

Rapport

sur la situation économique et monétaire remis
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse
pour sa séance du 9 septembre 1977

Tendances conjoncturelles internationales

Au deuxième trimestre de 1977, les tendances de la conjoncture observées au début de l'année se sont confirmées en grande partie. Alors que l'expansion est restée élevée aux Etats-Unis, le ralentissement de la croissance s'est accentué en République fédérale d'Allemagne et au Japon.

Dans les pays qui font face à des déséquilibres internes et externes considérables, la poursuite des efforts tendant à stabiliser l'économie a affaibli considérablement la conjoncture. Au Royaume-Uni, en France et en Italie, la production industrielle s'est donc ralentie légèrement du premier au deuxième trimestre. S'il en est résulté une augmentation continue du chômage, l'inflation ne s'est guère modérée jusqu'à maintenant. La hausse des indices des prix à la consommation est demeurée importante. Seule la hausse des prix de gros s'est affaiblie en une certaine mesure. Le fléchissement est dû surtout aux effets sur les prix à l'importation que les cours des monnaies de ces pays ont eus durant les derniers mois.

En revanche, ces trois pays ont fait des progrès rapides dans la correction de leurs déséquilibres externes. Tandis que les exportations ont continué d'augmenter de manière sensible, la croissance des importations s'est ralentie considérablement, en raison du fléchissement de la demande intérieure. Par conséquent, la balance commerciale de ces Etats s'est améliorée fortement.

Au mois de juin, les excédents que divers pays, tels le Japon, la République fédérale d'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, ont enregistrés dans leur balance des revenus ont fait l'objet d'attaques réitérées. On a reproché à ces pays de ne pas contribuer suffisamment à l'accélération de la conjoncture internationale et à l'ajustement des balances des revenus, en ne stimulant pas assez leur demande intérieure et en empêchant, de surcroît, une hausse du cours de leur monnaie. Cette hausse devrait résulter de l'excédent des balances et serait nécessaire à leur ajustement. Les autorités américaines, en particulier, ont exprimé de telles critiques à plusieurs reprises et ont formulé des recommandations. Elles ont souligné la forte détérioration de la balance commerciale américaine depuis le début de 1976, la considérant comme l'effet de la politique que doit mener un pays désireux d'assumer ses responsabilités dans les relations économiques internationales.

En raison de ces propos surtout, les marchés des changes ont subi des perturbations importantes au mois de juillet, et le cours du dollar par rapport aux principales autres devises s'est affaibli. Les critiques susmentionnées semblent peu fondées, car la détérioration de la

balance commerciale américaine ne peut guère être considérée comme un modèle à suivre. Pour se faire une idée réaliste de la situation, il y a lieu de comparer les chiffres disponibles depuis le début de 1977 à ceux de 1974 – première année où les balances des paiements se sont soldées par des déficits massifs –, et non à ceux de 1975 et de 1976. Durant ces deux dernières années, la balance commerciale américaine s'est modifiée fortement, étant largement excédentaire en 1975, puis déficitaire en 1976. Les fluctuations se sont compensées en grande partie. Elles étaient dues surtout aux décalages dans le cycle conjoncturel, qui se sont produits entre les Etats-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux. Par rapport à 1974, les exportations que les Etats-Unis ont effectuées en 1977 dans les pays membres de l'OCDE ont augmenté au même rythme que les importations en provenance de ces pays. Dans l'ensemble, la balance commerciale des Etats-Unis par rapport aux autres pays industrialisés continue de se solder par un excédent à peu près équivalent à celui de 1974. Une augmentation du surplus par rapport aux Etats membres des Communautés européennes a compensé l'accroissement du déficit par rapport au Japon. La détérioration de la balance commerciale américaine provient essentiellement des échanges réalisés avec les pays exportateurs de pétrole membres de l'OPEP et, dans une faible mesure, des échanges avec les autres pays en développement. Il faut en conclure que, dans l'ensemble, les échanges commerciaux des Etats-Unis n'ont pas stimulé directement la demande dans les autres pays industrialisés; ils ont contribué à maintenir les excédents importants enregistrés dans les balances des revenus des pays exportateurs de pétrole, plutôt qu'à réduire les déficits des pays importateurs de pétrole. Cette évolution montre nettement que, pour leurs importations de pétrole, les Etats-Unis dépendent des pays de l'OPEP dans des proportions croissant rapidement.

Le chômage, qui demeure élevé dans la plupart des pays, a obligé les autorités à prendre des mesures commerciales protectionnistes. Certes, les gouvernements des Etats membres de l'OCDE ont décidé, lors de la réunion ministérielle des 23 et 24 juin, de proroger d'un an les engagements pris au mois de mai 1974, pour lesquels ils renoncent à adopter des dispositions unilatérales visant à limiter les importations et les autres opérations incluses dans leur balance des revenus. Néanmoins, divers pays industrialisés et pays en développement tendent manifestement à un protectionnisme accru. Selon le vingt-huitième rapport annuel du Fonds monétaire international, la propension à réduire les mesures protectionnistes qui s'est manifestée dans l'après-guerre a été interrompue au début de 1977. Les gouvernements ne se contentent pas de limiter les importations; ils concluent toujours plus d'accords bilatéraux restreignant l'exportation de certains produits. Différents Etats s'ef-

forcent manifestement d'atténuer les pressions qui les incitent à adopter des mesures encore plus draconiennes, en prenant des dispositions sectorielles. Cependant, ils courent alors le risque que d'autres branches invoquent les concessions faites comme précédent, et exigent des mesures analogues en leur faveur. Dans des pays industrialisés depuis longtemps, les branches dans lesquelles le travail est le facteur de production prépondérant sont les premières à réclamer des mesures protectionnistes, car elles subissent la concurrence croissante de producteurs nouveaux, dont les affaires s'accroissent et qui sont implantés surtout dans des pays en développement. Par ailleurs, les pays exportateurs se sont souvent endettés fortement envers l'étranger, entre autres en mettant sur pied leur industrie nationale. Ces deux faits provoquent une contradiction dans la politique économique internationale. Les pays créanciers s'inquiètent des proportions de cet endettement et désirent que les intéressés intensifient leurs exportations afin de faire face à leurs obligations. D'autre part, les pays exportateurs se heurtent à un protectionnisme croissant, dans la mesure où leurs tentatives d'exporter davantage ont du succès.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En *République fédérale d'Allemagne*, le ralentissement de la conjoncture observé au premier trimestre s'est poursuivi ces derniers mois. Compte tenu des variations saisonnières, la production industrielle a augmenté de plus de 1,5% du premier au deuxième trimestre. Par rapport au trimestre correspondant de l'an passé, elle s'est accrue de 2%. L'industrie a enregistré une stagnation dans ses entrées de commandes; une légère progression de la demande extérieure a compensé une diminution de la demande intérieure.

Le commerce extérieur a repris quelque peu, après avoir fléchi au premier trimestre par rapport aux trois derniers mois de 1976. Du premier au deuxième trimestre, les importations ont augmenté de 1,4%, et les exportations de 2%. L'excédent de la balance commerciale a passé de 16,3 à 18,4 milliards de marks du premier semestre de 1976 au premier semestre de 1977, et celui de la balance des revenus de 5,5 à 5,4 milliards.

La conjoncture s'est répercutée sur la situation du marché du travail. Depuis le début de l'année, le nombre de chômeurs a moins diminué que les variations saisonnières ne le laissaient prévoir. Au mois de juillet, il a atteint de nouveau presque 1 million, dépassant de 3% le niveau du mois correspondant de 1976.

