel de 9,6% et de 9,5% aux mois de juin et de juillet, alors que la Banque nationale s'était fixé pour but une augmentation moyenne de 6% cette année. Certes, la situation n'était pas particulièrement menaçante, dans la conjoncture actuelle, car elle était due surtout au fait que la structure des taux d'intérêt entraînait la conversion en dépôts à vue de dépôts à terme, qui sont de la quasi-monnaie et un élément de la masse monétaire au sens large (M_2). En outre, il y avait lieu de considérer que, si l'augmentation de la base monétaire à la suite des interventions massives effectuées au mois de juin sur le marché des changes s'était résorbée, cette évolution influencerait sur la masse monétaire avec le retard habituel.

Comme les ventes de devises réalisées parallèlement aux exportations de capitaux et les prises de fonds que la Confédération a effectuées par précaution ont provoqué une nouvelle diminution des moyens de paiement créés par l'institut d'émission, la Banque nationale a commencé, vers la fin du mois d'octobre, à acheter des devises afin de freiner cette évolution. Grâce à ces achats, l'approvisionnement des banques en disponibilités définitives s'est amélioré. Après les échéances annuelles, il devrait donc être possible de réduire les disponibilités offertes sous forme de swaps, qui se sont accrues fortement, et de créer ainsi un rapport plus satisfaisant entre les disponibilités définitives et les disponibilités prêtées.

La statistique de la masse monétaire au mois de septembre, dont on a pris connaissance au début du mois de novembre, a correspondu aux prévisions. Du mois d'août au mois de septembre, le taux d'accroissement en un an de la masse monétaire M_1 a passé de 9,7% à 9,1%. Au mois d'octobre, il est descendu à 8,6%. Au cours des dix premiers mois de l'année, le taux moyen s'est chiffré à 8%; l'augmentation des dépôts à vue s'est inscrite à 12,8%, celle du numéraire en circulation à 0,2%. Même s'il faut s'attendre à une nouvelle diminution de l'accroissement annuel au quatrième trimestre, les 6% que l'institut d'émission s'était fixés pour but, cette année, devraient être légèrement dépassés.

L'an prochain, la politique de la masse monétaire devra maintenir les conditions monétaires nécessaires à la poursuite de la reprise conjoncturelle, sans menacer la stabilité des prix obtenue en 1976 et tout en exerçant des effets stabilisateurs sur l'évolution du cours du franc. D'entente avec le Conseil fédéral, la Banque nationale a annoncé à la fin du mois de novembre qu'elle envisageait une augmentation moyenne de la masse monétaire de 5% en 1977. Cette politique doit assurer un approvisionnement suffisant de l'économie en monnaie et un bas niveau des taux d'intérêt, sans déclencher de nouvelles poussées d'inflation. La Banque nationale se réserve de réexaminer sa politique si la conjoncture se modifie sensiblement.

Au début du mois de septembre, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à l'institut d'émission comprenaient notamment 1,7 milliard de francs résultant de swaps dollars contre francs d'une durée de un mois. Lorsque, le 15 septembre, les souscripteurs ont libéré l'emprunt de 500 millions de francs émis au mois d'août par la Confédération, la Banque nationale a débloqué 400 millions de francs, solde des avoirs minimaux supplémentaires exigés au mois de juillet. A la fin du mois, un peu plus de la moitié des swaps d'une durée de un mois devaient être dénoués, ce qui obligeait les banques à rembourser 0,87 milliard de francs. Afin de leur permettre de financer l'importante échéance trimestrielle, la Banque nationale a conclu des swaps de 7 à 14 jours et d'un montant total de 3,6 milliards de francs. Compte tenu du fait que les banques ont obtenu environ 1 milliard de francs en recourant à l'escompte et aux avances sur nantissement, ainsi qu'un montant analogue en mettant en pension à court terme des rescriptions de stérilisation, l'aide de l'institut d'émission a atteint 5,6 milliards de francs, contre 3,3 milliards à la fin du mois de septembre 1975. Ainsi, les avoirs en comptes de virements se sont chiffrés à 9,7 milliards de francs, contre 10,3 milliards à la fin du mois de juillet.

