

Rapport

sur la situation économique et monétaire,
achevé le 23 novembre et remis au Conseil de banque de la
Banque nationale suisse pour sa séance du 15 décembre 1978

Tendances conjoncturelles internationales

Au cours du troisième trimestre, les différences observées au trimestre précédent dans la conjoncture des principaux pays industrialisés se sont atténuées. Tout en restant vigoureuse, la croissance économique s'est affaiblie légèrement aux Etats-Unis. Grâce à l'accélération de ses échanges avec l'étranger, le Japon a pu surmonter le fléchissement enregistré au trimestre précédent. Dans les pays d'Europe les plus importants, la situation s'est stabilisée. En République fédérale d'Allemagne, une reprise s'est produite. Les entrées de commandes d'origine intérieure ont augmenté particulièrement et le taux de chômage s'est réduit de manière sensible. Au Royaume-Uni et en France, la consommation des ménages et les exportations ont continué d'être les facteurs les plus positifs de l'activité économique. En Italie finalement, l'amélioration de la conjoncture s'est limitée à certains secteurs des échanges avec l'étranger.

Dans les Etats membres de l'OCDE, le produit national brut réel semble s'accroître à un rythme annuel de 3,5 à 4% au second semestre. Dépassant quelque peu 4%, les Etats-Unis et le Japon atteindront vraisemblablement, parmi les principaux pays, le taux de croissance le plus élevé, alors que le Royaume-Uni et la France enregistreront le taux le plus bas, légèrement inférieur à 3%. Dans les autres Etats membres, la croissance semble s'accélérer sensiblement; toutefois, l'activité économique avait été plus faible au premier semestre.

Parmi les divers éléments de la demande, la consommation privée a augmenté de manière persistante. L'investissement privé s'est accéléré quelque peu, tandis que l'évolution des finances publiques a différé d'un pays à l'autre et que les échanges avec l'étranger n'ont guère contribué à l'expansion.

Depuis le début de l'année, l'emploi augmente relativement vite dans les pays membres de l'OCDE. Cette évolution est très nette en Amérique du Nord, mais on l'observe également au Japon. Il faut souligner qu'elle n'est pas due à la conjoncture dans l'industrie.

L'offre de main-d'œuvre s'étant accrue aussi rapidement que la demande, l'augmentation de l'emploi n'a pas réduit le chômage. Au troisième trimestre, le nombre de chômeurs dans les pays membres de l'OCDE s'est inscrit à environ 16 millions, comme au début de l'année.

L'abondance de main-d'œuvre dans la plupart des pays industrialisés, ainsi que l'élaboration ou l'exécution d'une politique des revenus dans différents Etats ont tempéré sensiblement la hausse des salaires et des traitements nominaux en 1978. En raison surtout de la baisse du dollar et des bonnes récoltes, les prix de gros sont peu montés au troisième trimestre, contrairement aux prévisions. Cependant, la hausse des prix à la consommation est restée importante. A la fin du mois de septembre, le renchérissement en un an s'est inscrit à 7,4% dans les Etats membres des Communautés européennes et à 8,1% dans ceux de l'OCDE.

L'évolution du commerce international demeure assez régulière. Comme en 1977, les exportations augmentent à un rythme légèrement supérieur à 5%. L'accroissement des importations, qui a correspondu au premier semestre à celui des exportations, semble atteindre un rythme annuel de 7% au second semestre. Cette accélération est due au fait que les importations de pétrole, en particulier celles des Etats-Unis, ont augmenté fortement.

Pour 1979, il faut s'attendre à un ralentissement minime de la croissance économique dans les pays membres de l'OCDE. Le taux moyen d'expansion devrait passer de 4% cette année à environ 3,5% en 1979. Parmi les principaux pays industrialisés, les Etats-Unis, le Japon et le Royaume-Uni prévoient un fléchissement, tandis que la République fédérale d'Allemagne, la France et l'Italie s'attendent à une accélération, comme d'ailleurs la plupart des petits Etats.

Parvenues à la conclusion qu'une poursuite de l'évolution récente des prix et des changes serait préjudiciable à l'avenir économique des Etats-Unis, les autorités américaines ont décidé de mener une politique conjoncturelle restrictive: elles ont adopté le programme antiinflationniste du 24 octobre et le train de mesures du 1er novembre, destiné à soutenir le cours du dollar. Si les dispositions prises ont pour conséquence, en accentuant la hausse des taux d'intérêt, d'entraver passagèrement les investissements, elles peuvent d'autre part réduire fortement le taux d'inflation.

En République fédérale d'Allemagne, les mesures prises cet été porteront leurs fruits l'an prochain, de sorte que la croissance réelle du produit national brut devrait passer de 3 à 4% d'une année à l'autre. Le Japon, enfin, enregistrera sans doute, en 1979 également, la croissance

la plus forte des pays industrialisés, qui devrait s'inscrire entre 5 et 6%. Contrairement à celle des années antérieures, cette évolution ne résultera pas des exportations, mais proviendra de la demande intérieure.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En République fédérale d'Allemagne, la conjoncture s'est améliorée sensiblement au troisième trimestre. Par rapport au trimestre précédent, la production de l'industrie et du bâtiment a augmenté de 2,6%. Les entrées de commandes se sont accrues encore davantage; celles de l'étranger ont progressé de 3,6%, et celles d'origine intérieure, de 4,3%.

Après une accélération au deuxième trimestre, le commerce extérieur s'est ralenti nettement. Du deuxième au troisième trimestre, les exportations ont diminué de 5,4%, et les importations, de 5,2%. Durant les neuf premiers mois de l'année, l'excédent de la balance commerciale s'est inscrit à 28,5 milliards de marks, contre 26,3 milliards pendant la période correspondante de 1977, alors que le surplus de la balance des revenus a augmenté de 6,45 milliards pour se chiffrer à 6,6 milliards de marks.

Sur le marché du travail, la situation a continué de s'améliorer légèrement. Comme au trimestre précédent, le nombre de chômeurs est resté constamment inférieur au niveau de la période correspondante de l'année antérieure. Du mois de juin au mois de septembre, le taux moyen de chômage s'est inscrit à 3,9%, contre 4,2% en 1977.