La hausse en un an des prix à la consommation a passé de 3,8% au mois de mai à 4,3% au mois de juillet. Durant ce dernier mois, l'indice global des prix de gros est resté pratiquement au niveau de l'année précédente, mais les prix des produits industriels ont augmenté de 2,2%.

En *France*, l'affaiblissement de la demande intérieure a persisté également. Compte tenu des variations saisonnières, le taux de l'accroissement en un an de la produc-

tion industrielle a diminué continuellement depuis le début de 1977. Au mois de janvier, il s'inscrivait encore à 7%; au mois de juin, il ne se chiffrait qu'à 4%. Selon les dernières enquêtes menées dans les entreprises, les entrées de commandes ont décliné depuis la fin de 1976, les stocks sont considérés généralement comme excessifs et la production n'augmentera guère à court terme.

La consommation privée est restée stable au mois d'avril et a diminué beaucoup au mois de mai, en raison du chômage vraisemblablement. Compte tenu des variations saisonnières, ce dernier a atteint, au mois de juillet, le chiffre record de 1,18 million. Le nombre de places vacantes est descendu au niveau le plus bas depuis plusieurs années. La hausse en un an des prix à la consommation, qui s'était inscrite à 9% au premier trimestre, est montée à 10,2% au mois de juin.

En revanche, le commerce extérieur s'est développé favorablement. Au deuxième trimestre, les exportations ont augmenté de 5,9% par rapport au premier trimestre, et de 17,1% par rapport au deuxième trimestre de l'an passé. Les importations ne se sont pas modifiées ces derniers temps, mais se sont accrues également de 17,1% par rapport au deuxième trimestre de 1976. Du premier au deuxième trimestre de cette année, le déficit de la balance commerciale a passé de 6,8 à 2,15 milliards de francs.

Au *Royaume-Uni*, le gouvernement et les syndicats n'ont pas été en mesure de proroger l'accord sur les salaires qu'ils avaient conclu en 1975. Il est difficile de prévoir les conséquences qu'aura la reprise de négociations libres entre syndicats ouvriers et patronaux. Toutefois, on ne peut guère s'attendre à ce que le gouvernement atteigne son objectif, qui est de limiter à moins de 10% la hausse nominale des salaires durant l'année commençant avec le mois d'août. Depuis l'automne dernier, la baisse réelle des salaires s'est accentuée. Au mois de juin, la hausse nominale en un an s'est chiffrée à 10%, alors que celle des prix à la consommation atteignait 17,7%.

La situation économique ne s'est pas modifiée beaucoup. Depuis plusieurs mois, le volume de la production industrielle est resté égal à celui de la période correspondante de 1976. Le taux de chômage, qui, compte tenu des variations saisonnières, s'était inscrit à 5,6% du mois de février au mois de mai, est monté à 6% à la mi-août. Par rapport à la période correspondante de 1976, les exportations ont augmenté de 8,2% au deuxième trimestre, et les importations, de 3,7% seulement. Ainsi, le déficit de la balance commerciale a passé de 968 à 710 millions de livres, et celui de la balance des revenus, de 600 à 350 millions en chiffre rond.

En *Italie*, la situation s'est caractérisée par un affaiblissement de la demande intérieure et par une augmentation sensible des exportations. Du premier semestre de 1976 au semestre correspondant de 1977, la production industrielle s'est accrue de 7,5%. La progression est due en partie au nombre de jours de travail. Du premier au deuxième trimestre, la production industrielle a diminué

de 1%. L'accroissement en un an des salaires minimaux fixés dans les conventions collectives de l'industrie a fléchi, passant de 36% au mois de mars à 29% au mois de juin. La hausse en un an du coût de la vie a oscillé depuis le mois d'avril aux environs de 20%, alors qu'elle se chiffrait encore à 22% au premier trimestre. Quant aux prix de gros, leur hausse en un an s'est ralentie considérablement, descendant de 31,2% au mois de janvier à 24,7% au mois de mars et à 16,3% au mois de juin.

Au deuxième trimestre, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 900 milliards de liras, contre 1700 milliards un an auparavant. Tandis que les exportations ont augmenté de 33% en un an, les importations se sont accrues de 19% seulement, en raison du fléchissement de la demande intérieure. Le déficit de la balance des paiements a passé de 1000 milliards de liras au deuxième trimestre de 1976 à 1500 milliards au premier trimestre de 1977, pour se réduire à 130 milliards au deuxième trimestre.

Selon de premières estimations, le produit national brut des *Etats-Unis* a augmenté à un rythme annuel de 6,1% au deuxième trimestre, contre 7,5% au premier trimestre. Calculée d'après le produit national brut, la hausse des prix en un an a passé de 6,9% au premier trimestre à 6,7% au deuxième trimestre. Si la consommation privée était le moteur de la croissance au début de l'année, l'investissement public et privé s'est accéléré aussi par la suite. Au premier trimestre, une diminution sensible de la propension à épargner avait stimulé la consommation. Cette tendance n'a pas duré, et le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est stabilisé à un niveau légèrement inférieur à celui du mois de mars. L'utilisation de l'appareil de production, dont le taux a passé de 79,8% au mois de janvier à 83,5% au mois de juin, et l'augmentation des bénéfices au deuxième trimestre ont incité les entreprises à investir davantage.

Du mois d'avril au mois de juillet, le nombre de chômeurs est resté pratiquement identique, soit légèrement inférieur à 7 millions, bien que le nombre de personnes employées ait augmenté d'environ 500 000. Cette évolution est due à l'accroissement de la population active. En particulier, le nombre de femmes à la recherche d'un emploi a progressé.

Par rapport au premier trimestre, les exportations ont augmenté de 3,4%, et les importations, de 4,9%. Le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 6,7 milliards de dollars au deuxième trimestre et à 12,6 milliards au premier semestre. Les importations de pétrole ont continué de jouer un rôle essentiel à cet égard.

La baisse du taux de l'escompte et la réalisation accélérée du programme de dépenses publiques, que les autorités japonaises ont décidées au mois d'avril pour stimuler la conjoncture, n'ont guère eu les effets espérés, de sorte que les pouvoirs publics ont préparé un nouveau programme à la fin du mois d'août.

Le taux de l'accroissement en un an de la production industrielle, qui s'était inscrit à 8,6% au premier trimestre, est descendu à 4,9% au trimestre suivant. L'évolution des revenus réels, dont la hausse en un an se chiffrait à environ 1% au début de 1977, a continué de limiter l'augmentation de la consommation privée. Malgré la baisse des taux d'intérêt, la propension à investir est restée très faible, car l'utilisation de l'appareil de production était insuffisante. Depuis le début de l'année, le degré d'occupation est demeuré inférieur au niveau atteint pendant le premier semestre de 1976.

Les exportations ont donc continué de donner à l'économie ses impulsions principales. Par rapport au trimestre précédent, elles ont augmenté de 11%, et les importations, de 5,1%. L'excédent de la balance commerciale est monté de 2,7 à 3,9 milliards de dollars. Dans l'ensemble du premier semestre, l'excédent de la balance des revenus a atteint 3,1 milliards de dollars, soit presque le quadruple du montant enregistré au premier semestre de 1976.

Les événements monétaires internationaux

Dès sa séance du mois d'avril, le Comité intérimaire du Fonds monétaire international (FMI) avait souligné que les déficits considérables enregistrés dans les balances des paiements de différents pays et groupes de pays dureraient encore un certain temps et qu'il était nécessaire de les financer en accroissant les possibilités de crédits offertes par des organismes publics. A cette fin, il y avait lieu surtout d'augmenter les moyens du FMI lui-même. Un financement accru des déficits par l'intermédiaire du FMI permettrait de lier ce financement au processus d'ajustement des balances, car le FMI subordonnerait l'octroi de crédits à la condition que le pays demandeur prenne des mesures appropriées pour réduire son déficit.

