

Rapport

sur la situation économique et monétaire, terminé
le 22 février 1978 et remis au Conseil de banque de la
Banque nationale suisse pour sa séance du 10 mars 1978

Tendances conjoncturelles internationales

Au quatrième trimestre de 1977, l'évolution économique dans les principaux pays industrialisés a été généralement un peu plus favorable qu'au trimestre précédent. En République fédérale d'Allemagne et au Japon, la demande intérieure s'est accélérée légèrement. L'emploi a cessé de diminuer au Royaume-Uni. Il a augmenté sensiblement aux Etats-Unis surtout, ainsi qu'en France. Le ralentissement de la hausse des prix a été l'aspect le plus positif de la conjoncture. Dans les Etats membres de l'OCDE, le renchérissement mensuel moyen a passé de 0,6% au mois d'octobre à 0,4% aux mois de novembre et de décembre. Le taux moyen de la hausse en un an s'est inscrit à 8,3% au mois de décembre, contre 9% au mois de septembre.

Pour l'ensemble de l'année 1977, le bilan est moins favorable qu'on ne le pensait au début de l'exercice. Dans la plupart des pays membres de l'OCDE, la croissance économique réelle a été inférieure aux prévisions, et le chômage a augmenté. L'accroissement du commerce international a fléchi considérablement, tandis que la tendance au protectionnisme s'est renforcée. Quelques pays importants ont pu réduire le déficit de leur balance des revenus. Toutefois, le déséquilibre global est resté très marqué, car le déficit des Etats-Unis et l'excédent du Japon ont augmenté vigoureusement. Enfin, la baisse du dollar par rapport à la plupart des autres monnaies a accentué l'incertitude des perspectives économiques.

Selon les dernières prévisions du Secrétariat de l'OCDE, la croissance réelle dans les pays industrialisés devrait atteindre presque 4% cette année et s'accélérer ainsi légèrement par rapport à 1977. Dans de nombreux pays, une telle croissance n'augmenterait sans doute pas l'emploi si les gouvernements ne prenaient pas de nouvelles mesures pour stimuler l'économie. Le Japon a adopté des dispositions qui devraient assurer une croissance de 7% durant la prochaine année budgétaire. Afin de parvenir à cet objectif très ambitieux, le budget prévoit une augmentation des dépenses de 20% en chiffre rond. Environ un tiers des dépenses seront financées par l'emprunt.

Cette année aussi, les Etats-Unis envisagent une croissance réelle de 4,5% à 5%. L'inflation aura tendance sans doute à s'accélérer légèrement. Malgré l'essor de la conjoncture qui persiste depuis trois ans, le budget de l'Union prévoit un déficit de 60 milliards de dollars en chiffre rond, aussi bien pour l'année budgétaire en cours que pour la suivante.

Selon les prévisions officielles faites en République fédérale d'Allemagne, le produit national brut réel augmentera d'environ 3,5% en 1978, contre 2,5% l'année précédente. En modérant la demande extérieure, l'évolution des changes pourrait compenser partiellement les effets stimulants du budget.

En Italie et en France, les incertitudes relatives à l'évolution politique rendent les prévisions économiques malaisées. Les perspectives sont en revanche assez bonnes au Royaume-Uni, pour autant que le gouvernement réussisse à mener sa politique visant à tempérer la hausse des salaires.

En résumé, la conjoncture ne devrait s'améliorer que lentement en Europe, mais les progrès devraient être plus marqués aux Etats-Unis et au Japon.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En République fédérale d'Allemagne, la conjoncture s'est redressée quelque peu au quatrième trimestre de 1977. Alors que la production ne s'est guère accrue aux mois d'octobre et de novembre, elle a augmenté notablement au mois de décembre, car les entrées de commandes se sont accélérées, surtout dans l'industrie qui produit des biens d'équipement.

Au quatrième trimestre de 1977, les exportations ont progressé de 6,1%, et les importations, de 3,3% par rapport au trimestre correspondant de 1976. Dans l'ensemble de l'année 1977, les exportations ont augmenté de 6,6%, et les importations, de 5,8%. L'excédent de la balance commerciale s'est inscrit à 38,4 milliards de marks. En se chiffrant à 8,2 milliards de marks, le surplus de la balance des revenus a été légèrement inférieur à celui de 1976.

