

Rapport

sur la situation économique et monétaire remis
au Conseil de banque de la Banque nationale suisse
pour sa séance du 16 décembre 1977

Tendances conjoncturelles internationales

Au troisième trimestre, la situation économique ne s'est guère modifiée dans les principaux pays industrialisés. Le ralentissement de la croissance enregistré depuis le début de l'année s'est confirmé dans l'ensemble. En Europe surtout, le niveau de l'emploi n'est donc monté que dans une faible mesure, ou est même descendu. Différents Etats ont pris alors des dispositions supplémentaires afin d'accélérer la conjoncture. Ainsi, le Japon et la République fédérale d'Allemagne ont annoncé de nouvelles mesures au mois de septembre. Le budget extraordinaire qu'a présenté le gouvernement japonais vise avant tout à stimuler les investissements. En République fédérale d'Allemagne, le budget pour 1978 sera axé davantage sur l'expansion que ne le prévoyaient les autorités. Le gouvernement a décidé d'alléger la charge fiscale des ménages et des entreprises. De même, les autorités françaises et italiennes ont infléchi quelque peu le cours de leur politique économique. Au mois de novembre, le Royaume-Uni a suivi cette voie également. Le fait que les gouvernements ont cherché à stimuler davantage la conjoncture a influé sur la politique monétaire; ces derniers mois, les taux d'accroissement de la masse monétaire sont montés dans la plupart des pays.

C'est dans ces circonstances que l'Assemblée annuelle des institutions de Bretton-Woods a eu lieu au mois de septembre, à Washington. Un certain changement de tendance s'est confirmé dans les discussions. Alors que les délégués avaient souligné l'an passé la nécessité de la stabilisation économique et de la lutte contre l'inflation, ils ont insisté davantage cette année sur les dangers d'une croissance économique trop faible et sur les possibilités d'y remédier. Différents orateurs ont exigé que les pays dont la balance des paiements est excédentaire stimulent leur demande intérieure le plus fortement possible, tout en évitant une nouvelle accélération du renchérissement. Selon certains délégués, les pays dans lesquels l'inflation était élevée et dont la balance des paiements était déficitaire auraient fait de tels progrès dans leurs efforts de stabilisation qu'ils pourraient maintenant assouplir quelque peu leur politique restrictive et viser une croissance légèrement plus forte.

Cette stratégie a des points faibles et implique certains risques dont il y a lieu d'être conscient. De façon générale, elle suppose que le niveau de l'emploi résulte directement de la croissance économique. Or, il ne semble pas certain que même une forte expansion réelle permette de résoudre rapidement le problème de l'emploi. L'évolution constatée ces dernières années montre nettement que,

dans une mesure importante, l'augmentation du chômage est due à des facteurs structurels. A cet égard, il convient de mentionner le ralentissement de l'investissement, dont on a sous-estimé la durée.

Quelques remarques s'imposent à propos de la politique économique que mènent les pays dont la balance des paiements est excédentaire. En exigeant que cette politique soit axée davantage sur l'expansion, on surestime souvent les effets qu'une croissance plus rapide aurait sur l'économie des autres pays. Dans un système de changes flexibles, les mesures d'expansion ne se répercutent pas sur l'économie des autres pays de façon presque automatique, comme c'était le cas dans le système des changes fixes. De plus, les pays industrialisés dont la balance des paiements est excédentaire ont une économie axée dans de fortes proportions sur les échanges avec l'étranger, et leurs exportations ont joué un rôle très important dans la phase d'expansion des cycles précédents. Un essor basé sur la demande intérieure nécessiterait des modifications de structures considérables. Ces changements seraient irréalisables à court terme, surtout dans les pays dont le marché intérieur est petit. Enfin, les possibilités de stimuler l'économie sans accélérer l'inflation semblent très restreintes. Bien que la hausse des prix se soit ralentie sensiblement dans divers pays, la tendance aux anticipations inflationnistes est souvent intacte.

Si la marge de manœuvre est limitée dans les pays dont la balance des paiements est excédentaire, elle l'est encore davantage dans les autres Etats. En prenant des mesures destinées à stimuler la conjoncture, les autorités y provoqueraient un nouvel accroissement des anticipations inflationnistes et, partant, remettraient en cause les succès qu'elles ont remportés au prix de sacrifices considérables, grâce aux mesures de stabilisation. Il convient de s'opposer à une évolution de ce genre, d'autant plus que les expériences faites par quelques petits pays d'Europe, tels la Suède, l'Espagne et l'Autriche, ont montré clairement les dangers d'une politique économique axée par trop sur l'expansion. Pendant toute la durée de la récession internationale, ces pays se sont efforcés, par des mesures d'expansion, de maintenir la croissance et l'emploi à un niveau aussi haut que possible. En quelques années, cette politique a provoqué des déficits considérables des finances publiques et de la balance des revenus, ainsi que, dans la majorité des cas, des taux d'inflation élevés. Au cours des derniers mois, ces pays se sont vus obligés successivement de prendre des dispositions plus restrictives afin de retrouver leur stabilité interne et externe. La politique d'expansion qu'ils avaient menée ces dernières années ne leur a donc pas permis d'éviter durablement les conséquences de la ré-

cession mondiale. Les effets n'ont pu être que différés et l'adaptation nécessaire semble d'autant plus urgente.

Dans les pays industrialisés, l'évolution de la conjoncture internationale ne simplifie pas les problèmes de structures que doivent résoudre différentes branches. La tentation de recourir à des expédients est donc grande. Ainsi s'explique le renforcement notable des tendances protectionnistes qui s'est produit cette année. Certes, les gouvernements savent que de telles dispositions agissent comme boules de neige, qu'elles peuvent provoquer une réduction globale du commerce international et une nouvelle récession. Ils savent aussi que le protectionnisme ne résoudra pas les problèmes structurels de différentes industries, mais qu'il diffèrera et compliquera seulement la recherche d'une solution. Toutefois, la faiblesse de l'expansion et la persistance d'un chômage important ont pour effet que les gouvernements résistent toujours plus difficilement aux pressions politiques des industries et des travailleurs concernés. Ils ont donc beaucoup de peine à respecter les dispositions par lesquelles ils se sont engagés à libéraliser le commerce international. Si la tendance n'est pas encore irréversible, le risque d'une course au protectionnisme a augmenté considérablement ces derniers mois.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En *République fédérale d'Allemagne*, la conjoncture ne s'est pas améliorée au troisième trimestre. Compte tenu des variations saisonnières, la production industrielle est restée au niveau du trimestre précédent, alors que les entrées de commandes ont diminué légèrement. Durant l'été, seule la consommation privée a stimulé la conjoncture. Ses impulsions étaient dues surtout au fait que des avoirs bloqués en comptes d'épargne arrivaient à échéance à la fin du mois de juin.