Le Comité intérimaire avait approuvé en principe la création d'un nouveau type de crédit qui mette le plus rapidement possible des fonds supplémentaires à la disposition du FMI. Après la réunion du mois d'avril, le FMI a poursuivi activement ses travaux et consultations afin de donner forme au nouveau type de crédit. Au mois de juillet, les administrateurs ont fixé en grande partie les modalités du recours au crédit par les pays dont les balances des paiements sont déficitaires. Le 6 août, les ministres des finances et gouverneurs des banques centrales de 14 pays créanciers potentiels se sont réunis à Paris et sont tombés d'accord sur le financement du nouveau type de crédit. Jusqu'à maintenant, les pays représentés à la conférence de Paris ont promis des contributions dont le total atteint 8,5 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS). Les contributions des pays seront les suivantes: Belgique, 150 millions de DTS; République fédérale d'Allemagne, 1050 millions; Japon, 900 millions; Canada, 200 millions; Pays-Bas, 100 millions; Suisse, 650 millions; Etats-Unis, 1450 millions; Abou Dhabi, de 100 à 300 millions; Iran, 700 millions; Kuwait, 400 millions; Katar, 100 millions; Arabie saoudite, 2150 millions et Venezuela, 500 millions de DTS. Ainsi les sept pays industrialisés

prêteront 4,5 milliards de DTS, soit un peu plus de la moitié du total. Jusqu'à maintenant, les pays exportateurs de pétrole ont promis un montant atteignant entre 3,95 et 4,15 milliards de DTS. Comme le Nigéria s'est déclaré prêt à participer à ces mesures, mais qu'il n'a pas encore fait de promesse précise, la contribution des pays exportateurs de pétrole pourrait s'accroître quelque peu. Le montant total dépassera donc la contre-valeur de 10 milliards de dollars. Par ailleurs, la coopération ultérieure d'autres pays demeure réservée.

Au mois d'avril, le Comité intérimaire avait décidé que la nouvelle facilité serait rémunérée selon les conditions du marché. A Paris, les délégués ont adopté le taux appliqué aux bons du Trésor américain d'une durée de cinq ans. Tous les six mois, le taux doit être adapté aux conditions du marché. Il se montera à 7% durant la première période, qui va jusqu'au 30 juin 1978. Un pays créancier peut exiger du FMI le remboursement anticipé de son prêt, s'il a lui-même des difficultés à maintenir l'équilibre de sa balance des paiements. En outre, la cession de créances sur le FMI est autorisée à certaines conditions, mais seuls des organismes publics peuvent se porter acquéreurs.

En principe, tous les Etats membres du FMI qui ont de sérieuses difficultés à équilibrer leur balance des paiements et auxquels les possibilités ordinaires de tirage ne suffisent pas, peuvent recourir au nouveau type de crédit, nommé facilité Witteveen, d'après le nom de la personnalité qui en a lancé l'idée. A Paris, les délégués ont déclaré s'attendre à une allocation appropriée des nouveaux crédits aux pays en développement. Tout Etat désireux d'obtenir un crédit doit conclure un accord dit de soutien avec le FMI. Par cet accord, il s'engage à mettre en œuvre un programme destiné à améliorer sa balance des paiements. Le FMI surveille la réalisation du programme. De tels accords sont passés déjà lorsque des pays veulent recourir au crédit ordinaire du FMI.

Il a été décidé que, tout d'abord, l'octroi de la facilité Witteveen aurait lieu durant les deux prochaines années, soit à peu près jusqu'à l'entrée en vigueur de la septième majoration des quotes-parts. Au cours de ces deux ans, le FMI peut conclure des accords de soutien d'une durée minimale d'un an et maximale de trois ans. Dans les limites de cette durée, le pays demandeur peut recourir à la facilité Witteveen parallèlement à l'utilisation des crédits ordinaires du FMI. A ce sujet, les détails doivent encore être fixés. La durée des crédits s'élève de trois à sept ans.

La contribution de la Suisse, qui atteint 650 millions de DTS, soit environ 1,8 milliard de francs, est très élevée par rapport à celle d'autres pays industrialisés. Les montants ont été calculés surtout d'après la balance des revenus et d'après les réserves monétaires des pays intéressés. Sur ce plan, la situation de la Suisse est bonne. Par ailleurs, notre pays a un intérêt marqué à ce que les déficits des balances des paiements soient financés de façon appropriée, car notre économie dépend fortement du commerce extérieur.

La Banque nationale fournit la contribution de la Suisse en accordant au FMI un crédit de 650 millions de DTS. Quand le FMI recourt au crédit, la Banque nationale met à sa disposition, contre une créance libellée en droits de tirage spéciaux, des dollars qu'elle prélève sur ses réserves monétaires. Aucune garantie de la Confédération n'est nécessaire pour cette opération, car une disposition de la convention conclue avec le FMI est adaptée à l'article de la loi sur la Banque nationale qui fixe l'échéance maximale de ses placements.

Sur les marchés des changes, de nouvelles perturbations se sont produites au début du mois de juillet, après un certain temps de calme relatif. L'objet de ces troubles était l'affaiblissement du dollar par rapport à la plupart des monnaies. Le fléchissement était dû en partie au fait que le déficit mensuel de la balance commerciale américaine a eu tendance à s'accroître depuis le début de l'année et qu'il a atteint le niveau record de 2,8 milliards de dollars au mois de juin. Par ailleurs, les déclarations répétées des autorités américaines d'après lesquelles les monnaies des pays à balances excédentaires devraient être réévaluées ont eu les effets escomptés. Le cours du dollar a donc baissé par rapport au mark allemand, au yen et au franc suisse, mais aussi par rapport à la livre sterling et au franc français. Ce fléchissement s'est produit bien que l'évolution de la conjoncture américaine ait continué d'être favorable et que le taux d'intérêt à court terme ait tendance à monter depuis le début du mois de mai.

Différentes personnes, en particulier les représentants du Système fédéral de réserve américain, ont attiré l'attention, vers la fin du mois de juillet, sur les effets négatifs qu'une chute du dollar pourrait avoir sur l'évolution de l'inflation. Les observateurs se sont attendus alors à ce que les Etats-Unis soutiennent le cours du dollar. En même temps, les taux d'intérêt sont montés nettement, car le Système de réserve fédérale a réagi à la croissance rapide de la masse monétaire en menant une politique un peu plus restrictive. A la suite des nouveaux avis exprimés et de la hausse des taux d'intérêt, le cours du dollar s'est raffermi provisoirement. Toutefois, il est redescendu pendant la seconde quinzaine du mois d'août, atteignant un nouveau point minimal par rapport au franc suisse.

Les critiques américaines se sont concentrées tout particulièrement sur le yen, car, depuis l'an passé, les échanges commerciaux du Japon avec les Etats-Unis se sont soldés par des excédents en forte croissance. Le Japon a donc été amené à renoncer en grande partie à ses interventions destinées à stabiliser le cours de change. Du 24 juin au 11 juillet, le cours du dollar à Tokyo est descendu de 272 à 263 yen. Depuis le début de l'année, le cours du yen par rapport au dollar est monté d'environ 10%. Les excédents croissants de la balance commerciale et de la balance des revenus japonaises ont contribué également à la hausse du yen. La politique économique du Japon, qui vise à stimuler une conjoncture intérieure demeurant relativement faible, a provoqué une nouvelle baisse des taux d'intérêt sur le marché japonais. Comme ces taux correspondent actuellement

à ceux des marchés financiers internationaux, la tendance de l'étranger à emprunter au Japon s'est accrue. En outre, les autorités japonaises permettent depuis peu de libeller en yens les emprunts internationaux. Elles désirent ainsi renforcer le rôle du yen comme monnaie internationale.