L'évolution des prix a continué d'être calme. La hausse en un an des prix à la consommation s'est chiffrée à 2,1% au mois d'octobre, et celle des prix des produits industriels s'est inscrite à 1,3% au mois de septembre, où les prix de gros ont baissé de 0,3% par rapport au mois correspondant de 1977.

En France, le pessimisme affiché il y a quelques mois seulement ne s'est avéré qu'en partie fondé. Aux mois de juillet et d'août, la production industrielle est restée au niveau des deux mois précédents, mais a dépassé de 1,8% celui des mois correspondants de 1977. La propension des entreprises à investir est demeurée faible, la consommation privée et, surtout, la demande extérieure restant les moteurs de l'activité économique.

Par rapport à la période correspondante de 1977, les exportations ont augmenté de 10,7% au troisième trimestre, et les importations, de 4,2% seulement. Il en est résulté une amélioration considérable de la balance commerciale. Après avoir accusé un déficit d'environ 12 milliards de francs français durant les neuf premiers mois de 1977, cette balance s'est soldée par un excédent de 1,98 milliard cette année.

Sur le marché du travail, la situation s'est détériorée sensiblement pendant l'été, et le nombre de chômeurs

au mois de septembre a atteint 1,284 million, chiffre record. A la même date, le taux de chômage s'élevait à 5,6% de la population active.

Bien que le renchérissement en un an ait passé de 9% au deuxième trimestre à 9,2% au troisième, les variations de prix ne marquent pas de tendance très nette. La hausse mensuelle des prix, qui avait atteint 1,2% au mois de juillet, s'est inscrite à 0,6% durant les deux mois suivants. Cette évolution est d'autant plus remarquable que le retour graduel à la liberté des prix s'est achevé au mois d'août.

En Italie, la conjoncture demeure incertaine. Si les conflits sont très aigus entre partenaires sociaux, l'évolution des échanges avec l'étranger est réjouissante. L'accroissement en un an de la production industrielle a passé de 0,3% au deuxième trimestre à 2,5% au troisième.

Seul le commerce extérieur s'est développé favorablement. Au troisième trimestre, l'accroissement en un an des exportations s'est inscrit à 10,5%, et celui des importations, à 15,4%. Durant les neuf premiers mois de l'année, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 276 milliards de lire, contre 1945 milliards en 1977. La balance des revenus s'est améliorée encore davantage, puisque son excédent a passé de presque 800 milliards de lire à environ 5240 milliards d'une année à l'autre.

La hausse des prix a cessé de ralentir. Au troisième trimestre, la montée en un an du coût de la vie s'est maintenue à 12,1% en moyenne, et celle des prix de gros a atteint 8,4%. Dans le domaine des salaires, le fléchissement ne semble pas non plus devoir se poursuivre au vu de l'adaptation de l'échelle mobile effectuée pour la période du mois d'août au mois d'octobre. Au mois d'août, la hausse en un an des salaires minimaux fixés dans les conventions collectives qui s'appliquent aux travailleurs de l'industrie s'est inscrite à 15,3%.

Au Royaume-Uni, l'expansion s'est poursuivie au troisième trimestre. La production de l'industrie manufacturière et, surtout, la consommation privée se sont développées favorablement. L'indice de la production dans l'industrie manufacturière est monté de 0,3% du deuxième au troisième trimestre, et de 1,1% en un an, tandis que le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est élevé, en termes réels, de 2,7% et de 6,3% respectivement.

Comme au trimestre précédent, le commerce extérieur a augmenté fortement. Compte tenu des variations saisonnières, l'accroissement nominal en un an des exportations s'est inscrit à 7,9%, et celui des importations, à 10,7%. Le déficit de la balance commerciale s'est chiffré à 269 millions de livres au troisième trimestre et à 991 millions pendant les neuf premiers mois de l'année.

Par rapport au mois correspondant de 1977, la hausse des prix de détail s'est inscrite en juin à 7,4%, niveau le plus bas enregistré depuis plusieurs années, pour se chiffrer de nouveau à 7,8% durant les trois mois suivants. En revanche, la montée des salaires s'est ralentie très

légèrement; alors que le revenu moyen des travailleurs a dépassé, au mois de juin, de 15,3% le niveau atteint un an auparavant, le taux correspondant s'est inscrit à 13,8% au mois d'août.

Sur le marché du travail, la situation ne s'est guère modifiée par rapport au trimestre précédent. Si le nombre de chômeurs, compte tenu des variations saisonnières, a été inférieur d'environ 5% au niveau de l'année précédente, le taux de chômage s'est maintenu à 5,7%.

Aux *Etats-Unis*, le produit national brut réel s'est accru à un rythme annuel de 3,4% au troisième trimestre, ce qui marque un fléchissement brusque de l'expansion par rapport au trimestre précédent. Les principaux indices montrent cependant que la conjoncture continue d'être bonne. Dans l'industrie, les entrées de commandes ont augmenté de 0,3% par rapport au deuxième trimestre, et la production s'est accrue de 1,9%. Dans le commerce de détail, le chiffre d'affaires a progressé de 2,2%.

L'amélioration de l'emploi ne s'est pas poursuivie. En moyenne, le taux de chômage s'est inscrit à 6%, comme au deuxième trimestre. Fait réjouissant, il est descendu à 5,8% au mois d'octobre. Les tendances inflationnistes se sont renforcées considérablement. Au mois de septembre, les prix à la consommation étaient supérieurs de 2% au niveau atteint trois mois auparavant. Du mois de juin au mois de septembre, le taux annuel de renchérissement s'est élevé de 7,4% à 8,3%. La hausse des prix de gros a passé de 8,1% au mois de juillet à 8,6% au mois d'octobre.

Le commerce extérieur a continué de s'accroître considérablement au troisième trimestre. Compte tenu des variations saisonnières, les exportations ont augmenté de 6,1% par rapport au trimestre précédent, et les importations, de 4,4%, de sorte que le déficit de la balance commerciale a diminué de 0,4 milliard de dollars pour s'inscrire à 6,3 milliards.