Sur le marché du travail, la situation s'est améliorée quelque peu au mois de janvier 1978. Pour la première fois depuis le mois de mai, le nombre de chômeurs est descendu au-dessous du niveau enregistré à la date correspondante de l'année précédente. Compte tenu des variations saisonnières, le taux de chômage s'est inscrit à 5,4%. Les prix à la consommation ont continué de se stabiliser au mois de janvier, où le taux de la hausse en un an s'est chiffré à 3,2%.

En France, la production industrielle n'a augmenté au dernier trimestre de 1977 ni par rapport au trimestre précédent, ni par rapport au quatrième trimestre de 1976. Cette situation était due surtout au fait que de nombreuses entreprises ont réduit leurs stocks jugés trop

élevés. Le chômage a continué de diminuer. L'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,4% au mois de novembre et de 0,3% au mois de décembre. Toutefois, il est encore monté de 9% dans l'ensemble de l'année.

Le commerce extérieur s'est développé favorablement au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1976, les exportations ont augmenté de 13,6%, et les importations, de 1,8%. Dans l'ensemble de l'année, les exportations se sont accrues de 17,1%, et les importations, de 12,7%. De 1976 à 1977, le déficit de la balance commerciale a passé de 20,5 à 11,1 milliards de francs.

Au *Royaume-Uni*, la production industrielle globale n'a guère progressé, mais la situation s'est améliorée dans quelques secteurs. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la hausse des prix à la consommation a été inférieure à 10% au mois de janvier, pour la première fois depuis 1973. Durant le même mois, la hausse en un an de l'indice des prix de gros dans l'industrie s'est inscrite à 13,1%, contre 21% pendant l'été précédent. Du mois d'octobre au mois de janvier, le nombre de chômeurs est resté à 1,43 million.

Au mois de décembre, la hausse en un an du revenu moyen des travailleurs s'est chiffrée à 10,5%, contre 9% au mois de septembre. Jusqu'à maintenant, le gouvernement a presque atteint l'objectif de sa politique des revenus, qui est de limiter à 10% la hausse annuelle des salaires.

La progression du commerce extérieur s'est ralentie au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les exportations ont augmenté de 16,5%, et les importations de 1,7%. Pour l'ensemble de l'année 1977, les taux se sont inscrits respectivement à 26,6% et à 16,7%. La balance commerciale s'est soldée par un déficit de 1,66 milliard de livres, soit un montant qui n'atteignait pas la moitié de celui enregistré un an auparavant. La balance des revenus a été quasiment en équilibre, après avoir accusé un déficit de 1,23 milliard de livres l'année précédente.

En *Italie*, l'activité économique est demeurée au niveau antérieur, qui était fort bas. Au quatrième trimestre, la production industrielle a diminué de 8% par rapport à la période correspondante de 1976. Dans l'ensemble de l'année, le fléchissement s'est inscrit à 1%.

L'accroissement du commerce extérieur a continué de se ralentir durant le dernier trimestre de 1977. Dans l'ensemble de l'année, les exportations ont augmenté cependant de plus de 25%, et les importations, d'environ 15%. Le déficit de la balance commerciale a passé de 5400 milliards de lire en 1976 à moins de 2500 milliards en 1977. Le déficit de 1000 milliards de lire que la balance des paiements avait accusé en 1976 s'est transformé en un excédent de 2000 milliards de lire. Cette évolution est due surtout à la forte progression du tourisme.

Le taux de renchérissement a continué de baisser. Alors que les prix de gros étaient montés de 31,5% en 1976, ils se sont élevés de 9,5% seulement l'année suivante. Quant à la hausse des prix à la consommation, elle a passé de 21,8% à 14,9%.

Aux *Etats-Unis*, le produit national brut réel a augmenté à un rythme annuel de 4% au quatrième trimestre, contre 5,1% au troisième. Le ralentissement provenait surtout du fait que les stocks se sont peu accrues, en raison de la forte demande. Les principaux indices montrent que la conjoncture a tendance à s'améliorer sensiblement. Par rapport à la période correspondante de 1976, la production industrielle a augmenté de 5,8% au quatrième trimestre, les entrées de commandes se sont accrues de 15,3%, et le chiffre d'affaires a progressé de 10,6% dans le commerce de détail. Par contre, la plupart des indices ont marqué un ralentissement au mois de janvier, dû avant tout aux rigueurs de l'hiver et aux grèves dans les mines de charbon.