Le fait que l'accord sur les salaires conclu entre le gouvernement britannique et les syndicats est arrivé à échéance n'a influé que provisoirement sur le cours de la livre. Cette monnaie a continué de bénéficier des perspectives qu'ouvre, pour la balance des revenus, l'extraction du pétrole en mer du Nord. Pendant la période examinée, des capitaux considérables ont afflué au Royaume-Uni. Ils ont amené la Banque d'Angleterre à intervenir sur le marché des changes afin de stabiliser le cours de la livre à 1,72 dollar, ce qui a entraîné une forte augmentation des réserves monétaires. Aux mois de juin et de juillet, l'accroissement des réserves a dépassé 3,5 milliards de dollars, pour s'inscrire à 13,4 milliards. L'affaiblissement du dollar au mois de juillet a renforcé les afflux de capitaux et a incité la Banque d'Angleterre à renoncer, le 27 juillet, à stabiliser le cours de la livre à 1,72 dollar. Par la suite, le cours est monté à environ 1,74 dollar, les autorités monétaires continuant à acheter des devises. Les taux d'intérêt au Royaume-Uni ont continué de baisser. En deux étapes qui se sont déroulées durant la première moitié du mois d'août, la Banque d'Angleterre a réduit son taux minimal de prêt de 8 à 7%.

L'évolution du mark allemand a reflété en grande partie l'affaiblissement du dollar. Alors que le cours du dollar à Francfort est resté à peu près constamment à environ 2,35 au mois de juin, il est descendu au-dessous de 2,25 vers la fin du mois de juillet. Bien que la Banque fédérale d'Allemagne ait réduit, le 15 juillet, son taux d'avances sur nantissement de 4,5% à 4%, la hausse du mark n'a pas cessé tout de suite. Un renversement de tendance ne s'est produit que vers la fin du mois de juillet, où le dollar s'est raffermi. Par la suite, le mark s'est affaibli légèrement par rapport au franc suisse et aux monnaies du serpent européen. Cette évolution semble due aux incertitudes conjoncturelles et à la baisse des taux d'intérêt. A partir du 1er septembre, la Banque fédérale d'Allemagne a réduit de 10% les réserves minimales et a étendu ses limites d'escompte.

Au mois de juillet, le franc français s'est aussi raffermi nettement par rapport au dollar. Le niveau des taux d'intérêt, qui demeure élevé en France, a contribué à cette évolution. La Banque d'Italie a profité de la faiblesse du dollar pour accroître ses réserves monétaires. Le cours de la lire est donc resté relativement stable. En revanche, les réserves monétaires ont augmenté considérablement et l'Italie a été en mesure, durant la seconde moitié du mois de juillet, de rembourser 700 millions de DTS que le FMI lui avait prêtés en 1974. Le 13 juin, les autorités monétaires ont abaissé le taux de l'escompte, qui atteignait le niveau record de 15%, et l'ont fixé à 13%. Le 26 août, elles l'ont réduit à 11½%. Le 28 août, des changements se sont produits dans le serpent monétaire européen. Le Danemark et la Norvège ont réduit de 5% les cours médians de leur monnaie. La Suède a dévalué de

10% et s'est retirée de l'union monétaire. Cependant, elle a l'intention d'y adhérer de nouveau dès qu'elle aura atteint un meilleur équilibre dans ses échanges avec l'étranger.

Le 12 juillet, les autorités espagnoles ont libéré le cours de la peseta, ce qui a entraîné une dépréciation d'environ 20% par rapport au dollar. Cette mesure fait partie d'un programme d'assainissement tendant à éliminer le déséquilibre considérable que l'Espagne a enregistré dans ses échanges avec l'étranger.

Après avoir atteint 154 dollars l'once au mois d'avril, soit le point le plus haut depuis l'automne de 1975, le prix de l'or a baissé continuellement jusqu'à la mi-juin, pour s'inscrire à 137 dollars. Il est remonté par la suite, et s'est chiffré à 145 dollars vers la fin du mois d'août. Durant les trois derniers mois, le FMI a vendu de l'or aux prix de 143,32, 140,26 et 142,02 dollars l'once.

L'évolution de la conjoncture en Suisse

Par rapport à la période examinée précédemment, la conjoncture a continué de s'améliorer. Toutefois, le rythme de la croissance s'est ralenti très faiblement et la situation a différé d'une branche à l'autre. A l'exception de la construction, la production semble avoir augmenté dans les principaux secteurs de l'industrie, de sorte que les écarts constatés dans l'évolution des diverses branches pourraient avoir diminué quelque peu.

Le ralentissement minime du rythme de la croissance est dû au fait que l'augmentation de la demande extérieure a fléchi très faiblement. Néanmoins, le volume des exportations a dépassé largement celui de l'an passé. Ainsi, la demande extérieure est restée le moteur de la conjoncture, bien que la demande intérieure se soit accélérée indéniablement. En effet, la consommation privée a eu tendance à augmenter et la propension des entreprises à investir semble s'être renforcée, comme le montre le nombre de plans soumis à l'inspecteurat des fabriques. La construction de logements dans les villes paraît s'accélérer aussi quelque peu. La Société suisse des ingénieurs et des architectes annonce une certaine stabilisation des commandes. Après un long fléchissement, l'activité dans l'industrie de la construction s'est donc stabilisée dans l'ensemble. Cependant cette évolution s'effectue à un niveau très bas.

En raison de la conjoncture, le nombre de chômeurs complets et partiels a diminué. Mises à part certaines régions et certaines branches, le plein-emploi semble régner pratiquement. Différents secteurs ont même déploré une pénurie de personnel. Les changements de place paraissent s'intensifier, les travailleurs voyant sans doute la situation s'améliorer sur le marché du travail.

Le rythme du renchérissement ne s'est guère modifié. Si, par rapport aux mois précédents et à la période correspondante de l'an passé, la hausse des prix s'est accélérée légèrement aux mois de juin et de juillet, cette

évolution provient en grande partie des intempéries et des variations saisonnières. Quant à la hausse des prix de gros, elle s'est atténuée nettement, car le renchérissement des produits importés a diminué et les prix des produits indigènes sont restés pratiquement stables.

Les données disponibles sur le plan monétaire montrent également que la conjoncture générale s'est améliorée. Ainsi, l'accroissement des crédits en Suisse s'est accéléré de mois en mois. De même, les promesses de crédits en comptes débiteurs ont augmenté sensiblement. L'expansion vigoureuse du numéraire en circulation indique aussi que le volume des transactions économiques s'est accru.