Au *Japon*, l'accalmie observée pendant les premiers mois de l'été a fait place à une activité légèrement accrue au mois d'août et, surtout, au mois de septembre. Compte tenu des variations saisonnières, l'indice de la production industrielle au mois de septembre a dépassé de 1,5% le niveau enregistré au mois de juin et de 7,3% le niveau atteint un an auparavant. Toutefois, l'emploi ne s'est guère amélioré, le nombre de chômeurs ne passant que de 1,26 million au mois de juin à 1,25 million au mois de septembre.

La balance commerciale et la balance des revenus se sont soldées au troisième trimestre par les excédents records de 7,3 et 5,1 milliards de dollars. Calculée en dollars, l'augmentation des exportations en un an s'est inscrite à 22,7%, et celle des importations, à 12,7%.

La hausse en un an des prix à la consommation s'est chiffrée à 4% au troisième trimestre, contre 4,6% au deuxième. Au mois de septembre, elle s'est inscrite à 3,7% seulement. En raison des modifications des cours

du change, la baisse des prix de gros s'est accélérée. Par rapport au même mois de l'année précédente, elle a atteint 2,5% en juillet et 4% en octobre.

Evénements monétaires internationaux

Le Comité intérimaire du Fonds monétaire international (FMI) s'est réuni le 24 septembre à Washington, avant l'Assemblée annuelle du FMI. Sur différentes questions, les délégués sont parvenus à un accord.

Selon le Comité intérimaire, le FMI devrait procéder, au cours des trois prochaines années, à des allocations de droits de tirage spéciaux (DTS), à raison de 4 milliards de DTS par an. En outre, les délégués ont proposé des mesures tendant à accroître le rôle des DTS en tant qu'instrument de réserve. La rémunération des DTS, calculée d'après la moyenne pondérée des taux à court terme en vigueur dans les cinq Etats dont la quote-part est la plus élevée, doit être portée, à cette fin, de 60% à 80% de cette moyenne pondérée. Le taux de l'intérêt versé doit atteindre 90% du taux relatif aux DTS, soit 72% de la moyenne pondérée. Le Comité intérimaire espère aussi rendre la détention de DTS plus intéressante en augmentant les possibilités d'emplois. Les directeurs du FMI présenteront prochainement un rapport à ce sujet. Par ailleurs, le FMI examinera s'il y a lieu de réduire le montant minimal de DTS que chaque Etat doit conserver au cours d'une certaine période de 30% à 15% des nouvelles allocations cumulées.

Quant à la majoration des quotes-parts, les délégués sont convenus de la fixer globalement à 50%. De plus, 11 pays en développement bénéficieront de majorations différenciées. Les directeurs du FMI ont annoncé qu'ils ne proposeraient pas de majorations générales des quotes-parts dans les années qui suivront l'augmentation décidée, à moins que des modifications importantes de la situation économique internationale et des besoins de financement ne se produisent.

Aussi bien la majoration des quotes-parts que l'allocation de DTS nécessitent l'agrément des Etats membres. Jusqu'au 11 décembre, un échange de lettres permettra de connaître l'opinion des Etats sur ces deux points. Jusqu'au 1er novembre 1980, chaque Etat devra ratifier le relèvement de sa quote-part.

A la mi-octobre, le Congrès des Etats-Unis a approuvé une contribution de 1450 millions de DTS au système de financement supplémentaire connu sous le nom de «facilité Witteveen». Ainsi, le système devrait entrer prochainement en vigueur.

Après les entretiens franco-allemands qui se sont déroulés à la mi-août à Aix-la-Chapelle, les efforts tendant à établir un système monétaire européen (SME) ont été intensifiés. Lors de leur deuxième session, qui a eu lieu le 19 septembre, les ministres des finances des Etats membres des Communautés européennes ont approuvé

la formule de compromis élaborée par la Belgique; à l'exception du Royaume-Uni, tous les Etats membres ont accepté la proposition belge. Le 16 octobre, les ministres des finances se sont réunis une troisième fois, à Luxembourg. Le délégué britannique a montré davantage de compréhension pour le rôle que d'autres Etats voulaient attribuer à l'ECU, unité de compte formée par l'addition des monnaies des Etats participants, affectées d'un certain coefficient.

Après la session de Luxembourg, la majorité des Etats membres se sont prononcés pour un système combinant une grille de parités et des indicateurs de divergence. Chaque monnaie se définirait par rapport à l'ECU. Ainsi, on pourrait calculer la parité d'une monnaie par rapport à une autre, et le cours à partir duquel les interventions par rapport à la monnaie de l'autre Etat s'imposent. Par ailleurs, lorsque le cours d'une monnaie par rapport à l'ECU s'écarterait par trop de sa définition, cette divergence pourrait servir de signal d'alarme indiquant que des interventions sur le marché des changes sont peut-être nécessaires.

Les opinions diffèrent à propos des indicateurs de divergence. Certains Etats refusent toute intervention anticipée de caractère automatique; ils ne sont disposés qu'à entamer des consultations sur les problèmes à résoudre et sur les mesures à prendre. Selon le point de vue opposé, les Etats s'engagent à intervenir automatiquement lorsque l'indicateur de divergence marque un certain écart. Selon un troisième avis, un écart déterminé obligerait la banque centrale du pays concerné à intervenir sur le marché des changes, ou le gouvernement à se justifier.

En ce qui concerne le mécanisme de crédit, il a été décidé de n'instituer le fonds monétaire prévu à la session de Brême qu'après une période probatoire de deux ans.

Lors de la réunion qu'ils ont tenue le 20 novembre, les ministres des finances des Etats membres des Communautés européennes ont examiné le projet de SME en détail et se sont mis d'accord sur de nombreux points. Ils ont confirmé que le système serait axé sur l'ECU. Toutefois, le rôle de l'indicateur de divergence n'est pas encore défini clairement. Le Fonds européen de coopération monétaire et les banques centrales doivent conclure un accord de swap, précurseur d'un Fonds monétaire des Communautés européennes. Les crédits des Communautés destinés aux interventions sur le marché des changes seront portés à 25 milliards d'ECUS. Quant aux Etats qui ont des relations économiques étroites avec les Communautés, ils pourront participer au SME. Lors de leur réunion des 4 et 5 décembre, les chefs d'Etats et de gouvernements des Communautés européennes prendront des décisions définitives au sujet du SME.