Le remboursement des fonds accordés pour financer l'échéance trimestrielle et le dénouement des derniers swaps d'une durée de un mois ont restreint les disponibilités du marché monétaire. A la fin du mois d'octobre, les avoirs en comptes de virements de l'économie ne s'inscrivaient qu'à 6,5 milliards de francs, bien que la Confédération ait fait transférer environ 550 millions de francs de son compte sur ceux des banques et que l'institut d'émission ait accordé en fin de mois, pour un montant de 1,2 milliard de francs, son aide sous forme d'escompte, d'avances sur nantissement et de prise en pension de rescriptions de stérilisation. Outre les cessions nettes de dollars effectuées par la Banque nationale, la circulation des billets avait entraîné un prélèvement de disponibilités bancaires. Après avoir été légèrement inférieure en fin de semestre au niveau enregistré au milieu de 1975, cette circulation avait augmenté depuis le mois de septembre, accusant un accroissement annuel de 1,6% en fin de trimestre et de 3,8% à la fin du mois d'octobre. La progression relativement forte, ainsi que la faible diminution en début de mois s'expliquent

en partie par l'émission des nouveaux billets de cent francs. Toutefois, l'accélération graduelle de la consommation semble avoir joué également un certain rôle.

Au mois de novembre, la Banque nationale a accru les avoirs en comptes de virements de l'économie en intensifiant ses achats de devises. A la fin du mois, les swaps dollars contre francs de différentes durées atteignaient 1,8 milliard de francs. L'aide de forme classique accordée aux banques se chiffrait alors à 1,4 milliard de francs, les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 6,8 milliards de francs.

Quoique l'approvisionnement en disponibilités durant la période examinée ait été moins abondant que pendant les mois précédents, les taux d'intérêt à court terme restés à un bas niveau et, dans certains cas, ont même continué de baisser. A la fin du mois de septembre, les grandes banques ont réduit de $\frac{1}{2}\%$ le taux d'intérêt appliqué aux dépôts de un an, le fixant ainsi à $2\frac{1}{4}\%$. Elles ont maintenu à $1\frac{3}{4}\%$ le taux appliqué aux dépôts de 6 à 11 mois. Au mois de novembre, elles ont porté à $1\frac{1}{2}\%$ le taux appliqué aux dépôts de trois mois, le relevant de $\frac{1}{2}\%$ en deux étapes. Cette majoration correspondait à un accroissement saisonnier de la demande. Vers la fin du mois de novembre, les banques ont abaissé de $\frac{1}{2}\%$ le taux de l'escompte privé et l'ont fixé à 4%. Avec effet au 1er décembre, la Banque nationale a réduit de $\frac{1}{4}\%$ les taux spéciaux d'escompte pour effets de stocks obligatoires, qui s'inscrivent respectivement à 2% et à $2\frac{1}{4}\%$.

Sur le marché des capitaux, le rendement des obligations a diminué à un rythme accéléré. En général, la souscription des emprunts a été forte, dépassant souvent plusieurs fois le montant demandé. Les investisseurs institutionnels n'avaient guère d'autres possibilités de placement, en raison du bas niveau des taux d'intérêt sur le marché monétaire et de la situation sur le marché immobilier. D'autre part, la réduction d'emprunts annoncés et autorisés, la renonciation à convertir et, indirectement, le remboursement anticipé ont restreint la demande de capitaux. La conjoncture incite l'économie à la circonspection dans son recours au marché des capitaux. Par ailleurs, les débiteurs éventuels ont pu choisir entre différentes possibilités de financement.

Au mois de septembre, les cantons ont réduit de $5\frac{1}{4}\%$ à 5% le taux d'intérêt de leurs emprunts. Par la suite, les taux appliqués aux emprunts destinés au financement des centrales hydroélectriques et nucléaires ont été abaissés de $\frac{1}{4}\%$ et fixés respectivement à $5\frac{1}{4}\%$ et $5\frac{3}{4}\%$. Les compagnies d'électricité ont émis à 5% vers la fin du mois d'octobre et les débiteurs de premier ordre, à $4\frac{1}{2}\%$ au mois de novembre. A la fin de ce mois, l'emprunt de 500 millions de francs que la Confédération a lancé à $4\frac{1}{4}\%$, au prix d'émission de 99,25% et pour une durée de 15 ans a connu un plein succès. Au mois de novembre également, un emprunt destiné au financement d'une centrale nucléaire a été émis pour la première fois à $5\frac{1}{4}\%$. En début d'année, cette catégorie de débiteurs devait encore offrir $7\frac{3}{4}\%$ et les emprunteurs

de premier ordre, 6½%. Ainsi, la différence de taux a passé de 1¼% à ¾%. Toutefois, l'évolution s'est poursuivie: au mois de décembre, les cantons et une grande banque ont lancé des emprunts à 4¼%. Le rendement moyen des emprunts fédéraux, qui atteignait encore 4,99% à la fin du mois d'août, a baissé à 4,88% au mois de septembre, à 4,60% au mois d'octobre et à 4,40% au mois de novembre, pour remonter à 4,48% à la fin de la période examinée.