Le taux de chômage a passé de 6,9% au mois de novembre à 6,3% au mois de janvier. En 1977, le nombre de personnes employées s'est accru de 4 millions, et le revenu des ménages est monté de 11,1%.

La balance commerciale s'est soldée, en 1977, par un déficit de 26,7 milliards de dollars. Les exportations ont augmenté de 4,6% par rapport à 1976, et les importations, de 21,7%.

L'inflation s'est accélérée légèrement en 1977. La hausse en un an des prix à la consommation s'est inscrite à 6,5% au mois d'octobre et à 6,8% au mois de décembre. En revanche, la montée des prix de gros est demeurée d'environ 6%.

Au *Japon*, la croissance est restée assez faible, bien que les mesures prises au mois de septembre pour stimuler l'investissement public aient déployé une partie de leurs effets. Restreinte par l'importance des stocks, l'augmentation en un an de la production industrielle s'est inscrite à 2,7% au quatrième trimestre. Du dernier trimestre de 1976 à la période correspondante de l'année suivante, le nombre de chômeurs a passé de 0,96 à 1,05 million.

En 1977, les exportations ont donné à la conjoncture ses impulsions les plus fortes, quoique leur progression ait fléchi du premier au second semestre. De 1976 à 1977, elles se sont accrues de 20,1%, soit à peu près au même rythme qu'un an auparavant. Par contre, l'augmentation des importations s'est ralentie, passant de 12,9% à 9,9%. L'excédent de la balance commerciale s'est inscrit à 17,6 milliards de dollars, contre 9,9 milliards en 1976. Le surplus de la balance des revenus a atteint le chiffre record de 11,1 milliards de dollars, soit environ le triple du montant enregistré en 1976.

Ces derniers mois, la montée des prix s'est affaiblie sensiblement. La hausse en un an des prix à la consommation a passé de 7,5% au mois d'octobre à 4,8% au

mois de décembre. Quant aux prix de gros, ils ont baissé de 1,5% en 1977.

Evénements monétaires internationaux

Pendant la période examinée, l'affaiblissement du dollar a été l'événement principal sur les marchés des changes. La baisse du cours par rapport à presque toutes les monnaies importantes, qui avait atteint une ampleur appréciable aux mois d'octobre et de novembre, s'est accentuée au mois de décembre. Même les interventions massives auxquelles ont procédé les banques centrales de la République fédérale d'Allemagne, du Japon et de la Suisse n'ont pu empêcher la chute du dollar. Lorsque les marchés des changes sont devenus toujours plus chaotiques, vers la fin de l'année, les autorités américaines ont modifié l'attitude indécise qu'elles avaient adoptée à l'égard de l'évolution du cours. Le 21 décembre, le président des Etats-Unis a déclaré que son pays préserverait la valeur du dollar et, en collaboration avec les autorités monétaires d'autres Etats, interviendrait sur le marché des changes pour s'opposer à de fortes variations de cours. Au début du mois de janvier, le Département du Trésor des Etats-Unis et le Système fédéral de réserve ont fait part de leur intention d'intervenir sur le marché et de mettre en vigueur, à côté du réseau de swaps que le Système fédéral de réserve et des banques centrales étrangères avaient établi, une convention de swaps entre le Département du Trésor et la Banque fédérale d'Allemagne. Dans le même but, les banques fédérales de réserve ont majoré de 0,5% le taux de l'escompte et l'ont porté à 6,5%.

Le cours du dollar, qui, par rapport au franc suisse, avait passé de 2,16 à la fin du mois de novembre à 1,90 le 4 janvier, s'est raffermi nettement par la suite. Toutefois, la hausse n'a été que passagère. Au mois de février, le cours est descendu par rapport à la plupart des monnaies. De la fin du mois de novembre au 22 février, il a baissé de 15,5% par rapport au franc suisse, de 8,4% par rapport au mark allemand et de 2,1% par rapport au yen.