L'évolution du commerce extérieur s'est ralentie. Par rapport aux périodes correspondantes de 1976, l'augmentation des exportations a passé de 8% au deuxième trimestre à 4,1% au trimestre suivant, et celle des importations, de 5,8% à 3,8%. Pendant les neuf premiers mois de l'année, l'excédent de la balance commerciale a atteint 26,3 milliards de marks, soit 1,6 milliard de plus que durant les mêmes mois de 1976.

Le niveau de l'emploi est demeuré insatisfaisant. Depuis le mois de juin, le chômage a dépassé celui des mois correspondants de 1976. Au mois d'octobre, on comptait 954 000 chômeurs, soit 1% de plus qu'un an auparavant. Par contre, le renchérissement a continué de diminuer. Au mois d'octobre, la hausse en un an de l'indice des prix à la consommation s'est inscrite à 3,8%, et celle des prix de gros, à 1,5%.

Il semble que la conjoncture en *France* ait atteint son point le plus bas au troisième trimestre. Compte tenu des variations saisonnières, la production industrielle a diminué d'environ 1% du troisième trimestre de 1976 à la période correspondante de 1977. Toutefois, certains si-

gnes font supposer que la situation s'est améliorée légèrement par la suite.

Le chômage a atteint le niveau record de 1,22 million de personnes au mois d'août, pour s'inscrire à 1,1 million au mois d'octobre. Sans doute la diminution était-elle due en partie aux mesures qu'a prises le gouvernement afin d'accroître l'emploi de jeunes gens.

La relance du commerce extérieur s'est confirmée également. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les exportations ont augmenté de 14,9% au troisième trimestre, et les importations, de 7,6% seulement. De 1976 à 1977, le déficit de la balance commerciale a passé de 7,1 à 3,1 milliards de francs.

L'évolution des prix n'a pas encore donné satisfaction. Si la hausse des prix de gros s'est ralentie depuis le début de l'année, grâce à un cours du franc relativement stable, ce fléchissement n'a pas influé pratiquement sur les prix de détail, dont la hausse en un an s'est chiffrée à 9,5% au mois d'octobre.

Au *Royaume-Uni*, la stagnation économique a persisté. Cependant le gouvernement a remporté certains succès en s'efforçant de stabiliser la conjoncture. Le taux de l'inflation en un an a baissé continuellement ces derniers temps, passant de 17,6% au mois de juillet à 14,1% au mois d'octobre. Les taux de salaires sont restés dans les limites fixées, bien que les libres négociations entre syndicats patronaux et ouvriers aient repris depuis le début du mois d'août. A la fin du mois de septembre, la hausse des salaires en un an s'est chiffrée à 8,8%.

Dans le commerce extérieur, la situation s'est améliorée sensiblement. Au troisième trimestre et au mois d'octobre, la balance commerciale a été pratiquement en équilibre. Cette évolution est due surtout à un fléchissement notable des importations, qui ont diminué d'environ 4% du deuxième au troisième trimestre. Depuis le mois d'août, la balance des revenus s'est soldée par des excédents considérables, si bien que le résultat atteint durant les dix premiers mois de l'année est légèrement positif.

En raison de cette conjoncture favorable, le gouvernement a pu assouplir quelque peu sa politique économique, pour tenir compte de la situation sur le marché du travail. A la mi-novembre, le taux de chômage atteignait 6,1% de la population active.

En *Italie*, la conjoncture s'est affaiblie cet été. Par rapport à la période correspondante de 1976, la production industrielle a diminué d'environ 5% au troisième trimestre. Sur le marché du travail, la situation a continué de se détériorer, de sorte que les conflits se sont accentués. De ce fait, les heures de travail perdues ont dépassé 4 millions au mois de septembre.

Dans la lutte contre l'inflation, les progrès enregistrés sont encore rares. La hausse du coût de la vie, qui s'était chiffrée respectivement à 0,8 et à 0,7% aux mois de juillet

et d'août, a atteint 1,1% durant les deux mois suivants. Au mois d'octobre, la montée de l'indice en un an s'est inscrite à 16,6%.

Le déficit de 900 milliards de liras par lequel la balance commerciale s'était soldée au deuxième trimestre s'est transformé en un excédent de 325 milliards de liras au trimestre suivant. L'amélioration provient des importations, dont l'accroissement a fléchi. En valeur, l'augmentation annuelle des importations a passé de 18,6% au deuxième trimestre à 7,3% au troisième, alors que le taux d'accroissement des exportations descendait de 33,4 à 21,1%. Du mois d'août au mois d'octobre, la balance des paiements s'est soldée constamment par un surplus. Le déficit de 1914 milliards de liras enregistré durant les dix premiers mois de 1976 s'est transformé en un excédent de 1634 milliards de liras en 1977.

Aux *Etats-Unis*, la conjoncture s'est affaiblie pendant le troisième trimestre. Le produit national brut réel a augmenté à un rythme annuel de 4,7%, contre 6,2% au deuxième trimestre et 7,1% au premier. Malgré ce fléchissement prévisible, la croissance est demeurée relativement forte. Selon les indices disponibles, cette tendance devrait persister. Par rapport à la période correspondante de 1976, la production industrielle a augmenté de 6,8% au mois d'octobre, contre 5,9% au troisième trimestre. Durant les mêmes périodes, le chiffre d'affaires du commerce de détail est monté respectivement de 10,8 et de 9,5%. Les revenus des ménages se sont améliorés sensiblement. Le taux de leur hausse en un an s'est inscrit à 11,8% au mois d'octobre, contre 11,1% au troisième trimestre.

Comme la population active a continué d'augmenter, le chômage n'a guère régressé. Bien que le nombre de personnes employées se soit accru de 3,5 millions par rapport au mois d'octobre 1976, le taux de chômage a atteint encore 7%.

L'évolution des prix s'est stabilisée. La hausse en un an des prix de gros est restée inférieure à 6%, tandis que celle des prix à la consommation a passé de 6,7% au deuxième trimestre à 6,6% au troisième trimestre et à 6,5% au mois d'octobre.