Les taux d'intérêt appliqués lors d'émissions publiques d'emprunts étrangers ont baissé un peu plus lentement que les taux offerts par des débiteurs suisses. Comme précédemment, la Banque nationale a fixé le plafond de ces émissions à 460 millions de francs pour les mois de septembre et d'octobre, ainsi que pour la période suivante de deux mois. La part du syndicat des grandes banques s'est chiffrée à 400 millions de francs par période, celle des petits syndicats, à 60 millions. Le taux d'intérêt offert par les débiteurs de premier ordre a passé graduellement de 6% à 5½%.

La baisse sensible du rendement des emprunts s'est répercutée évidemment sur les taux d'intérêt appliqués aux obligations de caisse. Les grandes banques ont abaissé leurs taux à la mi-septembre, à la fin du mois d'octobre et à la fin du mois de novembre. Elles ont réduit respectivement de ¾%, de 1% et de ¾% les taux appliqués aux titres d'une durée de 3 à 4 ans, de 5 à 6 ans et de 7 à 8 ans, les fixant ainsi à 3½%, à 4% et à 4¼%. Le 1er octobre, elles ont fait passer de 4% à 3½% le taux appliqué aux carnets d'épargne et ont annoncé la baisse de ¼%, à partir du 1er janvier, du taux des hypothèques sur logements. D'autres établissements ont réduit la rémunération des carnets d'épargne à partir du 1er novembre. Dans 12 banques cantonales, la rémunération moyenne des dépôts d'épargne a passé de 4,08% le 1er septembre à 3,63% le 1er décembre, le taux des nouvelles hypothèques sur logements et bâtiments industriels, de 5,81% à 5,67%, tandis que la baisse des taux relatifs aux anciennes hypothèques ne s'effectuera qu'au début de 1977.

Sur les marchés des changes, l'évolution du cours du franc est restée calme dans l'ensemble, de sorte que les interventions de la Banque nationale sont demeurées relativement modestes. L'état des disponibilités bancaires surtout a provoqué les achats considérables de devises que l'institut d'émission a effectués au mois de novembre. Bien que des variations de cours importantes n'aient pas eu lieu, les événements monétaires internationaux ont influé évidemment sur le franc. En moyenne mensuelle, le cours du dollar par rapport au franc a passé de 2.479 au mois d'août à 2.441 au mois de novembre, alors que le cours du mark allemand est monté de 98.059 à 101.205. La crise de la livre a eu des effets marqués, puisque le cours de cette monnaie a baissé de 4.418 à 3.994 durant la même période. Depuis la fin du mois de septembre, les événements monétaires internationaux ont entraîné une hausse du franc, en moyenne pondérée, par rapport aux monnaies des 15 pays dans lesquels la Suisse exporte le plus. Cependant, une évo-

lution opposée s'est produite au mois de novembre. De la fin du mois d'août à la fin du mois de novembre, la hausse s'est donc limitée à 1,3%.

Afin d'améliorer encore la transparence des marchés des changes et, en particulier, de recueillir davantage d'informations sur les variations de cours, la Banque nationale a décidé, vu la loi sur les banques, que ces établissements lui feraient part chaque jour de leur chiffre d'affaires dans le commerce des changes, pour autant qu'il atteigne 15 millions de francs. Avec effet au 30 novembre, l'institut d'émission a renoncé prématurément à la convention qu'il avait conclue le 28 avril avec les banques et qui restreignait l'importation de moyens de paiement italiens, car les informations disponibles indiquaient une diminution de la fuite de capitaux italiens. Par contre, l'ordonnance limitant l'importation de billets de banque étrangers à la contre-valeur de 20000 francs par personne et par trimestre est restée en vigueur. Il en va de même pour les autres mesures de sauvegarde de la monnaie prises en vertu de la loi sur les banques, de l'arrêté sur la sauvegarde de la monnaie ou de conventions.

En outre, la Banque nationale a décidé d'offrir la possibilité à l'industrie horlogère, à l'industrie des textiles et de l'habillement, ainsi qu'aux branches connexes de lui vendre, à partir du 1er novembre, des dollars et des marks à terme afin de réduire leurs risques de change. Les conditions fixées par l'institut d'émission sont un peu plus favorables que celles du marché. La Banque nationale s'efforce ainsi d'atténuer les difficultés d'adaptation qui résultent conjointement, dans certaines branches, de la récession mondiale, de modifications structurelles du marché et de l'évolution des changes. Dans les industries mentionnées, la conclusion d'opérations de change à terme posait des problèmes spéciaux, en raison du montant particulièrement bas de chaque livraison et en raison de la manière spécifique de passer les commandes, qui découle, dans l'industrie des textiles, de la présentation d'échantillons. Par ailleurs, la Banque nationale et les banques suisses ont prorogé de nouveau de six mois, soit jusqu'à la fin du mois d'avril 1977, la convention qu'elles avaient conclue le 18 avril 1975 en vue d'atténuer les difficultés de trésorerie de certaines industries d'exportation.