La demande extérieure semble avoir donné à la croissance ses impulsions les plus fortes. Au deuxième trimestre, les exportations ont atteint le volume record de 10,4 milliards de francs; ainsi l'expansion enregistrée depuis le début de l'an passé a continué. Par rapport à la période correspondante de 1976, l'augmentation nominale des exportations s'est inscrite à 12,6% au deuxième trimestre et à 14% au mois de juillet, l'accroissement réel, à 9% au deuxième trimestre et à 10,9% au mois de juillet. L'industrie des denrées alimentaires a enregistré la progression annuelle la plus forte: en valeur, elle s'est chiffrée à 24,2% au deuxième trimestre, en volume, à 17,3% durant cette période et à 15,2% au mois de juillet. Dans la métallurgie, l'augmentation réelle s'est inscrite respectivement à 6,2% et à 12,7%. L'accroissement nominal a atteint 15,7% et 9% dans l'horlogerie, la progression réelle, 14,3% et 12,6%. L'industrie chimique a enregistré une augmentation réelle de 2,4% au deuxième trimestre et de 2,3% au mois de juillet. Les exportations de l'industrie des textiles et de l'habillement sont restées pratiquement stables, la progression réelle se chiffrait à 0,4% et à 4,6%. Il ressort de l'enquête menée par l'Institut de recherches économiques de l'Ecole polytechnique fédérale que les entrées de commandes et les commandes en portefeuille de cette industrie ont diminué légèrement, en raison surtout des variations saisonnières.

Comme la tendance à investir était plutôt faible à l'étranger, l'augmentation en un an des exportations effectuées par l'industrie des machines et appareils a été légèrement inférieure à la moyenne des exportations suisses. L'accroissement réel s'est inscrit à 1,9% au deuxième trimestre et à 9,6% au mois de juillet. En revanche, le chiffre d'affaires et les commandes en portefeuille ont progressé davantage. Au deuxième trimestre, ces dernières constituaient une réserve de travail pour 7,5 mois, contre 7,4 mois au premier trimestre.

L'accélération de la conjoncture s'est reflétée également dans l'évolution de la demande intérieure. La consommation privée a augmenté et les importations se sont accrues sensiblement. Ces dernières ont atteint 10,8 milliards de francs, soit presque le record enregistré au deuxième trimestre de 1974. La forte progression en un an est due aux importations de matières premières et de produits semi-ouvrés, ainsi que de biens de consommation et d'équipement. L'accroissement réel global en un

an s'est chiffré à 10% au deuxième trimestre et à 7,9% au mois de juillet, l'augmentation nominale à 21,8% et à 16,8% respectivement. En volume, la progression relative aux matières premières et produits semi-ouvrés s'est inscrite à 9,8% et à 3,1%; en valeur, elle a atteint 26,4% et 14%. La demande de biens durables de consommation, en particulier d'automobiles, a été particulièrement vigoureuse. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, l'augmentation nominale des biens d'équipement importés s'est chiffrée à 17,1% au deuxième trimestre, et la progression réelle, à 9,9%. Au mois de juillet, l'accroissement s'est accéléré, passant respectivement à 26% et à 22,3%.

D'un trimestre à l'autre, les prix à l'importation sont montés nettement. La hausse moyenne en un an a passé de 6,5% au premier trimestre à 10,7% au deuxième trimestre et à 8,9% au mois de juillet. Il est difficile de constater si la hausse provient du renchérissement ou d'une modification des marchandises incluses dans l'indice. En comparant cet indice à celui des prix de gros, on remarque toutefois que les prix de certaines marchandises importées, telles les denrées alimentaires, sont montés considérablement en un an; au mois de juin, la hausse s'est chiffrée à 27%, et au mois de juillet, à 22%.

Comme les importations ont augmenté davantage que les exportations, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 443 millions de francs au deuxième trimestre, contre 496,5 millions au premier trimestre.

Au mois de juillet, les exportations ont dépassé les importations de 5,4 millions de francs. Néanmoins, la tendance au déficit se poursuivra vraisemblablement.

La consommation privée s'est accélérée aussi. Selon les rapports de l'Institut de recherches économiques, les chiffres d'affaires des détaillants sont montés vigoureusement, aussi bien dans le secteur des denrées alimentaires que dans celui des autres produits. L'augmentation des ventes de denrées alimentaires a été supérieure à la moyenne; elle a même dépassé parfois les prévisions, pourtant optimistes. Cependant, l'évolution a différé fortement d'une région à l'autre. Ainsi, les ventes se sont accrues particulièrement près des frontières, en raison des cours du change et des prix pratiquement stables. Les centres d'achats proches des grandes villes ont enregistré également des chiffres d'affaires supérieurs à la moyenne. Durant le trimestre considéré, les ventes globales du commerce de détail ont progressé de 1,4% en valeur et de 2,6% en volume.

La demande globale ayant continué d'augmenter, il est probable que la production industrielle s'est accrue aussi. Selon les enquêtes de l'Institut de recherches économiques, une progression a été observée surtout dans l'industrie des machines et appareils, dans l'industrie chimique, dans la métallurgie, ainsi que dans l'industrie du textile et de l'habillement.

La construction de logements a fléchi encore. Dans les 92 villes, le nombre de logements terminés au deu-

xième trimestre a été inférieur de 28,4% au chiffre enregistré un an auparavant. Cependant, le taux de diminution en une année a continué de baisser. Les permis de construire ont augmenté de 36,2% par rapport au deuxième trimestre de 1976. Il s'agit là du premier accroissement depuis la période correspondante de 1972. A vrai dire, les fluctuations saisonnières pourraient avoir joué un rôle dans la progression. Selon les statistiques communiquées par 59 banques, les promesses de crédits destinés à la construction de maisons familiales se sont accrues encore.

Dans la construction destinée à l'industrie, une amélioration sensible du climat semble s'être produite.

Les plans soumis à l'approbation des inspecteurs fédéraux des fabriques ont augmenté de 16% par rapport à la période correspondante de 1976. L'accroissement des constructions nouvelles et des agrandissements a atteint 53,4%, celui des transformations, 40,7%. D'après ces statistiques, l'industrie chimique, l'industrie des denrées alimentaires, des boissons et du tabac, l'industrie des machines, des appareils et des véhicules, ainsi que l'industrie du textile, envisagent les investissements les plus importants.

Par rapport au premier trimestre, le nombre de chômeurs complets a diminué de 5444, pour s'inscrire à 12 084 en moyenne. A la fin du mois de juillet, il se chiffrait à 8746, alors que les offices cantonaux du travail annonçaient 6924 places vacantes. La tendance des statistiques a différé cependant d'une branche et d'une région à l'autre. En particulier, l'industrie textile de la Suisse orientale a subi une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et a demandé un assouplissement des mesures limitant le recours à des travailleurs étrangers.

Bien que la hausse en un an de l'indice des prix à la consommation se soit accélérée légèrement, atteignant 1,8% au mois de juin et 1,6% au mois de juillet, la stabilité relative des prix se poursuit. En raison surtout des intempéries et des variations saisonnières, les prix des denrées alimentaires sont montés. Ce renchérissement a été compensé en partie par la baisse du prix d'autres produits, en particulier du mazout.

Quant aux prix de gros, si l'on tient compte de la moyenne du deuxième trimestre, le taux de leur hausse en un an a fléchi légèrement. Du mois de mai au mois de juillet, il a passé de 1,4% à 0%. Alors que des tendances opposées ont fait monter l'indice partiel des marchandises importées, les prix des produits suisses sont restés pratiquement stables d'une année à l'autre.

L'évolution des marchés monétaire et financier

Au deuxième trimestre, l'accroissement en un an de la masse monétaire M_1 , c'est-à-dire du numéraire en circulation et des dépôts à vue du secteur non bancaire domicilié en Suisse, a correspondu à peu près au taux d'environ 5% que la Banque nationale s'est fixé pour

objectif en 1977. Après s'être inscrite encore à 7,9% au premier trimestre, l'expansion en un an de la masse monétaire a diminué graduellement au deuxième trimestre, se chiffrant à 3,5% à la fin du mois de juin et à 4,6% en moyenne trimestrielle.