Du deuxième au troisième trimestre, le commerce extérieur est resté pratiquement au même niveau, de sorte que le déficit de la balance commerciale a continué de s'inscrire à 6,7 milliards de dollars. Au mois d'octobre, les grèves ont fait monter le solde passif à 3,1 milliards de dollars. Des dix premiers mois de 1976 à la période correspondante de 1977, le déficit a passé ainsi de 4 à 22,4 milliards de dollars.

Au *Japon*, la croissance s'est ralentie également. Du deuxième au troisième trimestre, l'indice de la production industrielle a baissé de 1,1%; par rapport au troisième trimestre de 1976, il n'est monté que de 2,1%. La consommation et l'investissement privés n'ont augmenté que très peu. Les collectivités publiques ont donné à la demande intérieure ses impulsions principales.

Les exportations ont continué de progresser fortement. Par rapport à la période correspondante de 1976, elles ont augmenté de 18,3% au troisième trimestre, alors que les importations s'accroissaient de 6,7% seulement. Du deuxième au troisième trimestre, l'excédent de la balance commerciale a passé de 3,9 à 4,9 milliards de dollars. Cette tendance s'est confirmée au mois d'octobre. Le surplus de la balance commerciale, qui s'était inscrit à 6,6 milliards de dollars pendant les dix premiers mois de 1976, a atteint 13,4 milliards en 1977. Au cours des mêmes périodes, l'excédent de la balance des revenus a passé de 1,8 milliard à 7,8 milliards de dollars.

La stabilisation des prix a continué. Tandis que les prix de gros enregistrés au mois de septembre sont demeurés au niveau des mois précédents, la hausse en un an des prix à la consommation s'est inscrite à 7,6%, contre 9,4% au mois de mars et 8,5% au mois de juin. Le nombre de chômeurs au troisième trimestre a atteint 1,05 million de personnes en moyenne, soit 4,3% de plus que durant la période correspondante de 1976.

Les événements monétaires internationaux

Aucun fait saillant ne s'est produit durant l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI), qui a eu lieu au mois de septembre. La révision des statuts effectuée au début de 1976 et la sixième majoration des quotes-parts ne sont pas encore entrées en vigueur, puisque la majorité qualifiée des Etats ne les ont pas encore ratifiés. Jusqu'à maintenant, les gouverneurs n'ont pas pu se mettre d'accord sur les modalités de la septième révision des quotes-parts, pour laquelle le Comité intérimaire s'était prononcé au mois d'avril. Le montant de la majoration et sa répartition entre les Etats membres font encore l'objet de discussions. Abou Dhabi et le Nigéria ont fixé respectivement à 150 et à 220 millions de DTS leur contribution à la «facilité Witteveen», qui doit mettre à la disposition du FMI des moyens supplémentaires de financement. En outre, le Vénézuéla a modifié après coup le montant de sa contribution, le portant de 450 à 500 millions de DTS. Ainsi, le montant total atteint 8,7 milliards de DTS en chiffre rond, ou 10,3 milliards de dollars. A vrai dire, l'accord n'entrera pas en vigueur avant que les promesses définitives dépassent 7,75 milliards de DTS et que six des principaux participants l'aient ratifié. Il convient en particulier que le Congrès des Etats-Unis admette la contribution de ce pays. Selon les informations disponibles, il ne devrait se prononcer qu'au cours de l'année prochaine.

Les marchés des changes ont continué d'être particulièrement animés ces derniers mois. L'attention des observateurs s'est concentrée sur la politique des changes opposant les Etats-Unis au Japon, ainsi que sur le renforcement persistant de la livre sterling.

Après que le cours du dollar par rapport aux principales autres monnaies eut fléchi au mois de juillet, il est resté à peu près stable jusque vers la fin du mois de septembre. Au mois d'octobre, il s'est affaibli de nouveau,

pour baisser encore au mois de novembre. Les causes du fléchissement sont multiples. Le déficit de la balance commerciale et celui de la balance des revenus sont demeurés élevés. En chiffre absolu, les Etats-Unis enregistreront cette année le déficit de la balance des revenus le plus élevé de tous les pays. Selon les dernières prévisions, la situation ne devrait guère s'améliorer l'an prochain. Par ailleurs, les propos qu'ont tenus les autorités américaines au sujet du cours de leur monnaie ont continué d'être ambigus. Tout en affirmant l'importance d'une monnaie forte pour l'économie américaine, les autorités n'ont pas pris de mesures tangibles pour arrêter la chute du cours. De plus, elles ont répété que le yen surtout devait monter, afin d'éliminer le déséquilibre dans les échanges. La croissance relativement forte de la masse monétaire et la controverse qui a opposé le gouvernement et le Système de réserve fédérale à propos de la politique monétaire ont eu aussi des effets négatifs sur le cours du dollar. Finalement, le fait que la Banque d'Angleterre a renoncé en grande partie, à la fin du mois d'octobre, à intervenir sur le marché des changes a accentué la baisse du dollar. Toutefois, le cours du dollar par rapport aux monnaies des pays avec lesquels les Etats-Unis exercent le commerce le plus intense est descendu relativement peu, en moyenne pondérée, car le dollar du Canada, principal partenaire commercial des Etats-Unis, est descendu encore plus fortement. De la fin du mois d'août à la fin du mois de novembre, le cours du dollar par rapport au droit de tirage spécial n'a fléchi que de 2,3%. Par contre, la baisse s'est inscrite à 8,8% par rapport au yen, à 9,7% par rapport au franc suisse et à 4,9% par rapport au mark allemand.

Le cours du yen est donc monté très fortement. Les excédents importants de la balance commerciale et de la balance des revenus japonaises, qui atteindront respectivement 17 et 10 milliards de dollars cette année, ont suscité des critiques internationales croissantes. Le Japon s'est vu recommander surtout de mener une politique économique d'expansion plus prononcée. Il y a répondu en réduisant son taux d'escompte de 5% à 4,25%, en abaissant les réserves minimales et en adoptant un programme destiné à stimuler la demande intérieure. Néanmoins, les voix qui demandaient l'application de mesures protectionnistes contre les produits japonais ne se sont pas tues, en particulier aux Etats-Unis. Dans ces conditions, les autorités japonaises ont renoncé à s'opposer sérieusement à une réévaluation du yen. Lorsque le cours du dollar a atteint 240 yens, au mois de novembre, elles ont recommencé cependant à intervenir massivement sur le marché des changes, afin de maintenir le cours à ce niveau. Pour modérer les afflux de fonds étrangers, elles ont interdit la vente à des étrangers de titres publics à court terme et ont imposé des réserves minimales de 50% sur l'accroissement des avoirs étrangers en yens. Durant les onze premiers mois de l'année, la réévaluation du yen par rapport au dollar s'est inscrite à 20%.