Au début de la période examinée, la baisse du cours du dollar a continué d'exercer une influence prépondérante sur le marché des changes. Outre l'évolution du

dollar par rapport aux autres monnaies des pays industrialisés, celle du mark par rapport au franc suisse a retenu particulièrement l'attention des observateurs.

De la mi-août à la mi-septembre, le marché des changes a été relativement calme. En général, le cours du dollar par rapport aux principales autres monnaies est resté stable. Passagèrement, il est monté quelque peu durant la dernière semaine du mois d'août.

A partir de la mi-septembre, il est descendu de nouveau, en particulier par rapport au franc suisse et aux monnaies du serpent monétaire. Du 15 au 26 septembre, soit en huit journées boursières, le cours du dollar par rapport au franc suisse a baissé de 9,3% pour atteindre le niveau minimal de 1,4510. Après que la Banque nationale suisse eut annoncé et mis en vigueur, le 1er octobre, différentes mesures monétaires, le cours du dollar par rapport au franc suisse s'est fixé à un niveau comparable à celui de la mi-septembre. Par rapport aux autres monnaies, la baisse du dollar a continué. Le raffermissement par rapport au franc suisse n'a duré qu'une semaine. Dès le 12 octobre, le cours est descendu au-dessous du niveau atteint à la fin du mois de septembre, avant l'annonce des dispositions prises par la Banque nationale. Vers la fin du mois d'octobre, la baisse générale du dollar s'est accentuée, car les mesures que le gouvernement des Etats-Unis a adoptées le 24 octobre pour combattre l'inflation ont été jugées trop faibles. Du 24 au 31 octobre, le cours du dollar est descendu de 3,8% par rapport au franc suisse, de 5% par rapport au mark, de 2,9% par rapport au yen et, fait significatif, de 2,9% par rapport à la lire. Le 31 octobre, il a atteint un niveau minimal par rapport aux monnaies des autres pays industrialisés, à l'exception du franc suisse. Par rapport à notre monnaie, il s'est inscrit à 1,4735, contre 1,4510 le 26 septembre.

Le 1er novembre, le gouvernement des Etats-Unis a annoncé d'importantes mesures destinées à raffermir le dollar. L'extension des limites de swaps fixées avec les banques centrales de la République fédérale d'Allemagne, du Japon et de la Suisse, la vente de DTS à ces pays, des tirages sur le FMI, ainsi que l'émission de bons du Trésor libellés en marks, en yens et en francs suisses procureront aux autorités américaines des fonds atteignant la contre-valeur de 30 milliards de dollars, qui leur permettront d'intervenir davantage sur les marchés des changes pour soutenir le cours de leur monnaie. En outre, le taux de l'escompte a été majoré de 1% et porté à 9½%, alors que les taux des réserves minimales sur certains dépôts à terme étaient haussés de 2%. De plus, les autorités américaines ont augmenté leurs ventes d'or à partir du mois de novembre.

Les mesures prises le 1er novembre ont modifié les anticipations du marché, si importantes pour l'évolution des cours du change. Depuis lors, le dollar s'est raffermi sensiblement par rapport à toutes les monnaies des pays industrialisés. S'il a baissé légèrement durant la deuxième semaine du mois de novembre, un changement de tendance s'est produit dès le 9 novembre et le cours s'est remis à monter. De la fin du mois d'octobre au 17 novem-

bre, la hausse s'est inscrite à 13,8% par rapport au franc suisse, à 9,1% par rapport au mark et à 8,9% par rapport au yen.

Jusqu'au début du mois d'octobre, le cours du yen n'est guère monté par rapport au dollar. Après que le mark eut été réévalué par rapport aux autres monnaies du serpent, le cours du yen s'est élevé de nouveau. A la fin du mois d'octobre, la hausse de cette monnaie par rapport au dollar s'est chiffrée à 5,2%. En s'inscrivant à 177 yens par dollar, la monnaie japonaise a atteint son niveau maximal.

Au début du mois d'octobre, de fortes poussées sur le mark se sont exercées dans le serpent monétaire. Durant la première quinzaine du mois, la Banque fédérale d'Allemagne a dû acheter des devises de ses partenaires pour la contrevaletur de 6,3 milliards de marks. Le 16 octobre, le mark a été réévalué de 2% par rapport aux monnaies du Benelux et de 4% par rapport à celles des pays scandinaves. Comme les achats de devises ont entraîné la mise en circulation d'environ 13,5 milliards de marks depuis la fin du mois de juillet, le Conseil de banque a majoré de 9%, à partir du 1er novembre, le taux des réserves minimales sur les engagements envers les résidents et les non résidents. Le but de ces dispositions était de retirer du marché environ 4 milliards de marks.

A plusieurs reprises et malgré des interventions massives, les monnaies du Benelux et des Etats scandinaves ont atteint, au début du mois d'octobre, la limite de leur marge de fluctuation dans le serpent. Outre la Banque fédérale d'Allemagne, les banques centrales de Belgique et des Pays-Bas surtout sont intervenues sur le marché des changes. La Banque nationale de Belgique avait tenté tout d'abord d'arrêter l'exportation de fonds en prenant différentes mesures. Ainsi, elle avait porté de 6 à 8½% le taux des avances sur nantissement et le taux applicable à une partie du réescompte. De plus, elles avaient réduit directement les disponibilités bancaires. Par ses interventions, la Belgique a perdu plus de la moitié de ses réserves de change.

Le prix de l'or exprimé en dollars s'est adapté assez exactement aux variations des monnaies fortes par rapport au dollar. De la mi-septembre à la fin du mois d'octobre, il est monté de 16,2%. La hausse a été particulièrement forte à la fin du mois d'octobre, puisqu'elle s'est inscrite à 8% au cours de six journées boursières seulement. A Zurich, le prix de l'or a atteint le 31 octobre le niveau record de 244 dollars l'onçe. Dès que le cours du dollar se fut raffermi, au mois de novembre, le prix de l'or a baissé. Du 1er au 17 novembre, il est descendu de 19%. La hausse du dollar s'est donc répercutée beaucoup plus fortement sur le prix de l'or que sur le cours des devises. Pour la première fois depuis la fin du mois d'août, le prix de l'or a été inférieur à 200 dollars l'onçe.