La faiblesse du dollar était due en partie au déficit de la balance américaine des revenus, qui s'est chiffré à environ 18 milliards de dollars en 1977 et qui ne sera vraisemblablement guère inférieur à ce montant en 1978. D'autre part, les mouvements de capitaux privés se sont soldés par un déficit du même ordre de grandeur, bien que les taux d'intérêt appliqués aux Etats-Unis soient montés considérablement par rapport aux taux fixés dans les pays dont la monnaie est forte.

Le 15 décembre, la République fédérale d'Allemagne a pris de nouvelles mesures contre l'afflux de fonds étrangers et contre l'appréciation consécutive du mark. La Banque fédérale a réduit de 0,5% le taux de l'escompte et celui des avances sur nantissement, pour les fixer respectivement à 3% et à 3,5%. Elle a majoré les réserves minimales sur les engagements des banques envers l'étranger. Désormais, une réserve de 100% est calculée

sur l'accroissement par rapport à l'état moyen enregistré durant les mois de septembre à décembre 1977. En outre, la Banque fédérale a décidé de ne plus autoriser la vente de titres d'une durée de deux à quatre ans à des personnes domiciliées à l'étranger. La hausse du mark par rapport au dollar a continué néanmoins. En revanche, le cours du mark par rapport au franc suisse a baissé de 7,8% de la fin du mois de novembre au 22 février.

Jusqu'à la fin du mois de janvier, le cours du franc français par rapport au dollar s'est raffermi à peu près dans la même mesure que celui du mark. Au début du mois de février, l'incertitude qui régnait à propos des élections a influé sur le cours du franc; en une semaine, le franc a baissé d'environ 4% par rapport au dollar. Toutefois, il est remonté quelque peu par la suite.

Comme le taux de l'inflation continuait de baisser au Royaume-Uni et que la balance britannique des revenus s'améliorait, le cours de la livre s'est raffermi encore par rapport au dollar. De la fin du mois de novembre au 22 février, la hausse s'est inscrite à 7,2%. Durant la même période, le cours de la lire par rapport au dollar est monté de 2,9%. La hausse semble due surtout à l'évolution de la balance italienne des revenus, qui s'est soldée en 1977 par un excédent d'environ 1,5 milliard de dollars, après avoir accusé un déficit de 2,8 milliards l'année précédente. Le cours du yen est resté relativement stable par rapport au dollar. Cependant, la Banque du Japon a dû procéder à des interventions considérables par moments, afin d'empêcher une hausse du cours.

Dans le serpent monétaire européen, des pressions se sont effectuées passagèrement sur le franc belge, au mois de décembre. Toutefois, elles ont cessé après que le taux de l'escompte eut été majoré de 3% en deux étapes, pour être porté à 9%. Jusqu'au mois de février, les autorités monétaires ont pu le réduire à 6,5%. Le 10 février, la Norvège a dévalué la couronne de 8% par rapport aux autres monnaies du serpent.

Le 8 février, l'Islande a dévalué sa monnaie de 13,1% par rapport au dollar. Le 16 février, la Finlande a dévalué la sienne de 8%.

De la fin du mois de novembre au 22 février, le prix de l'or a passé de 160 à 181 dollars l'once; il est donc monté de 13,1%. En raison du fléchissement du dollar, le prix de l'or en francs suisses est descendu de 4,1%. Ces trois derniers mois, les ventes d'or auxquelles a procédé le Fonds monétaire international se sont effectuées aux prix de 160,03, de 171,26 et de 175 dollars l'once.

Evolution de la conjoncture en Suisse

L'incertitude due à la hausse saccadée du franc, qui s'est produite depuis le mois de novembre, a caractérisé la conjoncture. En raison de cette revalorisation, la capacité concurrentielle de l'industrie suisse s'est détériorée nettement.

Il n'est pas encore possible d'en évaluer les effets, aussi bien dans les branches axées sur le marché intérieur que dans l'industrie d'exportation. Jusqu'à maintenant, les conséquences de l'appréciation ne semblent pas très importantes, bien que des entreprises fabriquant des produits de consommation aient déjà vu annuler certaines commandes. Selon les indications de la Société Suisse des Constructeurs de Machines (SSCM), le montant des entrées de commandes au quatrième trimestre a été légèrement supérieur à celui du trimestre précédent. Toutefois, la part de la demande extérieure a passé d'un trimestre à l'autre de 72% à 69%. Comme les livraisons ont excédé les entrées de commandes, la réserve de travail s'est réduite de 7,5 à 7,2 mois. Dans l'ensemble, l'industrie des machines a maintenu néanmoins ses positions, selon la SSCM. En raison des variations de changes, l'association n'exclut pas que, dans certaines entreprises, le problème de l'emploi se pose davantage que par le passé.