Bien que la Banque d'Angleterre ait renoncé à maintenir le cours de la livre à 1,72 dollar depuis la fin du mois de juillet, les afflux de fonds étrangers ont persisté et les

autorités monétaires ont continué à intervenir massivement sur le marché des changes; elles voulaient ainsi limiter la hausse de la livre et, partant, protéger l'industrie d'exportation. En une période de cinq semaines qui s'est terminée à la mi-octobre, la Banque d'Angleterre a réduit son taux minimal de prêt de 7% à 5%. Jusqu'à la fin du mois de septembre, les autorités monétaires ont pu maintenir le cours de la livre à 1,74 dollar, de façon relativement stable. Toutefois, la faiblesse du dollar qui s'est manifestée de nouveau au mois d'octobre a augmenté fortement la demande de livres sterling et a donc influé sur leur cours. A la fin du mois d'octobre, la Banque d'Angleterre a décidé, par conséquent, de suspendre ses achats de dollars et de libérer le cours du change en une certaine mesure. Ainsi, elle a tenu compte également du fait que ses interventions sur le marché des changes accroissaient les disponibilités du marché monétaire et mettaient toujours davantage en péril sa politique de la masse monétaire. A la fin du mois d'octobre, les réserves monétaires britanniques ont atteint 20,2 milliards de dollars, soit presque le quintuple du montant enregistré à la fin de 1976. Après que la Banque d'Angleterre eut renoncé à intervenir sur le marché des changes, le cours de la livre est monté de 3,5% et s'est inscrit provisoirement à 1,84 dollar. Il est redescendu par la suite, en raison des nouvelles controverses qu'a suscitées la politique des salaires. A la fin du mois de novembre, il s'est chiffré à 1,8150 dollar. Les afflux de fonds étrangers ayant accéléré sensiblement la croissance de la masse monétaire, la Banque d'Angleterre a décidé, durant la seconde moitié du mois de novembre, de porter de nouveau son taux minimal de prêt de 5% à 7%, afin de freiner l'expansion du crédit.

L'évolution générale du marché des changes a moins influé sur le cours du mark allemand que durant les périodes précédentes. En raison d'une situation économique considérée généralement comme peu satisfaisante et d'une politique monétaire axée sur une certaine expansion, qui a permis une réduction de 10% des réserves minimales à partir du 1er septembre, le cours du mark est moins monté que les cours du yen et du franc suisse. De la fin du mois d'août à la fin du mois de novembre, la hausse s'est inscrite à 4,2% par rapport au dollar et à 2,5% par rapport à la moyenne pondérée des monnaies des 22 pays avec lesquels la République fédérale d'Allemagne procède aux échanges commerciaux les plus importants.

Par rapport au dollar, les cours du franc français et de la lire sont montés respectivement de 1% et de 0,5%. Toutefois, ils ont baissé par rapport aux monnaies fortes.

Dans le serpent monétaire européen, les tensions ont presque disparu, après que les cours médiaux des monnaies scandinaves eurent été modifiés à la fin du mois d'août. Seuls le franc belge et le florin hollandais ont subi des pressions momentanées au mois de novembre, qui ont amené les autorités monétaires des Pays-Bas à porter le taux de l'escompte, à partir du 11 novembre, de 3,5% à 4,5%.

Le 28 octobre, Israël a libéré les cours du change et a supprimé en grande partie le contrôle des changes.

Le prix de l'or est monté tout d'abord de façon continue, passant de 145 dollars l'once à la fin du mois d'août à 168 dollars le 11 novembre. Par la suite, une réaction d'une ampleur inattendue a eu lieu; le prix est descendu à 156 dollars en quelques jours. Toutefois, il est remonté à 160 dollars vers la fin du mois de novembre. Durant les trois derniers mois, les ventes d'or auxquelles a procédé le FMI se sont effectuées au prix moyen de 147,78, de 155,14 et de 161,86 dollars l'once.

L'évolution de la conjoncture en Suisse

Du mois de juillet au mois d'octobre, le rythme de la croissance s'est accéléré quelque peu, après avoir fléchi très légèrement durant la période précédente. Le ralentissement passager était dû surtout au fait que l'accroissement des exportations s'était modéré. L'accélération qui s'est produite par la suite provenait aussi bien de la demande extérieure que de la demande intérieure. Par rapport au deuxième trimestre, il faut souligner la progression de la consommation privée et de l'investissement. L'augmentation de l'investissement s'explique surtout par des rationalisations et par des renouvellements. C'est pourquoi sans doute l'accélération de la construction destinée à l'industrie et l'artisanat est restée faible.

La hausse prononcée du franc qui s'est produite depuis le milieu de l'année ne semble guère avoir freiné les entrées de commandes de l'étranger et les exportations. Par contre, elle a influé sur les prix des marchandises importées, qui ont baissé. Quant aux prix à la consommation, leur hausse s'est accélérée légèrement. Toutefois, leur stabilité ne semble pas en péril.

Grâce à l'accroissement de la production, le chômage complet et partiel a continué de diminuer. Dans certaines régions et dans certaines branches, la pénurie de main-d'œuvre a posé des problèmes. Les départs de travailleurs étrangers se sont poursuivis et ont accentué ces difficultés.

L'accélération de la conjoncture qui a eu lieu depuis le début de l'année s'est répercutée sur les dernières prévisions économiques. Les experts s'attendent à une croissance réelle de 2% à 3% en 1977.

Si l'on pense à la diminution de 1,3% enregistrée l'an passé, le changement paraît appréciable. De plus, le renchérissement ne devrait pas dépasser 1½% à 2%. Ainsi, notre pays atteindrait cette année dans une large mesure trois des principaux objectifs de politique économique, soit la croissance, la stabilité des prix et le plein-emploi.

Par rapport au trimestre précédent, les *exportations* se sont accélérées modérément au troisième trimestre. En un an, l'augmentation nominale s'est inscrite à 16%, et l'accroissement réel, à 14,1%. Au mois d'octobre, les taux de progression annuelle ont baissé, passant respec-

tivement à 3,8 et à 1,5%. Ce fléchissement est dû surtout à la base statistique: au mois d'octobre 1976, le volume des exportations était monté considérablement. En comparant volume et valeur des exportations, on obtient l'évolution des prix à l'exportation. Depuis quelques mois, elle varie entre une baisse de 1% et une hausse de 4%. Bien que l'industrie d'exportation ne soit guère en mesure d'imposer des majorations de prix prononcées, ses revenus ont augmenté. Cette amélioration provient surtout de la rationalisation et de la compression des coûts, que les entreprises ont effectuées de façon souvent rigoureuse.