En raison de l'essor conjoncturel, la moyenne du numéraire en circulation a augmenté de 5,7% au deuxième trimestre, par rapport à la période correspondante de 1976. Par contre, l'accroissement des dépôts à vue qu'a effectué le secteur non bancaire domicilié en Suisse s'est ralenti sensiblement. Du premier au deuxième trimestre, le taux de leur augmentation en un an a passé de 9,4% à 4% en moyenne. Le ralentissement de la progression a deux causes. Afin de préserver la stabilité monétaire, la Banque nationale a réduit la base monétaire nette au premier semestre, par rapport à la période correspondante de 1976, de 2% en moyenne. D'autre part, les taux d'intérêt à court terme sont montés passagèrement de façon sensible, au cours du premier semestre, si bien que les placements à terme sont devenus plus intéressants. Tandis que les banques avaient enregistré l'an passé, en raison de la baisse des taux appliqués aux fonds à terme, la transformation de dépôts à terme en dépôts à vue, elles ont connu une évolution inverse au deuxième trimestre de 1977. Au mois de juin, l'augmentation en un an des dépôts à terme s'est inscrite à 14,3%, alors que ces dépôts avaient diminué de 10,1% du mois de juin 1975 au mois correspondant de 1976. Inversement, le taux d'accroissement en un an des dépôts à vue a passé de 15,5% au mois de juin 1976 à 2,3% au mois de juin 1977. L'évolution des dépôts à vue s'est répercutée sur l'augmentation de la masse monétaire M_1 , qui a ralenti.

Pendant la période examinée, qui allait du mois de juin au mois d'août, les liquidités dont disposait le marché monétaire ont été suffisantes, de sorte que les taux d'intérêt à court terme ont baissé. Ils étaient montés fortement au mois de mai, lorsque les banques avaient appris les pertes considérables subies par la succursale de Chiasso du Crédit Suisse et avaient montré une préférence accrue pour la liquidité. La hausse des taux sur le marché monétaire avait perturbé le marché financier. Tenant compte de cette situation, la Banque nationale avait procuré aux banques des disponibilités un peu plus abondantes. Il était possible de mener une telle politique, car l'accroissement de la masse monétaire au deuxième trimestre avait correspondu à l'objectif fixé. Les mesures prises se justifiaient d'autant plus que l'institut d'émission ne devait jamais perdre de vue l'évolution des taux d'intérêt et des cours du change, en menant sa politique de la masse monétaire. Lorsque le cours du dollar s'est affaibli par rapport aux principales monnaies, au début du mois de juillet, la politique des changes également a nécessité un approvisionnement plus abondant en disponibilités, qui accroisse la différence entre les taux d'intérêt des placements en francs et ceux des placements en dollars.

Dès le commencement du mois de juin, le marché monétaire s'est détendu, de sorte que le taux de l'inté-

rêt applicable aux dépôts à terme d'une durée de 3 à 5 mois a été abaissé, le 10 juin, de $\frac{1}{4}$ et fixé à $3\frac{1}{4}\%$. Les banques ont remboursé sans difficulté l'aide que l'institut d'émission leur avait accordée pour faire face à l'échéance de mai, car la circulation des billets a diminué comme d'habitude et les achats de dollars réalisés par la Banque nationale ont dépassé les cessions qu'elle a effectuées dans le cadre des exportations de capitaux soumis à autorisation. A la mi-juin, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale s'inscrivaient à 6,3 milliards de francs. Sur ce montant, 0,75 milliard provenait de swaps dollars contre francs.

Très tôt, l'institut d'émission a communiqué aux banques qu'il financerait l'échéance semestrielle en portant les avoirs en comptes de virements à environ 10,5 milliards de francs. Ainsi, il a évité l'incertitude propre aux échéances les plus importantes, de même que les hausses subséquentes de taux d'intérêt. Pendant la seconde quinzaine du mois de juin, la conclusion de swaps destinés au financement de l'échéance et les achats de dollars que la Banque nationale a effectués dans le cadre de sa politique des changes ont procuré des disponibilités supplémentaires au marché.

A la fin du semestre, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à l'institut d'émission atteignaient 10,8 milliards de francs, soit légèrement plus que le montant prévu. Les banques ont donc pu faire face aisément à l'échéance. L'aide à court terme de la Banque nationale s'est chiffrée à 5,1 milliards de francs. Sur cette somme, 2,6 milliards de francs provenaient de swaps, 1,8 milliard de francs, de l'escompte et d'avances sur nantissement, et 0,7 milliard de francs, de la prise en pension de réscriptions de stérilisation.

Pendant la première semaine du mois de juillet le remboursement des fonds prêtés par la Banque nationale à la fin du mois précédent a réduit les avoirs en comptes de virements de l'économie à 6,7 milliards de francs. Les cessions de dollars effectuées par la Banque nationale lorsque des exportations de capitaux étaient soumises à son autorisation et les swaps francs contre dollars d'un montant de 0,5 milliard de francs que l'institut d'émission a conclus pour résorber des disponibilités ont dépassé les achats de devises au comptant auxquels la Banque nationale a procédé, en raison de la faiblesse du dollar, durant la première quinzaine du mois de juillet. Au cours de la seconde quinzaine de ce mois, l'augmentation des billets en circulation et celle des avoirs en comptes de virements que la Confédération entretient à l'institut d'émission ont encore réduit les disponibilités bancaires, de sorte que les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 5,8 milliards de francs une semaine avant la fin du mois.

Afin de préparer l'échéance, les banques ont demandé à l'institut d'émission des fonds supplémentaires d'un montant de 1,3 milliard de francs. Le recours au réescompte et aux avances sur nantissement leur a procuré 1,1 milliard de francs, la mise en pension de réscriptions

de stérilisation, 0,2 milliard. En outre, les swaps francs contre dollars conclus à la mi-juillet sont arrivés à échéance avant la fin du mois. Les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à l'institut d'émission se sont chiffrés à 7,8 milliards de francs à la fin du mois, ce qui a permis d'assurer le bon déroulement de l'échéance de juillet.

Durant la première quinzaine du mois d'août, la Banque nationale a conclu des swaps francs contre dollars avec les banques, afin de résorber passagèrement des disponibilités. De plus, des swaps dollars contre francs d'une durée de trois mois et d'un montant de 0,5 milliard de francs ont été dénoués à la mi-août, ce qui a réduit aussi les disponibilités bancaires. Les achats de dollars effectués par la Banque nationale sur le marché des changes ont compensé à peu près les cessions réalisées lorsque l'institut d'émission a autorisé des exportations de capitaux. A la mi-août, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale se sont inscrits à 6,1 milliards de francs. Au cours de la seconde quinzaine de ce mois, les perturbations monétaires internationales ont eu pour effet que les achats sur le marché des changes ont dépassé les cessions de devises. L'aide que la Banque nationale a octroyée en fin de mois s'est inscrite à 1,6 milliard de francs. Sur cette somme, 0,2 milliard était dû à des swaps, 1,2 milliard, à des crédits d'escompte et à des avances sur nantissement, et 0,2 milliard, à la prise en pension de réscriptions de stérilisation.