Evolution de la conjoncture en Suisse

Les données disponibles montrent que l'essor observé au deuxième trimestre s'est ralenti au troisième. Les taux de l'accroissement réel en un an des exportations et des importations ont été nettement inférieurs à ceux du deuxième trimestre. La consommation privée a diminué légèrement. En raison de la hausse du franc qui s'est produite au mois de septembre, les perspectives des entreprises sont devenues encore plus incertaines que par le passé. L'accroissement des importations réelles s'est accéléré quelque peu vers la fin du trimestre et sensiblement au mois d'octobre, alors que les exportations réelles ont augmenté à peu près au même rythme au troisième trimestre et en octobre.

La demande intérieure a diminué quelque peu: le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a été inférieur de 1,9% au niveau enregistré au troisième trimestre de 1977. Si les achats de biens non durables de consommation ont augmenté légèrement, ceux d'appareils de radio et de télévision, ainsi que de meubles ont décliné de manière sensible. Comme au deuxième trimestre, la demande d'automobiles s'est accélérée nettement. En un an, les importations réelles de biens de consommation se sont accrues de 2,3% au troisième trimestre et de 14% au mois d'octobre.

Par rapport à la période correspondante de 1977, l'augmentation réelle des importations a fléchi au troisième trimestre; se chiffrant à 4,9%, elle a été la plus faible depuis le premier trimestre de 1976. L'accroissement des biens de consommation a été inférieur à celui des importations globales. L'augmentation en un an des matières premières et produits semi-ouvrés, et celle des biens d'équipement, qui se sont inscrites respectivement à 6,2 et à 13,9%, se sont ralenties par rapport aux taux correspondants du deuxième trimestre. Le fléchissement est dû aux perspectives de ventes incertaines que les entreprises ont dans l'avenir immédiat. En atteignant respectivement 18,9 et 21,4%, l'accroissement dans les secteurs de l'équipement électrique et des parties de montres, ainsi que dans celui des appareils de mécanique de précision ont dépassé la moyenne. Déduction faite de la position tarifaire relative aux aéronefs, soumise comme au trimestre précédent à des facteurs particuliers, les importations nominales ont diminué de 9,5% au troisième trimestre et de 5,5% au mois d'octobre, par rapport à la période correspondante de 1977.

Les chiffres publiés par la Direction générale des douanes montrent que l'augmentation des exportations s'est ralentie fortement au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, l'accroissement réel s'est inscrit à 4,3%. Le taux enregistré par l'industrie chimique a été supérieur à la moyenne, alors que les exportations de l'industrie des machines ont décliné d'une année à l'autre. Selon les indications de la Société Suisse des Constructeurs de Machines, les commandes en portefeuille ont correspondu en moyenne, au troisième trimestre, au niveau minimal de sept mois de travail. Si la situation a différé sensiblement d'une branche à l'autre,

toutes les industries ont subi une diminution ou une stagnation de leurs réserves de travail à un bas niveau. Les exportations de textiles et de produits alimentaires ont dépassé à peine le volume atteint au troisième trimestre de 1977. Au mois d'octobre, les exportations réelles globales ont excédé de 3,2% le niveau enregistré un an auparavant.

Les indices des valeurs moyennes à l'importation et à l'exportation sont descendus au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1977, la baisse de l'indice relatif aux exportations s'est inscrite à 4%, et celle de l'indice relatif aux importations, à 11,8%.

Après avoir accusé un déficit de 838 millions de francs au premier semestre, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de 6 millions de francs au troisième trimestre.

Par rapport à la période correspondante de 1977, le nombre de nuitées dans les hôtels et les établissements de cure a diminué de 4,3% du mois de mai au mois de septembre; la clientèle suisse a augmenté de 4,8% et la clientèle étrangère a décliné de 7,3%.

La situation au troisième trimestre a évolué favorablement dans l'industrie de la construction, mais le niveau de l'activité est resté assez modeste. Le montant des promesses de crédits à la construction faites par 59 banques et le nombre de constructions autorisées dans le secteur du logement montrent que la diminution des logements achevés dans 92 villes est passagère. Par rapport à la période correspondante de 1977, les promesses de crédits à la construction ont augmenté de 39,2%. Du mois d'avril au mois de juin, l'indice de la production industrielle s'est élevé de 3%.

Le nombre de chômeurs complets que les offices du travail ont enregistré est monté au troisième trimestre. A la fin du mois d'octobre, il s'est inscrit à 9265, ou à 0,3% de la population active.

Au troisième trimestre, le nombre de places vacantes enregistrées a correspondu à peu près à celui des chômeurs. A la fin du mois d'octobre, il a atteint 9062, niveau record. D'après l'enquête conjoncturelle qu'a menée l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ au troisième trimestre, les entreprises ont réduits leurs effectifs, en particulier leur main-d'œuvre étrangère, car l'utilisation de l'appareil de production a diminué. L'emploi dans l'industrie, dans le secteur de la construction et dans celui des services a décliné de 0,2% par rapport au deuxième trimestre, mais a augmenté de 1,1% en un an. Le nombre de chômeurs partiels s'est accru. Il a atteint 12 538 personnes à la fin du mois d'octobre, contre 7091 un mois auparavant.

L'évolution des prix est restée calme. Au troisième trimestre, la hausse en un an des prix à la consommation s'est chiffrée à 1% en moyenne. Au mois d'octobre, elle s'est inscrite à 0,4%; ce taux de renchérissement en un an a été le plus bas que l'on ait enregistré depuis le mois

de janvier 1960. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, l'indice des prix de gros est descendu de 3,9% au troisième trimestre. Comme au premier semestre, la baisse était due aux prix des produits importés, qui sont descendus de 9,4% en un an. Au mois d'octobre, la baisse a continué et s'est inscrite à 4% par rapport à la période correspondante de 1977; les prix des produits suisses sont descendus de 1,8%, et ceux des produits importés, de 9,2%.