La métallurgie a enregistré l'accroissement réel des exportations le plus important. Par rapport à la période correspondante de 1976, il s'est inscrit à 14,1% au troisième trimestre et à 6,8% au mois d'octobre. Parmi les entreprises de cette branche, celles qui exportent des instruments d'optique, des appareils de mécanique de précision, des machines et appareils électriques ont constaté une accélération sensible de leurs exportations depuis notre dernier rapport. Les dernières données relatives aux entrées de commandes dans la métallurgie, en particulier celles qui concernent les commandes de l'étranger, indiquent également une amélioration légère du climat. Les commandes de l'étranger ont dépassé 70% des commandes totales. Par contre, la réserve de travail que constituent les commandes en portefeuille n'a pas changé et se chiffre à 7,5 mois. Du deuxième au troisième trimestre, l'augmentation en un an des exportations s'est accélérée dans l'industrie chimique et, en raison de facteurs saisonniers, dans l'industrie des textiles et de l'habillement. Dans l'industrie chimique, le taux de progression en un an s'est inscrit à 10% au troisième trimestre et à 0,3% au mois d'octobre; dans l'industrie des textiles et de l'habillement, il s'est chiffré, durant ces périodes, à 8,1% et à 10,6%, alors qu'il atteignait 13,1% et 3,6% dans l'industrie des denrées alimentaires et du tabac.

Du deuxième trimestre à la période examinée, l'accroissement nominal des *importations* en un an a fléchi très légèrement. Il s'est inscrit à 17,1% au troisième trimestre et à 11,4% au mois d'octobre. L'augmentation réelle s'est chiffrée respectivement à 10,9% et à 6,9%. Le ralentissement de la progression nominale était dû en partie à des facteurs saisonniers. En effet, le taux d'accroissement annuel relatif aux produits énergétiques a fléchi nettement depuis la dernière période examinée. Le taux de l'accroissement réel en un an des matières premières et produits semi-ouvrés a baissé. Il s'est inscrit à 10,6% au troisième trimestre et à 0,9% au mois d'octobre. Cette évolution semble résulter du fait que certaines branches ont achevé la reconstitution de leurs stocks. Quant à l'importation de biens d'équipement, son augmentation en un an s'est inscrite à 22,7% au troisième trimestre et à 18,7% au mois d'octobre. Ces données, qui dépassent nettement les autres chiffres enregistrés cette année, indiquent une amélioration de la tendance à investir. Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que, si l'industrie veut préserver sa situation sur le marché mondial, elle doit procéder constamment à des rationalisa-

tions et à des investissements nouveaux, afin de faire face à la concurrence internationale. Le taux de l'accroissement réel en un an des biens de consommation importés s'est chiffré à 9,4% au troisième trimestre et à 10,6% au mois d'octobre. Il s'est maintenu au niveau de la période précédente.

Comme les importations ont fléchi légèrement vers la fin du troisième trimestre et que les exportations ont augmenté modérément, le déficit de la *balance commerciale* a diminué ces derniers mois. Il s'est inscrit à 605,4 millions de francs au troisième trimestre, tandis qu'un excédent de 7,5 millions a été enregistré au mois d'octobre.

Bien que le revenu réel des ménages ne se soit pas modifié pratiquement, la tendance à consommer s'est accrue du deuxième au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, le *chiffre d'affaires réel du commerce de détail* a augmenté de 3% au troisième trimestre, et le chiffre d'affaires nominal, de 4,3%. La satisfaction des besoins en biens durables de consommation, qui avait dû être différée, continue à jouer un rôle prépondérant.

En raison de l'évolution globale de la demande, il est vraisemblable que la *production industrielle* au troisième trimestre ait dépassé le niveau atteint un an auparavant. Au deuxième trimestre, l'augmentation s'est inscrite à 6,4%. Malgré l'accroissement, l'appareil de production n'a pas été employé complètement. Comme au trimestre précédent, son utilisation s'est chiffrée à 80%. Toutefois, il y a lieu de supposer qu'une partie des ressources inemployées ne correspond plus à la technologie la plus moderne.

Dans l'*industrie de la construction*, la situation n'a guère changé depuis la période examinée dans le rapport précédent. Du troisième trimestre de 1976 au trimestre correspondant de 1977, le nombre de logements terminés dans les 92 villes a augmenté de 16,1%, alors que celui des autorisations de construire a diminué de 7,3%. Les promesses de crédits destinées à la construction de maisons familiales font présager que l'expansion de ce secteur va se poursuivre. Dans la construction destinée à l'industrie, les projets de transformations ont augmenté de 52,5% du troisième trimestre de 1976 au trimestre correspondant de 1977, tandis que ceux de constructions nouvelles et d'agrandissements ont progressé de 31,1%. D'un trimestre au trimestre correspondant de l'année suivante, les projets de la première catégorie se sont accrus depuis quatre trimestres, et ceux de la seconde, depuis cinq trimestres. Dans l'ensemble de la construction, la stabilisation semble donc continuer. Les indices des prix à la construction confirment cette impression. Par des hausses respectives de 2,9% au mois d'avril et de 2,2% au mois de juin, l'indice de la ville de Zurich et celui de la ville de Berne marquent la fin de la baisse des prix.

Dans le secteur du *tourisme*, il faut relever que les nuitées au troisième trimestre ont augmenté de 6,4% par rapport à la période correspondante de 1976. Les nuitées de la clientèle suisse se sont accrues de 3,1%, celles de la clientèle étrangère, de 8,5%.

L'amélioration générale de la conjoncture a entraîné une nouvelle diminution du *chômage complet et partiel*. A la fin du mois de septembre, les offices du travail ont enregistré 7752 chômeurs complets et 7253 places vacantes. Pour des raisons saisonnières, le nombre de chômeurs complets s'est élevé à 8542 à la fin du mois d'octobre. Les places vacantes se sont accrues également, passant à 7512. A la même date, le nombre de chômeurs partiels s'est inscrit à 3191. Durant la période examinée, certaines industries ont constaté une pénurie de main-d'œuvre. Si les travailleurs qualifiés surtout faisaient défaut jusqu'alors, les branches concernées déplorent maintenant une pénurie générale de personnel.