Au cours de la période examinée, les taux d'intérêt ont baissé de façon continue et presque générale. Le taux applicable aux dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc, qui était monté passagèrement à $4\frac{3}{4}\%$ au mois de mai, est descendu constamment jusqu'à la fin du mois d'août, où il s'est chiffré à $2\frac{1}{2}\%$. Les 10 juin, 1er juillet, 15 juillet et 4 août, les grandes banques ont modifié les taux des dépôts à terme fixe. En quatre étapes, elles ont abaissé ainsi les taux de $1\frac{1}{4}\%$, de $\frac{3}{4}\%$ et de $\frac{1}{2}\%$, pour les fonds d'une durée respective de 3 à 5 mois, de 6 à 11 mois et de 1 an, et ont fixé ces taux à $2\frac{1}{4}\%$, à $2\frac{3}{4}\%$ et à 3% . Dans le cadre de sa politique des changes, la Banque nationale a réduit de $\frac{1}{2}\%$, avec effet au 15 juillet, les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement; ils s'inscrivent respectivement à $1\frac{1}{2}\%$ et à $2\frac{1}{2}\%$. Avec effet au 18 juillet, les taux d'escompte relatifs aux stocks obligatoires ont été réduits de $\frac{1}{4}\%$; le taux applicable aux stocks de denrées alimentaires se chiffre maintenant à $1\frac{3}{4}\%$, et le taux applicable aux autres stocks à 2% .

Les banques n'ont pas modifié les taux d'intérêt relatifs aux obligations de caisse et aux carnets d'épargne. Par contre, différents établissements ont réduit, à partir du 1er juillet, les taux applicables aux hypothèques en cours et aux hypothèques nouvelles. Dans 12 banques cantonales, le taux moyen applicable aux premières hypothèques en cours a passé de 5,44% au début du mois de juin à 5,06% à la fin du mois d'août; le taux applicable aux premières hypothèques nouvelles est descendu de 5,17 à 5,06%.

Pendant la première quinzaine du mois de juin, le rendement moyen des obligations fédérales a atteint son niveau le plus haut de l'année, soit 4,59%. Il est redescendu à 4,09% à la fin du mois d'août.

Après que la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire eut provoqué, au mois de mai, une chute des cours sur le marché des capitaux, ce dernier s'est stabilisé et détendu de façon continue durant la période examinée. Au mois de juin, les cantons ont majoré de $\frac{1}{4}\%$ le taux applicable à leurs emprunts et l'ont fixé à $4\frac{1}{2}\%$ tout en limitant la durée des titres à huit ans. Le climat du marché s'est alors amélioré. Pendant ce mois, les compagnies d'électricité ont lancé des emprunts d'une durée de 8 ans à $4\frac{3}{4}\%$ alors qu'elles offraient $4\frac{1}{4}\%$ au mois de mai, pour une durée de 12 ans. Les centrales nucléaires ont majoré leur taux de $\frac{1}{2}\%$ et l'ont porté à $5\frac{1}{2}\%$. Les débiteurs étrangers ont lancé des emprunts libellés en francs suisses à $5\frac{3}{4}\%$ et ont élevé ainsi leur taux de $\frac{1}{4}\%$. En améliorant leurs conditions, les émetteurs ont tenu compte de l'évolution sur le marché secondaire. Le changement des conditions, ainsi que la baisse du taux sur le marché monétaire ont calmé le marché des émissions. De la première quinzaine du mois de juin à la fin du semestre, le rendement moyen des obligations fédérales a diminué de 4,59% à 4,42%.

A la fin du mois de juin, la Banque nationale a acheté au Crédit Suisse, pour un montant de 243 millions de francs, des obligations émises par des collectivités de droit public. Elle voulait ainsi éviter que la vente de ces titres sur le marché ne provoquât des perturbations.

La commission qui contrôle les émissions a admis de nouveau tous les emprunts annoncés. Pour le troisième trimestre de 1977, le programme prévoyait 34 emprunts et un montant total de 1637 millions de francs. Sur cette somme, les conversions ont atteint 438 millions; le prélèvement d'argent frais, inférieur d'environ 240 millions de francs au montant enregistré au troisième trimestre de 1976, a dépassé d'environ 70 millions celui du programme fixé au deuxième trimestre de 1977 et s'est inscrit à 1199 millions de francs.

Pour les mois de juillet et d'août, la Banque nationale a maintenu à environ 500 millions de francs le plafond relatif aux emprunts étrangers libellés en francs suisses. Comme par le passé, elle n'a pas imputé sur ce montant les emprunts d'organisations internationales. Elle n'a pas non plus restreint la somme des capitaux exportés sous forme de crédits bancaires et de « notes ».

Les emprunts lancés avant la pause des émissions, qui a eu lieu du 11 juillet au 8 août, ont remporté un franc succès; les cours avant cotation en bourse ont dépassé le pair. Ce climat a régné pendant toute la pause d'été, de sorte que le rendement moyen des obligations fédérales est descendu à 4,22% à la fin du mois de juillet et à 4,10% à la mi-août. En raison de cette évolution, les émetteurs ont réduit les taux d'intérêt au mois d'août et allongé la durée des emprunts. Le taux des emprunts en francs suisses qu'ont lancés des débiteurs étrangers

de premier ordre a été abaissé de $5\frac{1}{2}\%$ à $5\frac{1}{4}\%$. Après la pause des émissions, l'Union de Banques Suisses a été la première à offrir du $4\frac{1}{2}\%$ pour un emprunt d'une durée de 12 ans, alors que la Société de Banque Suisse avait encore lancé un emprunt $4\frac{3}{4}\%$ de même durée au mois de juillet. L'emprunt de l'UBS ayant eu un grand succès, les compagnies d'électricité et les centrales nucléaires ont pu réduire également leurs taux. Comme le rendement des emprunts $4\frac{1}{2}\%$ lancés par les cantons pour une durée de huit ans est descendu à près de 4% au mois d'août, la concurrence entre ces titres et les obligations de caisse émises par les banques a diminué nettement. Les taux des obligations de caisse n'ont donc pas dû être modifiés.

A la fin du mois d'août, le rendement moyen des obligations fédérales s'est inscrit à 4,09%. Le canton de Neuchâtel a émis un emprunt $4\frac{1}{4}\%$ d'une durée de 13 ans et les débiteurs étrangers de premier ordre ont abaissé de $\frac{1}{4}\%$ le taux applicable à leurs emprunts, pour le fixer à 5%.

Après une phase assez longue de stabilité relative, de nettes modifications de cours se sont produites sur le marché des changes durant la période examinée. Bien que la différence entre les taux d'intérêt applicables aux placements en francs et aux placements en dollars ait augmenté sensiblement, des pressions considérables se sont exercées sur le cours du dollar, pour les raisons déjà mentionnées. La Banque nationale a réagi en abaissant de $\frac{1}{2}\%$, à la mi-juillet, les taux officiels de l'es-compte et des avances sur nantissement, ainsi qu'en intensifiant ses interventions sur le marché des changes, d'entente avec les banques centrales étrangères.

Au début du mois de juin, le cours du dollar par rapport au franc suisse s'inscrivait encore à 2,50. Il est descendu à 2,46 jusqu'à la fin du mois et à 2,370 le 26 juillet. Par la suite, il est remonté, atteignant 2,44 à la mi-août pour redescendre durant la seconde quinzaine du mois d'août. A la fin du mois, il s'est chiffré à 2,39 après avoir atteint passagèrement 2,3690, point minimal record. Par rapport au mark allemand, au florin hollandais et au yen, le cours du franc est monté légèrement.

En moyenne pondérée, le cours du franc par rapport aux monnaies des 15 pays dans lesquels la Suisse exporte le plus a dépassé de 5,1%, à la fin du mois d'août, le cours atteint au début du mois de juin. Par rapport à la fin du mois d'août 1976, la hausse s'est inscrite à 3,7%. Toutefois, il y a lieu de souligner que, durant cette période, la hausse des prix et des salaires en Suisse a été nettement inférieure à celle des 15 pays en question.