Du troisième au quatrième trimestre, l'accroissement des importations s'est ralenti. Au quatrième trimestre, le taux de l'augmentation réelle en un an s'est inscrit à 6,5%, et celui de l'accroissement nominal, à 8,1%. Le ralentissement provient surtout des matières premières et produits semi-ouvrés, dont l'importation réelle a diminué de 3,8%. En revanche, les achats à l'étranger de biens d'équipement ont augmenté de 18,4% en termes réels. Au mois de janvier, la valeur des importations s'est accrue de 7,8% par rapport à l'année précédente. Pour des raisons techniques, les chiffres relatifs au volume ne sont pas encore disponibles. Comme les statistiques du commerce extérieur ont été modifiées au début de 1978, il n'est pas possible de comparer directement les données à celles de l'année précédente.

L'augmentation des exportations par rapport aux périodes correspondantes de 1976 s'est ralentie du troisième au quatrième trimestre. L'accroissement réel en un an s'est inscrit à 10% au quatrième trimestre. Dans l'industrie des textiles et de l'habillement, ainsi que dans la métallurgie, la progression a été supérieure à la moyenne. Au mois de janvier, l'augmentation nominale des exportations s'est chiffrée à 5,6% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Comme les exportations se sont accrues davantage que les importations, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de 282,9 millions de francs au quatrième trimestre. Durant le premier mois de 1978, elle a accusé un déficit de 210,4 millions de francs.

Du troisième au quatrième trimestre, l'accroissement de la consommation privée a marqué le pas. Le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a augmenté de 2% au quatrième trimestre, contre 3% au troisième. Les biens durables de consommation ont joué un rôle prépondérant dans l'accroissement.

Jusqu'à maintenant, les variations de changes n'ont guère influé sur le tourisme. Par rapport à la période correspondante de 1976, les nuitées de la clientèle étrangère ont augmenté de 6,2% au mois de décembre, et

celles de la clientèle suisse, de 2,1%. La progression globale s'est inscrite à 4,6%.

Au quatrième trimestre, la tendance de la conjoncture ne s'est pas modifiée dans l'industrie de la construction. Vu la saison, l'accroissement de la production a fléchi. Par rapport à la période correspondante de 1976, le nombre de logements terminés dans 92 villes a augmenté de 3,1%, alors que celui des permis de construction délivrés a diminué de 37,2%. Dans l'industrie, le nombre de projets de constructions nouvelles et d'agrandissements, ainsi que de transformations a été sensiblement supérieur à celui que l'inspectorat des fabriques avait enregistré un an auparavant.

Comme d'habitude vers la fin de l'année, la demande de main-d'œuvre s'est affaiblie dans certaines branches. Le nombre de chômeurs a passé de 8542 au mois d'octobre à 15 097 à la fin du mois de janvier. Ainsi, le taux de chômage s'est inscrit à environ 0,5%. Après une légère baisse passagère, le nombre de places vacantes s'est élevé à 7209 à la fin du mois de janvier. Dans certaines branches, le rétrécissement du marché du travail a provoqué parfois des licenciements. L'indice des ouvriers occupés dans l'industrie montre aussi que l'offre de main-d'œuvre a diminué. Pour la première fois depuis 1973, il s'est élevé au cours d'un quatrième trimestre. La hausse s'est chiffrée à 0,6%.

Les prix sont restés stables ces derniers mois. Au quatrième trimestre, la hausse en un an des prix à la consommation s'est inscrite à 1,3%. Du mois d'octobre au mois de janvier, elle a passé de 1,6% à 1%. La revalorisation du franc sur les marchés des changes a influé avant tout sur les prix de gros. Les produits importés sont devenus nettement meilleur marché. La baisse en un an s'est chiffrée à 2,5% au mois d'octobre et à 6,4% au mois de janvier. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les produits suisses sont devenus également un peu moins chers. La baisse en un an de l'indice des prix de gros a passé de 0,7% au mois d'octobre à 2,4% au mois de janvier.