Malgré l'accélération graduelle de la conjoncture, le *niveau des prix* est resté stable. La hausse du franc sur le marché des changes, qui a commencé au mois de juin après un an de stabilité relative, semble avoir empêché une hausse des prix à l'importation. Au mois d'août et durant les deux mois suivants, la tendance à la baisse des prix a prévalu. Par rapport à la période correspondante de 1976, l'indice des prix de gros des marchandises importées a baissé de 1,3% au mois d'août, de 1% au mois de septembre et de 2,5% au mois d'octobre. L'indice des marchandises suisses est resté pratiquement stable pendant toute la période examinée, de sorte que l'indice global des prix de gros est descendu légèrement; la baisse en un an s'est chiffrée à 0,7% au mois d'août, à 0,3% au mois de septembre et à 0,7% au mois d'octobre. La hausse de l'indice des prix à la consommation s'est accélérée quelque peu. La montée en un an s'est inscrite à 1,6% au mois d'octobre et à 1,5% au troisième trimestre, contre 1,4% au deuxième trimestre et 1% au premier. Au mois d'octobre, l'indice a été calculé pour la première fois sur de nouvelles bases, ce qui n'a pas provoqué de hausse supplémentaire. Par contre, la réduction des subventions relatives au beurre et au pain a influé sur l'évolution de l'indice.

L'évolution des marchés monétaire et financier

Durant la période examinée, qui allait du mois de septembre au mois de novembre, le cours du franc est monté très fortement, bien que la Banque nationale soit intervenue parfois massivement sur le marché des changes. La demande a dépassé souvent l'offre sur le marché des capitaux, de sorte que le rendement des obligations est descendu au niveau le plus bas de l'année. La plupart du temps, l'approvisionnement du marché monétaire a été abondant. Les taux d'intérêt à court terme ont continué tout d'abord de baisser, pour remonter quelque peu au mois de novembre.

Alors que le taux moyen de 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, s'était inscrit à 6,2% au premier semestre, il a baissé à 3,5% au troisième trimestre. Ainsi, il est devenu inférieur aux 5% que la Banque nationale s'était fixée pour objectif. Du mois de janvier au mois de septembre, il s'est chiffré à 5,3% et a donc correspondu à peu près à cet objectif.

Tandis que le taux moyen d'accroissement en un an du numéraire en circulation a suivi au troisième trimestre une évolution semblable à celle des trimestres précédents et s'est inscrit à 5,2%, celui des dépôts à vue a continué de descendre pour se chiffrer à 2,6%, contre 4% au deuxième trimestre. Ce taux, qui s'élevait encore à 11,8% au mois de février, a baissé de façon continue, atteignant 1,5% au mois de juillet. Il est remonté à 3,8% au mois de septembre, car les taux d'intérêt des dépôts à terme sont descendus, au second semestre, ce qui a provoqué la transformation de dépôts à terme en dépôts à vue.

L'accroissement de la base monétaire et celui de la base monétaire nette (les crédits de refinancement ont été déduits) s'est accéléré sensiblement au troisième trimestre. Le taux d'augmentation de la base monétaire en un an a passé de 0,1% au mois de juin à 2,8% au mois de septembre, alors que la diminution de 6,2% de la base monétaire nette enregistrée au mois de juin s'est transformée en un accroissement de 12,5% au mois de septembre.

L'évolution frappante de la base monétaire nette ne provenait pas d'un changement fondamental de politique monétaire, mais résultait d'un effet statistique dû à une modification de la politique de refinancement. Tandis que les crédits de refinancement accordés par la Banque nationale s'étaient accrus considérablement au troisième trimestre de 1976, en raison surtout de swaps dollars contre francs, ils ont pris peu d'ampleur durant la période correspondante de cette année. Par conséquent, les taux d'augmentation en un an de la base monétaire nette sont montés fortement, sans que l'institut d'émission ait modifié les principes de sa politique.

Pendant la période examinée, le marché monétaire a disposé de liquidités suffisantes. La Banque nationale s'est efforcée de modérer l'évolution parfois agitée du franc suisse, en intervenant sur le marché des changes au comptant. Passagèrement, ses achats de dollars ont donc dépassé de façon très nette les ventes effectuées lorsque des banques requéraient son autorisation d'exporter des capitaux. Les disponibilités que le marché a acquises de la sorte ont été résorbées par la conclusion de swaps francs contre dollars et par l'émission de réscriptions de stérilisation. Le taux applicable aux dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc, qui reflète assez bien la situation du marché monétaire, est descendu passagèrement au-dessous de 2%, au mois d'octobre et au début du mois de novembre, après qu'il fut monté à 2¾% au mois de septembre. Les 13 et 21 octobre, les grandes banques ont modifié les taux applicables aux dépôts à terme. En deux étapes, elles les ont abaissés respectivement de ½%, de ¾% et de ½%, pour les fonds d'une durée de 3 à 5 mois, de 6 à 11 mois et de un an, et ont fixé ces taux à 1¾%, à 2% et à 2½%.

Durant les trois premières semaines du mois de septembre, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale ont excédé légèrement 6 milliards de francs, et les taux applicables aux

dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc ont passé de 2% à 2¾%. Les disponibilités qu'ont procurées au marché monétaire les interventions sur le marché des changes ont été résorbées systématiquement par des swaps francs contre dollars d'une durée de 7 à 90 jours. Les banques ont pu faire face sans difficulté à l'échéance du mois de septembre, qui comptent parmi les plus importantes de l'année. En effet, l'institut d'émission a effectué des interventions massives sur le marché des changes pendant la dernière semaine du mois. D'autre part, il a dénoué des swaps francs contre dollars. A la fin du mois, les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 10,4 milliards de francs. Sur cette somme, 1,1 milliard provenait de swaps destinés au financement de l'échéance. Par ailleurs, les banques se sont procuré 1,6 milliard de francs en recourant à l'escompte et aux avances sur nantissement, ainsi que 0,8 milliard en mettant en pension des réscriptions de stérilisation. Au total, l'aide de la Banque nationale a atteint 3,6 milliards de francs. De plus, le dénouement de swaps francs contre dollars s'est chiffré à 0,6 milliard de francs. Au cours de la première moitié du mois d'octobre, les banques ont remboursé aisément l'aide accordée. Des interventions parfois massives sur le marché des changes ont entraîné la création de disponibilités bancaires, qu'ont accrue la diminution des billets en circulation et le fléchissement des avoirs à vue de la Confédération à la Banque nationale. Les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 7 milliards de francs à la mi-octobre, malgré la conclusion de nouveaux swaps francs contre dollars. L'approvisionnement considérable en disponibilités a provoqué une baisse rapide du taux d'intérêt relatif aux dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc, qui a passé de 2½% à la fin du mois de septembre à 2% à la mi-octobre, et une réduction en deux étapes, au mois d'octobre, des taux que les grandes banques appliquent aux dépôts à terme.