Après avoir appris que la succursale de Chiasso du Crédit Suisse avait subi des pertes d'un montant inconnu, les banques domiciliées en Suisse et l'Association suisse des banquiers ont conclu avec la Banque nationale une convention relative à l'usage du secret bancaire et au devoir de diligence des banques lors de l'acceptation de fonds. Cet accord a pour but d'assurer que les banques s'enquerraient consciencieusement de l'identité

de leur clientèle et d'éviter qu'un usage abusif du secret bancaire permette ou facilite des actes contraires à la convention. Par actes contraires à la convention, il faut entendre l'ouverture et la gestion de comptes et de dépôts sans identification de l'ayant droit, l'acceptation de fonds dont la banque peut reconnaître l'origine condamnable, ainsi que l'assistance lors d'opérations visant à la fuite de capitaux et à la fraude fiscale. La convention, dont les parties ont fixé tout d'abord la durée à cinq ans, mais qui peut être prorogée, est entrée en vigueur le 1er juillet. L'Association suisse des banquiers et la Banque nationale sont habilitées à l'amender d'un commun accord.

La Banque nationale et les banques suisses ont prorogé d'un an, soit jusqu'au 14 juin 1978, le gentlemen's agreement concernant les mesures monétaires qu'elles avaient conclues le 15 juin 1976. Selon cette convention, les banques qui ont des succursales ou des filiales à l'étranger leur enjoignent de s'abstenir d'effectuer des transactions qui seraient visiblement des spéculations sur le franc. Elles renoncent à procéder, depuis la Suisse, à des dépôts en euro-francs ou à des placements directs en francs suisses pour le compte et au nom de succursales ou de filiales à l'étranger.

Les conventions concernant les déclarations relatives aux transactions sur devises, que la Banque nationale avait conclues avec les banques suisses et avec les sociétés exerçant une activité internationale, arrivaient à échéance à la fin du mois de juin. Elles ont été prorogées d'un an. Selon ces accords, les banques et les sociétés signataires s'engagent à notifier à la Banque nationale, avant leur conclusion, les opérations sur devises au comptant ou à terme dont le montant est inhabituel ou qui paraissent avoir la spéculation pour objet. Elles autorisent l'institut d'émission à intervenir dans ces opérations et à en reprendre les montants si son compte s'il estime que l'intérêt du marché est en jeu.

Avec effet au 11 juillet, la Banque nationale a modifié les prescriptions relatives aux exportations de capitaux. Selon les nouvelles dispositions, les banques qui octroient des crédits et prêts à des personnes domiciliées à l'étranger peuvent accorder des sous-participations à des particuliers et à des établissements bancaires étrangers, pour autant qu'il s'agisse de placements fermes. Par contre, la cession à des Etats et à des autorités monétaires n'est pas autorisée. Les étrangers qui acquièrent des sous-participations doivent remettre au chef de file du syndicat une déclaration écrite par laquelle ils s'engagent à les conserver pour leur propre compte jusqu'à l'échéance. Il leur est interdit de céder leur sous-participation ou de servir d'intermédiaires lors de cessions.

Les crédits accordés en Suisse par 71 banques qui communiquent des données mensuelles ont augmenté de 3,3 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 2,5 milliards durant la période correspondante de 1976, pour s'inscrire à 130 milliards de francs. Le taux de l'accroissement en un an a passé de 5,8% au mois de

juin 1976 à 8,2% au mois de mars 1977 et à 8,6% au mois de juin. En considérant les différentes sortes de crédits en Suisse, on constate que les avoirs en comptes débiteurs ont augmenté de 1,9 milliard de francs au deuxième trimestre, les placements hypothécaires, de 1,3 milliard, les effets de change et les papiers du marché monétaire, de 0,1 milliard. Les crédits octroyés à des collectivités de droit public sont restés à leur niveau du mois de mars. La progression en un an des avoirs en comptes débiteurs a passé de 7,4% à la fin du mois de mars à 9% à la fin du mois de juin. Par contre, l'accroissement des placements hypothécaires a fléchi de 0,4% pour s'inscrire à 8,7%. Le taux relatif aux effets de change et aux papiers du marché monétaire, qui s'inscrivait à 9,3% à la fin du mois de mars, a atteint 20,2% à la fin du mois de juin. Il ne faut cependant pas surestimer cette dernière évolution, puisque les montants comptabilisés sous cette rubrique sont relativement faibles et qu'ils varient fortement. L'accroissement en un an des crédits accordés à des collectivités de droit public a passé de 5,8% à la fin du mois de mars à 3,1% à la fin du mois de juin.

Sur l'ensemble des crédits supplémentaires accordés en Suisse au deuxième trimestre, 62,5% ou 2,1 milliards de francs ont été octroyés par les grandes banques, 28,4% ou 0,9 milliard de francs, par les banques cantonales, et 9,1% ou 0,3 milliard de francs, par les banques régionales et caisses d'épargne. Comme au trimestre précédent, les grandes banques ont enregistré une accélération de la demande de crédits, due au début de la reprise conjoncturelle, alors que les deux autres catégories de banques ont eu moins de possibilités d'expansion, car leurs crédits sont destinés surtout au financement de la construction.

Les promesses de crédit faites par 163 banques se sont inscrites à 6,1 milliards de francs, contre 5,5 milliards au premier trimestre et 6,9 milliards au deuxième trimestre de 1976. La diminution de 11,6% enregistrée par rapport au deuxième trimestre de 1976 s'est transformée en un accroissement de 10,9% par rapport au premier trimestre de 1977. Les promesses faites à des personnes domiciliées en Suisse se sont chiffrées à 5 milliards de francs, contre 4,9 milliards un an auparavant, tandis que les promesses faites à des personnes domiciliées à l'étranger se sont inscrites à 1,1 milliard, contre 2 milliards en 1976. Si l'accroissement des promesses faites à des personnes domiciliées en Suisse semble minime, cette évolution est le résultat de mouvements opposés dans les différentes catégories de comptes: alors que les promesses sous forme d'avoirs en comptes débiteurs ont augmenté de 0,5 milliard de francs, les placements hypothécaires ont diminué de 0,1 milliard et les avances et prêts à des collectivités de droit public ont fléchi de 0,3 milliard.

Par rapport au trimestre précédent, les afflux de fonds de tiers à moyen terme dans 71 banques qui communiquent des données mensuelles se sont ralentis considérablement au deuxième trimestre. Du premier au deuxième trimestre, l'augmentation des dépôts d'épargne

a passé de 2,1 milliards à 0,5 milliard de francs, celle des livrets et carnets de dépôts, de 0,7 à 0,1 milliard. L'émission d'obligations de caisse, qui avait augmenté de 0,3 milliard de francs au premier trimestre, a diminué de 0,5 milliard au trimestre suivant. Dans l'ensemble, les afflux de fonds à moyen terme se sont inscrits à 0,1 milliard de francs au deuxième trimestre, contre 3,1 milliards au trimestre précédent et 1,6 milliard au deuxième

trimestre de 1976. Ainsi, l'accroissement au premier semestre s'est chiffré à 3,2 milliards de francs seulement, contre 5 milliards en 1976. Comme les placements d'autres types ne se sont pas accélérés sensiblement, et qu'il n'y a donc pas eu de simples modifications dans la composition des portefeuilles, il faut en conclure que la tendance des ménages à consommer s'est renforcée.