Evolution des marchés monétaire et financier

Durant la période examinée, qui va du mois de décembre au mois de février, l'approvisionnement des marchés monétaire et financier a été très abondant. Les taux d'intérêt ont donc continué de baisser. Bien que la Banque nationale soit intervenue parfois massivement sur le marché des changes, le cours du franc est monté encore de manière vigoureuse.

L'évolution de la masse monétaire M_1 , c'est-à-dire du numéraire en circulation et des dépôts à vue du secteur non bancaire domicilié en Suisse, a correspondu, au quatrième trimestre, à l'objectif fixé. Si l'accroissement en un an s'est élevé à 6% au mois d'octobre, il est descendu à 4,1% en fin d'année, si bien que l'augmentation moyenne s'est chiffrée à 5,2% pendant ce trimestre. En 1977, l'expansion moyenne s'est inscrite à 5,4%, alors

que l'objectif fixé par la Banque nationale était de 5%; le numéraire en circulation s'est accru de 4,9%, et les dépôts à vue ont augmenté de 5,7%.

Au cours de la période examinée, le marché monétaire a disposé de liquidités abondantes. Les banques n'ont eu aucune peine à rembourser l'aide que leur avait fournie l'institut d'émission pour l'échéance du mois de novembre et qui se montait à 2,2 milliards de francs. En effet, le montant net des interventions sur le marché des changes s'est chiffré à 1,3 milliard de francs durant la première semaine du mois de décembre. De plus, les avoirs de la Confédération à la Banque nationale ont diminué. A la mi-décembre, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à l'institut d'émission se sont inscrits à 8 milliards de francs. En raison des dépenses de Noël, les billets en circulation ont augmenté fortement, pour atteindre le 23 décembre leur niveau le plus élevé de l'année, soit 21,1 milliards de francs. Comme la Banque nationale a dénoué avant Noël des swaps francs contre dollars conclus aux mois de septembre et d'octobre et que le montant de ses interventions sur le marché des changes a dépassé celui des ventes de dollars effectuées lors d'exportations de capitaux, les avoirs de l'économie en comptes de virements ont continué d'augmenter, malgré l'accroissement des billets en circulation.

Pour l'échéance annuelle, l'institut d'émission a proposé aux banques des swaps d'un montant illimité. En raison de la baisse persistante du dollar, il leur a offert aussi des swaps à trois mois à des conditions particulièrement favorables. Cette politique a entraîné une baisse rapide des taux appliqués sur le marché de l'euro-franc, ce qui a incité les grandes banques à réduire, avec effet au 21 décembre, les taux relatifs aux dépôts à terme de leur clientèle. Après avoir majoré leurs taux le 5 décembre, en élevant de 0,5% le taux applicable aux dépôts de 3 à 5 mois, ainsi que de 0,25% celui des dépôts de 6 à 11 mois, et en ne modifiant pas celui des dépôts de un an, elles ont abaissé de 0,75% le premier de ces taux, de 0,5% le deuxième et le troisième, pour les fixer respectivement à 1,5%, à 1,75% et à 2%.

A la fin de l'année, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à l'institut d'émission se sont inscrits à 13,6 milliards de francs, l'aide accordée par la Banque nationale pour le financement de l'échéance atteignant 4,7 milliards. Sur cette somme, 2,22 milliards revenaient aux swaps à court terme, 1,33 milliard à l'es-compte ainsi qu'aux avances sur nantissement, et 1,12 milliard de francs à la remise en pension de descriptions de stérilisation. Par ailleurs, les swaps dollars contre francs d'une durée de trois mois se chiffraient alors à 289 millions de francs.

Les opérations de fin d'année et le remboursement de l'aide que la Banque nationale avait accordés pour les financer se sont effectués sans difficulté. Avec effet au 4 janvier, les banques ont réduit de nouveau les taux relatifs aux dépôts à terme de leur clientèle. Elles ont

fixé à 1%, à 1,25% et à 1,75% les taux applicables aux dépôts d'une durée respective de 3 à 5 mois, de 6 à 11 mois et de un an, abaissant ainsi les deux premiers de 0,5% et le troisième de 0,25%. Durant la deuxième semaine du mois de janvier, les avoirs de l'économie en comptes de virements ont atteint 12 milliards de francs, les billets en circulation et les autres avoirs en comptes de virements ayant diminué. Les disponibilités du marché étaient si abondantes que les banques n'ont pas dû recourir à l'aide de la Banque nationale à l'échéance du mois de janvier.