Evolution des marchés monétaire et financier

En passant de 16,9% au deuxième trimestre à 16,8% au troisième, 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 national, est resté pratiquement stable. Après s'être inscrit à 15,9% à la fin du mois de juin, il s'est chiffré à 13,8% au mois de juillet et à 18,6% au mois de septembre. Tandis que le numéraire en circulation a augmenté de 5,4% au troisième trimestre par rapport à la période correspondante de 1977, les dépôts à vue se sont accrus de 23,1%. Durant les neuf premiers mois de 1978, l'expansion moyenne en un an de la masse monétaire M_1 s'est inscrite à 15%. L'augmentation de la base monétaire ajustée, dont la Banque nationale contrôle directement le volume et qui comprend les moyens de paiement créés par l'institut d'émission, déduction faite des crédits de refinancement, a continué de se ralentir légèrement au troisième trimestre. Du mois de janvier au mois de septembre, l'accroissement de la base monétaire nette par rapport à la période correspondante de 1977 s'est inscrit à 11,3% en moyenne.

Durant la période examinée, qui allait du mois de septembre au mois de novembre, la Banque nationale a décidé d'approvisionner le marché monétaire très abondamment, en raison de l'évolution des changes. Pendant la première semaine du mois de septembre, les swaps dollars contre francs que l'institut d'émission avait conclus avec les banques au début du mois d'août, et qui se chiffrèrent à 259 milliards de francs, sont arrivés à échéance, et ont entraîné une diminution des réserves de devises de la Banque nationale. Par ailleurs, les ventes de dollars effectuées par l'institut d'émission dans le cadre de la conversion obligatoire des exportations de capitaux soumises à autorisation ont compensé le montant des interventions sur le marché des changes. Le remboursement des crédits accordés par la Banque nationale à la fin du mois d'août a entraîné aussi un prélèvement de disponibilités, qui se chiffrait à 720 millions de francs. A la fin de la première semaine du mois de septembre, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à l'institut d'émission se sont inscrits à 7,5 milliards de francs. Après une souscription supplémentaire de 10 millions de francs, le montant des réscriptions de stérilisation a atteint 3406 millions. Afin de faciliter le déroulement de l'importante échéance trimestrielle, l'institut d'émission a conclu avec les banques, pour la fin de septembre, des swaps à court terme dollars contre francs

pour un montant de 1,8 milliard de francs. L'accélération des interventions effectuées sur le marché des changes a aussi fait monter les réserves de devises. En outre, les banques se sont procuré environ 2 milliards de francs en recourant au crédit de l'institut d'émission. Sur cette somme, 1,4 milliard de francs en chiffre rond étaient dus à la mise en pension de réscriptions de stérilisation. Par contre, l'augmentation des billets en circulation et celle des autres engagements à vue ont résorbé des disponibilités pour des montants respectifs de 851 et de 500 millions de francs. A la fin du mois de septembre, les avoirs en comptes de virements de l'économie ont atteint la somme relativement élevée de 11,4 milliards de francs.

L'évolution mouvementée qui s'est produite sur le marché des changes, et qui a entraîné une hausse du franc sans commune mesure avec la situation réelle de l'économie, a incité la Banque nationale à effectuer des achats considérables de dollars au début du mois d'octobre. Durant les deux premières semaines de ce mois, les réserves de devises ont augmenté de 2,2 milliards de francs pour atteindre 25,2 milliards. Le remboursement des swaps conclus pour la fin du trimestre et les cessions de dollars effectuées dans le cadre de la conversion obligatoire des exportations de capitaux soumises à autorisation ont compensé partiellement les interventions sur le marché des changes. Les banques ont remboursé les crédits que l'institut d'émission leur avait accordés pour la fin du mois de septembre. La diminution des billets en circulation et des autres engagements à vue a procuré aux banques des disponibilités se chiffrant à 738 millions de francs, de sorte que les avoirs en comptes de virements de l'économie ont atteint, le 13 octobre, 12,4 milliards de francs, soit environ 1,1 milliard de plus qu'à la fin du trimestre.

En raison surtout des interventions sur le marché des changes, les réserves de devises se sont accrues, passant à 25,8 milliards de francs à la fin du mois d'octobre. Simultanément, l'augmentation des billets en circulation et des autres engagements à vue ont prélevé des fonds sur le marché. Les avoirs en comptes de virements de l'économie ont diminué légèrement pour s'inscrire à 12,3 milliards de francs le 31 octobre. Si les cessions dues aux exportations de capitaux soumises à autorisation ont réduit les réserves de devises durant la première quinzaine du mois de novembre, les interventions sur le marché des changes les ont accrues; dans l'ensemble, elles ont augmenté de 1,75 milliard de francs et se sont chiffrées à 27,6 milliards. En outre, la diminution des autres engagements à vue et celle des billets en circulation ont fait affluer des fonds supplémentaires dans le système bancaire. A la mi-novembre, les avoirs en comptes de virements de l'économie ont atteint 14,5 milliards de francs en chiffre rond, niveau qui dépassait même le montant enregistré à la fin de l'an passé.

Depuis le début du mois de septembre, l'évolution des taux à court terme appliqués sur le marché de l'euro-franc a reflété l'approvisionnement très abondant du marché monétaire. Le taux relatif aux dépôts d'une durée de trois mois a oscillé entre $1\frac{1}{16}\%$ et $1\frac{15}{16}\%$. Les disponibilités

étant considérables, les banques ont décidé d'abaisser le taux d'escompte privé, à partir du 25 septembre, de $3\frac{1}{4}\%$ à 3% . En même temps, l'institut d'émission a réduit de $\frac{1}{4}\%$ le taux spécial d'escompte relatif aux stocks obligatoires autres que les denrées alimentaires et fourrages, le fixant à $1\frac{1}{4}\%$. Le taux s'applique dorénavant à l'ensemble des stocks obligatoires. Avec effet au 2 novembre, les grandes banques ont fixé à $\frac{1}{8}\%$ la rémunération des dépôts d'une durée de trois à cinq mois, l'abaissant ainsi de $\frac{3}{8}\%$. Simultanément, elles ont réduit de $\frac{1}{2}\%$ les taux relatifs aux dépôts de 6 à 11 mois et de 1 an, qui s'inscrivent respectivement à $\frac{1}{4}\%$ et à $\frac{1}{2}\%$.