Au mois d'octobre, les opérations de fin de mois se sont déroulées facilement, bien que l'augmentation des billets en circulation et celle des autres avoirs à vue aient privé le marché de 1,2 milliard de francs durant la dernière semaine du mois. Le dénouement de swaps francs contre dollars et l'octroi d'une aide financière se montant à 1,1 milliard de francs ont plus que compensé la résorption de disponibilités. A la fin du mois, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à l'institut d'émission se sont chiffrés à 7,5 milliards de francs.

Durant la première moitié du mois de novembre, le remboursement de l'aide à court terme et les cessions de dollars qu'ont entraînées des exportations de capitaux soumises à autorisation ont réduit les disponibilités du marché. Afin de normaliser la liquidité du système bancaire que les interventions sur le marché des changes avaient accrue aux mois de septembre et d'octobre, la Banque nationale a placé dans les banques des réscriptions de stérilisation dont le montant se chiffrait à 800 millions de francs et dont la rémunération était inférieure au taux du marché. La libération de ces titres a eu lieu le 17 novembre.

Au cours de la seconde moitié du mois de novembre, les interventions sur le marché des changes se sont accélérées en raison de la nouvelle baisse du dollar, de sorte que les achats de devises effectués par la Banque nationale ont dépassé les ventes réalisées lors d'exportations de capitaux. En outre, l'institut d'émission a conclu avec les banques, pour la fin du mois, des swaps à court terme dollars contre francs se montant à 300 millions de dollars. Durant la seconde quinzaine du mois, les billets en circulation ont augmenté de 1 106 millions de francs et les autres avoirs en comptes de virements, qui comprennent notamment les fonds de l'administration fédérale, se sont accrus de 736 millions de francs. En fin de mois, les banques ont recouru à l'escompte et aux avances sur nantissement pour un montant de 1,3 milliard de francs. Ainsi, les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont chiffrés à 7,2 milliards de francs.

Pendant la période examinée, le cours du franc est monté de façon très nette. Il n'est demeuré relativement stable que par rapport au yen, soumis aussi à de fortes poussées. Les restrictions que la Banque nationale a appliquées aux opérations de change à terme à partir du 27 septembre ont eu un effet passager seulement. Selon les dispositions prises la veille, les ventes de francs suisses à des étrangers dont le terme est inférieur à un mois sont interdites jusqu'à nouvel avis. Le volume des ventes à plus long terme reste limité à 40% de l'état à la fin du mois d'octobre 1974. Le terme le plus court est porté de dix jours à un mois.

Au début du mois de septembre, le cours du dollar par rapport au franc s'est inscrit à 2,40, et celui du mark allemand, à 103. Le cours du dollar est descendu à 2,16 à la fin de la période examinée, et celui du mark, à 97. La livre a passé de 4,18 au début du mois de septembre à 3,97 à la fin du mois d'octobre, est remontée à 4,13 lorsque la Banque d'Angleterre a suspendu ses achats de dollars, au début du mois de novembre, puis est descendue à 3,92 à la fin du mois de novembre.

En moyenne pondérée, le cours du franc par rapport aux monnaies des 15 pays dans lesquels la Suisse exporte le plus est monté de 8,3% de la fin du mois d'août à la fin du mois de novembre. En un an, il s'est élevé de 10,9%.

La convention que la Banque nationale et les banques suisses ont conclue le 18 avril 1975 en vue d'atténuer les difficultés de trésorerie de certaines industries d'exportation a été prorogée de six mois, soit jusqu'à la fin du mois d'avril 1978.

Après un examen minutieux, la Banque nationale ainsi que les industries de l'horlogerie, des textiles et de l'habillement ont prorogé une dernière fois de six mois leur convention relative à des opérations de change à terme. Cet accord permet aux entreprises concernées de réduire leurs risques de change en concluant avec la Banque nationale, à des conditions plus avantageuses que celles du marché, des opérations à terme en dollars et en marks.

Sur le marché des capitaux, la demande d'obligations a dépassé l'offre la plupart du temps, de sorte que le rendement des titres a baissé nettement. Le rendement moyen des obligations fédérales dont la durée restante varie entre cinq et douze ans est descendu de 4,09% à la fin du mois d'août à 3,87% à la fin du mois de novembre. Lors de l'émission d'emprunts suisses et étrangers, la demande a excédé généralement l'offre de façon sensible, si bien que les taux ont pu être réduits. La liste des emprunts remboursés par anticipation s'est allongée continuellement. Le programme des émissions étant de surcroît relativement modeste, le recours net au marché a été assez faible. En outre, la baisse des taux sur le marché monétaire a amélioré le climat du marché financier.

Au mois de septembre, les émetteurs suisses de premier ordre ont lancé leurs emprunts à 4¼%, et les émetteurs étrangers, à 5%. Après que les compagnies d'électricité eurent profité de l'évolution favorable du marché au mois de septembre pour abaisser leurs taux de ¼% et les fixer à 4¼%, les cantons et les banques cantonales, ainsi que les centrales nucléaires et les débiteurs étrangers de premier ordre ont procédé à une réduction analogue au mois d'octobre.

Une nouvelle baisse de taux a eu lieu au mois de novembre, si bien que les cantons, les grandes villes et les compagnies d'électricité ont tous émis à 4%. Comme les centrales nucléaires et les émetteurs étrangers n'ont plus offert que 4½%, les taux fixés par des débiteurs de qualités très diverses se sont concentrés entre 4 et 4½%. Au début du mois de novembre, le rendement moyen des obligations fédérales a atteint son niveau le plus bas de l'année, soit 3,83%. Toutefois, il est remonté à 3,91% après que la Banque nationale eut résorbé des disponibilités en plaçant des rescriptions de stérilisation dans des banques. Avant la cotation en bourse, le cours des emprunts 4% émis par des débiteurs suisses de premier ordre a dépassé le pair, de sorte que le prix d'émission a pu être fixé à 101%. A la fin du mois de novembre, le canton de Zurich a lancé un emprunt 3¼% d'une durée de 12 ans, au prix d'émission de 99%. L'emprunt était destiné à des conversions.