Pour réduire quelque peu des disponibilités qui étaient excessives depuis assez longtemps, l'institut d'émission a invité les banques, au début du mois de février, à souscrire des descriptions de stérilisation. Le montant de cette opération s'est inscrit à 1561 millions de francs. Les avoirs de l'économie en comptes de virements se sont chiffrés alors à 9 milliards de francs. Toutefois, l'accélération des interventions sur le marché des changes les a portés à 9,8 milliards de francs à la mi-février. Avec effet au 10 février, les grandes banques ont réduit de 0,25% et de 0,5% les taux applicables aux dépôts à terme de leur clientèle. Elles ont fixé respectivement à 0,5%, à 1% et à 1,5% les taux relatifs aux dépôts d'une durée de 3 à 5 mois, de 6 à 11 mois et de un an.

Pendant la période examinée, la baisse persistante du dollar a été l'événement principal sur le marché des changes. Au mois de janvier seulement, l'évolution du cours s'est apaisée de façon passagère. Par contre, de fortes variations se sont produites aux mois de décembre et de février. La Banque nationale s'est efforcée constamment de modérer l'évolution du franc en intervenant sur le marché des changes et en maintenant les taux d'intérêt à un bas niveau. Malgré les efforts qu'elle a coordonnés avec ceux d'autres banques centrales, elle n'est pas parvenue à arrêter la baisse du dollar. Au début du mois de décembre, le cours du dollar par rapport au franc suisse s'inscrivait à 2,15. Il est descendu à 1,91 au début du mois de janvier, pour remonter à 1,98 à la fin de ce mois, et tomber au niveau le plus bas de 1,825 au mois de février. Du début du mois de décembre au mois de février, le cours du mark allemand a passé de 97 à 89,40. Le yen et le florin hollandais ont baissé également par rapport au franc suisse. De la fin du mois de novembre au 22 février, le cours du franc suisse par rapport aux monnaies des 15 pays dans lesquels la Suisse exporte le plus est monté de 12,9% en moyenne pondérée. Depuis le 22 février 1977, la hausse s'est chiffrée à 29,8%.

La Banque nationale et l'Association des banquiers ont examiné la possibilité d'atténuer les difficultés que l'appréciation persistante du franc entraîne pour l'industrie d'exportation. Elles ont décidé d'appliquer aussi à d'autres branches, à partir du mois de février, la convention conclue en vue d'atténuer les difficultés de trésorerie des industries d'exportation, dont l'horlogerie, l'industrie du textile et celle de la chaussure avaient bénéficié surtout jusqu'alors.

Le but de la convention est d'atténuer les difficultés de trésorerie dues à la conjoncture ou aux événements monétaires. Les entreprises exportatrices qui doivent résoudre ce genre de problèmes peuvent présenter à l'escompte des effets d'une durée maximale de six mois, à des conditions particulièrement favorables. La convention a été prorogée de six mois, soit jusqu'au 31 octobre.

Durant la période examinée, l'approvisionnement du marché financier a été particulièrement aisé, de sorte que le rendement des titres a baissé de façon sensible. Le rendement moyen des obligations de la Confédération est descendu de 3,86% à 3,47%, et le taux d'intérêt applicable aux emprunts de débiteurs suisses de premier ordre, de 4% à 3,25%. Les taux d'intérêt baissant sur le marché des émissions, les grandes banques ont réduit les taux relatifs à leurs obligations de caisse. Elles les ont abaissés trois fois de 0,25%, les 27 décembre, 23 janvier et 15 février, pour fixer finalement à 2,75%, à 3% et à 3,25% les taux applicables aux titres d'une durée respective de 3 à 4 ans, de 5 à 6 ans et de 7 à 8 ans. Pendant la première quinzaine du mois de février, les grandes banques, ainsi que différentes banques cantonales et régionales ont annoncé une réduction de 0,25% ou de 0,5% des taux relatifs aux prêts hypothécaires et aux dépôts d'épargne. Le plus souvent avec effet immédiat, elles ont fixé entre 4,25% et 4,75% le taux applicable aux nouvelles hypothèques de premier rang. En revanche, elles ont annoncé la réduction des taux relatifs aux dépôts d'épargne pour le 1er mars et celle qui se rapporte aux anciennes hypothèques pour le 1er juillet.