Au début de la période examinée, l'évolution du dollar a été relativement calme. Par rapport au franc, le cours s'est inscrit à 1,6230 au commencement du mois de septembre. Après la publication de la balance commerciale américaine, il est descendu passagèrement à 1,5890. A la mi-septembre, il est monté à 1,5947. Pendant la première quinzaine de ce mois le cours du franc s'est stabilisé aussi par rapport aux autres monnaies importantes. Le marché des changes a traversé une phase très agitée durant le reste du mois. Le franc a été soumis à de fortes pressions à la hausse, qui étaient de moins en moins justifiées par l'évolution réelle de l'économie. Le cours de toutes les monnaies a baissé par rapport au franc suisse. Le 26 septembre, le dollar est descendu au niveau minimal de 1,4510, alors que le mark s'inscrivait un peu au-dessus de 0,75. En raison de cette évolution, la Banque nationale a adopté le 1er octobre, d'entente avec le Conseil fédéral, un train de mesures qui tendaient surtout à intensifier les interventions sur le marché des changes. Si les devises acquises sont exclusivement des dollars, les achats sont axés sur le cours du mark. Cet objectif se justifie du fait que les situations économiques de la République fédérale d'Allemagne et de la Suisse présentent des similitudes, en particulier dans les taux de renchérissement et dans l'évolution de la masse monétaire. La nouvelle politique des changes a entraîné le fléchissement espéré du cours du franc. En effet, le cours du mark par rapport au franc s'est inscrit à 0,8965 le 23 novembre. La nouvelle politique s'impose, malgré la création supplémentaire de monnaie qu'elle provoque, car elle n'implique pas le déclenchement de tendances inflationnistes dans les circonstances actuelles. Par ailleurs, la Banque nationale a entamé des discussions avec de grandes entreprises pour examiner la possibilité d'accroître leurs placements en monnaie étrangère, cela afin également d'influencer les cours de change. En vue d'augmenter la demande de monnaie étrangère, la Banque nationale a modifié les prescriptions relatives à la conversion obligatoire lors d'exportations de capitaux soumises à autorisation. Désormais, les exportateurs de capitaux doivent convertir la moitié seulement du montant en francs auprès de l'institut d'émission, et l'autre moitié dans des banques suisses. Afin de restreindre l'attrait du franc, la Banque nationale s'efforce, dans le cadre de sa politique des taux d'intérêt, de provoquer de nouvelles baisses. L'assouplissement des dispositions interdisant le placement de fonds étrangers en papiers-valeurs suisses tend au même but. Dans cette intention, les autorités monétaires ont autorisé les banques à ouvrir un compte de

placement pour chaque client et ont porté de 35% à 50%, lors d'exportations de capitaux soumises à autorisation, la part des emprunts que des étrangers peuvent souscrire. En outre, elles ont décidé de ne pas restreindre les disponibilités du marché monétaire et même de ne pas s'opposer à une nouvelle augmentation éventuelle. Désirant accroître les possibilités que l'industrie d'exportation a de s'assurer contre les risques de change, l'institut d'émission s'efforce de trouver une solution qui couvre non seulement les entrées effectives de devises, mais aussi les entrées attendues.

Le changement de politique annoncée le 1er octobre a modéré l'évolution des cours du change et fait baisser le franc. Le cours du mark est monté, dépassant par moments 0,84 franc. A la mi-octobre, il s'inscrivait à 0,8190. Après un raffermissement passager, le cours du dollar est descendu de nouveau. A la mi-octobre, il se chiffrait à 1,5285 franc. En raison de la baisse du dollar qui s'est produite au mois d'octobre sur les marchés mondiaux des changes, le gouvernement des Etats-Unis a adopté le 1er novembre un train de mesures tendant à intensifier la lutte contre l'inflation, à mener une politique monétaire plus restrictive que par le passé et à stabiliser le cours du dollar. La coopération des banques centrales de la République fédérale d'Allemagne, du Japon et de la Suisse lui permettra de réunir la contre-valeur de 30 milliards de dollars destinés à la défense de sa monnaie. Les marchés des changes ont réagi de manière favorable à ces mesures, et le cours du dollar s'est raffermi, en particulier par rapport au franc suisse. A la mi-novembre il s'est inscrit à 1,6375, après s'être chiffré à 1,5145 au début du mois. Le 20 novembre, il est monté à 1,7650. Le mark, monnaie de notre principal partenaire commercial et concurrent sur les marchés extérieurs, s'est raffermi par rapport au franc suisse. Le cours a passé de 0,8530 le 1er novembre à 0,8650 à la mi-novembre et à 0,9105 le 20 novembre.

De la fin du mois d'août à la fin du mois de septembre, le cours du franc par rapport aux monnaies des 15 principaux partenaires commerciaux de la Suisse est monté, en moyenne pondérée, de 9,6%. Par la suite, il a baissé de 13% jusqu'au 22 novembre. A la fin de ce mois, la hausse en un an s'est inscrite à 17,2%.

Le 15 octobre, l'institut d'émission et les banques ont prorogé pour six mois la convention qu'ils avaient conclue en vue d'atténuer les difficultés de trésorerie des industries d'exportation. Toutefois, ils ont modifié légèrement la teneur de l'accord en réduisant les marges d'intérêt.