En raison de l'excédent important qu'avait la demande sur le marché des obligations, la Banque nationale a approvisionné temporairement ce marché en cédant des obligations de son portefeuille. Durant la période examinée, la diminution de ses titres s'est inscrite à 39,1 millions de francs.

Aux mois de septembre et d'octobre, la baisse des taux d'intérêt sur le marché des obligations n'a pas eu d'effets sur les taux débiteurs et créanciers des banques. Les grandes banques et les banques cantonales n'ont pas modifié les taux applicables aux obligations de caisse, qui sont restés de 3½% pour les titres d'une durée de 3 à 4 ans, de 3¼% pour les titres d'une durée de 5 à 6 ans et de 4% pour les titres d'une durée de 7 à 8 ans. Le taux relatif aux carnets d'épargne demeurant à 3%, les établissements de crédit ont baissé à 5% le taux appli-

cable aux hypothèques de premier rang sur habitations. Comme le rendement des emprunts suisses de premier ordre est descendu au-dessous de 4%, la concurrence a augmenté fortement sur le marché hypothécaire, car les rendements relativement avantageux atteints sur ce marché ont attiré des fonds importants de banques et d'investisseurs institutionnels. Bien que les banques n'aient pas modifié les conditions de leurs placements hypothécaires, d'autres investisseurs ont offert des crédits hypothécaires de premier rang au-dessous de 5%.

Pour le quatrième trimestre, la commission désignée en vertu de l'arrêté fédéral sur la politique du marché de l'argent et du crédit a admis tous les emprunts annoncés, sans en réduire le montant. Le prélèvement d'argent frais se monte à 1,4 milliard de francs, contre 1,6 milliard un an auparavant. Les conversions s'inscrivant à 350 millions de francs, le programme atteint 1,75 milliard de francs au total.

Pour la période comprenant les mois de septembre et d'octobre, ainsi que pour la période allant du mois de novembre au mois de décembre, la Banque nationale a fixé à 580 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».

Dans le cadre de ses mesures qui régissent les exportations de capitaux soumises à autorisation, la Banque nationale a modifié les dispositions relatives à l'émission de «notes». Ces changements, qui sont entrés en vigueur le 14 novembre, concernent surtout les modalités de remboursement; lors de nouvelles émissions, les clauses prévoyant un remboursement anticipé sont interdites. Surtout dans une période de troubles monétaires et de hausse prononcée du franc suisse, les remboursements anticipés ont tendance à s'accumuler, de sorte que la demande de francs suisses s'accélère.

D'autre part, la Banque nationale s'est déclarée disposée à autoriser des achats anticipés de francs suisses dont le terme n'excède pas trois mois et qui sont nécessaires au remboursement d'exportations de capitaux soumises à autorisation, même s'il en résulte un dépassement du plafond fixé aux banques pour leurs ventes à terme à des étrangers.

Les crédits accordés en Suisse par 71 banques qui communiquent des données mensuelles ont augmenté de 1,3 milliard de francs au troisième trimestre, contre 1,7 milliard durant la période correspondante de 1976, pour s'inscrire à 133 milliards de francs. Le taux de l'accroissement en un an a passé de 10% au mois de juin à 9,6% au mois de septembre. Le fléchissement est dû surtout au fait que les effets de change ont diminué de 196 millions de francs au cours de la période examinée, contre 29,2 millions un an auparavant, et que les placements hypothécaires se sont accrus de 1147,6 millions

seulement, contre 1340 millions au troisième trimestre de 1976. En revanche, les avoirs en comptes débiteurs ont progressé de 388,8 millions de francs, contre 295 millions un an auparavant. Quant aux crédits accordés à des collectivités de droit public, ils ont augmenté de 48,9 millions de francs au troisième trimestre et de 49,3 millions durant la période correspondante de l'an passé.

Sur l'ensemble des crédits supplémentaires accordés au troisième trimestre, 52,6% ou 704,1 millions de francs ont été octroyés par les banques cantonales, 42,6% ou 570,7 millions, par les grandes banques, et 4,8% ou 64,5 millions, par les banques régionales et caisses d'épargne. Bien que la contribution des banques cantonales à l'accroissement ait été la plus importante, l'augmentation en un an de leurs crédits en Suisse a passé de 6,6% au mois de juin à 6,3% au mois de septembre. Le taux correspondant est descendu de 16,7% à 12,6% dans les grandes banques, alors qu'il est resté de 3,7% dans les banques régionales et caisses d'épargne. Aussi bien dans les banques cantonales que dans les grandes banques, la part la plus grande à l'accroissement au troisième trimestre a été celle des placements hypothécaires. Elle s'est chiffrée respectivement à 547,2 et à 506 millions de francs.

Les promesses de crédit faites par 163 banques se sont inscrites à 6,2 milliards de francs au troisième trimestre, contre 6,1 milliards au trimestre précédent et 6,2 milliards au troisième trimestre de 1976. Les promesses faites à des personnes domiciliées en Suisse se sont chiffrées à 5,2 milliards de francs, contre 4,6 milliards au troisième trimestre de 1976, et les promesses faites à des personnes domiciliées à l'étranger, à 1 milliard de francs, contre 1,6 milliard un an auparavant. Durant les neuf premiers mois de l'année, les promesses faites à des personnes domiciliées en Suisse ont atteint 14,4 milliards de francs, contre 14,2 milliards pendant la période correspondante de 1976. Par contre, les promesses faites à des personnes domiciliées à l'étranger ont passé de 4,8 milliards de francs en 1976 à 3,5 milliards cette année.

Par rapport au trimestre précédent, les afflux de fonds de tiers à moyen terme dans 71 banques qui communiquent des données mensuelles se sont accélérés fortement au troisième trimestre. Toutefois, ils sont restés de loin inférieurs aux résultats atteints au premier trimestre. L'augmentation s'est chiffrée à 1,2 milliard de francs, contre 2,8 milliards au troisième trimestre de 1976, 0,1 milliard au deuxième trimestre de 1977 et 3,1 milliards au trimestre précédent. Comme au deuxième trimestre, les dépôts d'épargne ont progressé de 0,5 milliard de francs, alors que l'augmentation des livrets et carnets de dépôts a passé de 0,1 à 0,5 milliard de francs. L'émission d'obligations de caisse, qui avait diminué de 0,5 milliard de francs au deuxième trimestre, a augmenté de 0,2 milliard au trimestre suivant. Au cours des neuf premiers mois de l'année, les afflux de fonds de tiers se sont chiffrés à 4,4 milliards de francs, contre 7,8 milliards durant la période correspondante de 1976.