La Commission des émissions a admis de nouveau tous les emprunts annoncés pour le premier trimestre. Le programme prévoyait 49 emprunts, qui se chiffraient à 2652 millions de francs. Sur cette somme, 1330 millions de francs revenaient à des conversions, de sorte que le prélèvement d'argent frais s'inscrivait à 1322 millions, contre 1798 millions au premier trimestre de 1977.

Pour la période comprenant les mois de janvier et de février, l'institut d'émission a fixé à 580 millions de francs le plafond relatif aux emprunts étrangers.

De la fin du mois de novembre à la mi-février, la Banque nationale a cédé des titres sur le marché pour un montant net de 222,8 millions de francs.

A la fin de l'année, le montant des crédits accordés en Suisse par 71 banques qui communiquent des données mensuelles s'est inscrit à 136,5 milliards de francs. L'augmentation s'est chiffrée à 9,7 milliards de francs par rapport à la fin de 1976 et à 3,7 milliards par rapport à la fin du troisième trimestre de 1977. Le taux de l'accroissement annuel, qui avait baissé au milieu de l'an-

née, a continué de descendre; il s'est inscrit à 9,6% au mois de septembre et à 9,1% à la fin de l'année. Le ralentissement, qui s'est produit dans toutes les sortes de crédits, a été particulièrement marqué dans la catégorie des effets de change et papiers du marché monétaire; le taux de l'augmentation en un an a passé de 11,2% à 6,5%. En 1977, le taux relatif aux crédits à des collectivités de droit public a été la plupart du temps inférieur au taux d'accroissement en un an enregistré douze mois auparavant.

De 1976 à 1977, l'augmentation annuelle moyenne des crédits en Suisse a passé de 6,2% à 9,2%. Le taux est monté de 7,9% à 16,7% dans les grandes banques et de 5,7% à 6,6% dans les banques cantonales. Si les banques régionales et caisses d'épargne ont pu hausser leur taux au quatrième trimestre, la moyenne annuelle est descendue cependant de 3,8% à 3,4%.

Les promesses de crédits que 163 banques ont faites se sont chiffrées à 7,1 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 6,2 milliards au trimestre précédent et 6,8 milliards au trimestre correspondant de 1976. Du quatrième trimestre de 1976 au quatrième trimestre de 1977, les promesses faites à des personnes domiciliées en Suisse ont diminué de 3%, pour s'inscrire à 5,4 milliards de francs, alors que les promesses faites à des personnes domiciliées à l'étranger ont augmenté de 41,1%, atteignant ainsi 1,7 milliard de francs. Dans l'ensemble de l'année 1977, le montant global des promesses a fléchi de 709 millions et s'est chiffré à 25 milliards de francs.

En 1977, les promesses de crédits à la construction faites par 59 banques ont atteint 6,2 milliards de francs, contre 6 milliards l'année précédente. Seules les promesses relatives au financement de maisons familiales et de villas ont augmenté, tandis que les promesses destinées à l'industrie et l'artisanat ont diminué, comme en 1976.

De 1976 à 1977, l'afflux de fonds de tiers à moyen terme dans 71 banques a passé de 11,8 à 9,6 milliards de francs. En moyenne annuelle, l'accroissement de ces fonds s'est inscrit à 9,9% en 1977. Les dépôts d'épargne ont augmenté de 11,7%, les carnets et livrets de dépôts, de 11,6%, alors que l'émission d'obligations de caisse a progressé de 5,8% seulement.

Au quatrième trimestre, les fonds de tiers à moyen terme se sont accrus de 5,2 milliards de francs, contre 1,2 milliard au trimestre précédent. Les dépôts d'épargne ont contribué à cette augmentation pour un montant de 2,4 milliards de francs, les obligations de caisse, pour une somme de 2,2 milliards, les carnets et livrets de dépôts, pour un montant de 0,6 milliard.