Considérant l'évolution sur les marchés des changes, la Banque nationale s'est inspirée de la Convention relative à des opérations à terme sur devises, qu'elle avait conclue avec les industries de l'horlogerie, du textile et de l'habillement et qui était arrivée à échéance à la fin du mois d'avril, pour continuer à aider ces industries. A la fin du mois d'août, elle leur a donné la possibilité d'effectuer, jusqu'au 28 novembre, des opérations à terme sur devises au cours du marché. Après cette date, l'industrie

d'exportation et l'hôtellerie bénéficieront d'un nouveau système destiné à les protéger contre les risques de change. A cette fin, la Banque nationale a conclu avec les banques, par l'intermédiaire de l'Association suisse des banquiers, la Convention du 8 novembre 1978 instituant une garantie flexible des cours de change pour les paiements à l'industrie suisse d'exportation. En se procurant à la Banque nationale des droits d'achat de devises, l'exportateur aura la possibilité, si ses entrées effectives de devises sont inférieures aux entrées attendues ayant fait l'objet d'une vente à terme, d'acheter à la Banque nationale les devises qui lui manqueront à l'échéance de l'opération à terme.

Sur le marché des capitaux, la situation a été excellente pendant la période examinée. En effet, l'approvisionnement abondant du marché monétaire qu'a entraîné la politique des changes, la baisse subséquente des taux d'intérêt à court terme et les placements importants auxquels les investisseurs institutionnels procèdent habituellement après la pause d'été ont eu des effets très favorables sur le marché des capitaux. Les émetteurs suisses ont donc pu fixer entre 12 et 15 ans la durée des emprunts, qu'ils avaient dû réduire à 8 ans avant la pause des émissions. Au début de la période examinée, les cantons et les banques cantonales ont lancé des emprunts au taux de 3¼%. Les émetteurs étrangers ont profité également de la bonne situation; les débiteurs de premier ordre ont pu fixer à 3¼% le taux des emprunts d'une durée de 15 ans. Au mois d'octobre, le canton d'Argovie a lancé un emprunt 3% d'une durée de 10 ans. La demande de souscription a dépassé plusieurs fois le montant offert. Par la suite, d'autres cantons et banques cantonales, ainsi qu'une entreprise électrique ont donc émis à 3%, tout en portant la durée des emprunts jusqu'à 12 ans. L'industrie et les centrales nucléaires ont réduit également leur taux de ¼% durant la période examinée. Les débiteurs étrangers de premier ordre ont fait de même, lançant des emprunts à 3½% d'une durée de 15 ans.

Cette évolution s'est répercutée sur le marché secondaire, où les cours sont montés et où le rendement moyen des obligations fédérales a baissé continuellement, passant de 3,29% le 1er septembre à 3,04% le 1er novembre. En raison de la situation sur le marché des changes, le rendement des obligations fédérales est monté à 3,06% le 6 novembre, pour redescendre à 3,03% le 10 novembre. Le 23 novembre, il s'est inscrit à 3,04%.

L'évolution qui a eu lieu sur le marché des capitaux a incité les grandes banques à réduire à deux reprises de ¼% le taux d'intérêt des obligations de caisse, une première fois le 4 septembre et une seconde fois le 23 octobre. Ainsi, les taux se sont inscrits à 2¼%, à 2½% et à 2¾% pour les titres d'une durée respective de 3 à 4 ans, de 5 à 6 ans et de 7 à 8 ans. Avec effet au 1er octobre, les grandes banques ont abaissé la rémunération des dépôts d'épargne de ¼%, la fixant à 2¼%. En même temps, les banques ont annoncé qu'elles réduisaient de 4½% à 4¼%, avec effet au 1er janvier 1979, le taux applicable aux placements hypothécaires anciens de 1er rang. A partir du 1er octobre, les établissements de la place de Zurich

ont abaissé de $\frac{1}{4}\%$ les taux relatifs aux crédits commerciaux, pour fixer à 5% le taux des crédits en blanc et à $4\frac{1}{2}\%$ celui des crédits gagés.

La Commission des émissions a admis tous les emprunts annoncés pour le quatrième trimestre. Le programme prévoit 47 emprunts, qui doivent prélever 1,4 milliard de franc d'argent frais sur le marché, contre 1 milliard au trimestre précédent. Les conversions se chiffrent à 1,1 milliard de francs, le montant total demandé au marché des capitaux atteint 2,5 milliards de francs, contre 2 milliards au troisième trimestre.

Alors qu'il s'était ralenti au premier semestre, l'accroissement en un an des crédits que 71 banques ont accordés à des personnes domiciliées en Suisse s'est accéléré quelque peu au troisième trimestre. De la fin du mois de juin à la fin du mois de septembre, il a passé de 6,6 à 7%. Parmi les différentes catégories de crédits, l'augmentation des débiteurs est montée de 6,3% à la fin du mois de juin à 6,8% à la fin du mois de septembre.

Dans les placements hypothécaires, l'accélération a été légère, puisque l'accroissement a passé de 8,1 à 8,3%. Parmi les diverses catégories de banques, l'augmentation en un an des crédits a été la plus forte dans les grandes banques, où elle s'est inscrite à 10,1% à la fin du mois de septembre. L'accroissement s'est chiffré à 4,9% dans les banques cantonales et à 5% dans les banques régionales et les caisses d'épargne.

Au troisième trimestre, les promesses de crédits faites par 163 banques qui communiquent des données tous les trois mois se sont inscrites à 8,5 milliards de francs. Par rapport à la période correspondante de 1977, les promesses de crédits faites à des personnes domiciliées en Suisse ont augmenté de 19%, et celles dont les personnes domiciliées à l'étranger ont bénéficié se sont accrues de 128%.

Les promesses de crédits à la construction faites par 59 banques ont augmenté de 2,2 milliards de francs au troisième trimestre, contre 2,7 milliards au trimestre précédent et 1,6 milliard au troisième trimestre de 1977. Le taux de l'accroissement en un an des promesses a passé de 37,4% au deuxième trimestre à 39,2% au trimestre suivant. Quant à celui des crédits utilisés, il s'est inscrit à 3,3%, contre 3,5% au deuxième trimestre.

L'afflux de fonds de tiers à moyen terme que 71 banques communiquant des données mensuelles ont enregistré s'est chiffré à 1,9 milliard de francs au troisième trimestre, contre 1,1 milliard au trimestre précédent. Les dépôts d'épargne ont augmenté de 873 millions de francs au troisième trimestre, le montant des obligations de caisse s'est accru de 607 millions et les fonds versés sur carnets et livrets de dépôt ont progressé de 440 millions.