Dans 71 banques communiquant des données mensuelles, les afflux de fonds de tiers, qui comprennent les dépôts d'épargne, les fonds versés sur livrets et carnets de dépôts, ainsi que le produit de l'émission d'obligations de caisse, ont augmenté au troisième trimestre par rapport au deuxième trimestre et par rapport au troisième trimestre de 1975, alors qu'ils avaient fléchi au premier semestre; les fonds de tiers se sont accrus de 2,8 millions de francs, contre 1,6 milliard au deuxième trimestre et contre 2,6 milliards au troisième trimestre de 1975. Au mois d'octobre, ils ont encore progressé de 0,9 milliard de francs, contre 0,7 milliard l'an passé.

Au cours des dix premiers mois de 1976, les fonds de tiers ont augmenté de 8,7 milliards de francs, contre

11,8 milliards durant la période correspondante de l'an passé; les dépôts d'épargne ont progressé de 5,5 milliards de francs, contre 4,1 milliards en 1975, les fonds versés sur carnets et livrets de dépôts se sont accrus de 0,4 milliard, contre 2,1 milliards l'an passé, et le produit de l'émission d'obligations de caisse a augmenté de 2,8 milliards, contre 5,6 milliards de francs en 1975.

L'accroissement en un an des crédits que les 71 banques ont accordés à leur clientèle domiciliée en Suisse s'est accentué légèrement au troisième trimestre, passant de 5,8% à la fin du mois de juin à 6,6% à la fin de septembre. A la fin du mois d'octobre, le taux correspondant s'est inscrit à 7,6%, niveau qui n'avait plus été atteint depuis la fin de 1974.

L'augmentation en un an a différé sensiblement d'une catégorie de banques à l'autre. A la fin du mois d'octobre, l'accroissement des crédits en Suisse accordés par les banques régionales et caisses d'épargne s'est chiffré à 3,3%, celui des grandes banques, à 10,3%. L'écart est dû surtout aux différences dans les activités des deux catégories de banques. Tandis que les banques régionales et caisses d'épargne se sont spécialisées depuis longtemps dans le financement des crédits à la construction, les grandes banques octroient des crédits de toutes natures. Comme la construction en Suisse a diminué fortement, la demande de crédits destinés à son financement a décliné et les petits établissements qui n'ont pu se lancer rapidement dans d'autres opérations ont vu l'accroissement de leurs crédits se ralentir. Dans 59 banques, l'état des crédits à la construction a diminué de 1,2 milliard de francs du mois de janvier au mois d'octobre, pour s'inscrire à 6,1 milliards de francs.

Au troisième trimestre, les promesses de crédits accordées par 163 banques ont diminué légèrement par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Sur les 6,2 milliards de francs promis, 4,6 milliards sont revenus à des débiteurs suisses, alors que les débiteurs étrangers ont obtenu 1,6 milliard. Durant les trois premiers trimestres, les promesses octroyées à la clientèle domiciliée en Suisse ont atteint 14,2 milliards de francs, contre 12 milliards en 1975, et les promesses à l'étranger 4,8 milliards, contre 1,8 milliard l'an passé.

D'une catégorie de banques à l'autre, l'évolution des promesses de crédits accordées à des débiteurs domiciliés en Suisse a varié fortement au troisième trimestre. Les banques régionales et caisses d'épargne ont accru sensiblement leurs promesses par rapport au deuxième trimestre, tandis que les grandes banques, les banques cantonales et les autres banques ont réduit les leurs.

Parmi les postes du bilan auxquels figurent les promesses de crédits, le montant des comptes débiteurs a continué d'augmenter au troisième trimestre, tandis que celui des crédits hypothécaires a diminué, pour la première fois depuis le premier trimestre de 1975. Les crédits promis à des corporations de droit public ont décliné sensiblement.

Les promesses de crédits à la construction qu'ont accordées 59 banques et qui figurent aux comptes débiteurs ont été légèrement inférieures, au troisième trimestre, au niveau du trimestre précédent. Néanmoins, elles ont dépassé de 9% celles de la période correspondante de 1975. Les promesses de crédits destinées au financement de constructions agricoles et, surtout, de maisons familiales ont augmenté fortement par rapport au troisième trimestre de l'an passé.