

Rapport

sur la situation économique et monétaire,
achevé le 24 août et remis au Conseil de banque
de la Banque nationale suisse pour sa
séance du 13 septembre 1978

Tendances conjoncturelles internationales

Dans les principaux pays industrialisés, la conjoncture a différé fortement d'un Etat à l'autre durant le deuxième trimestre de 1978. Aux Etats-Unis, une forte croissance a compensé la stagnation observée au trimestre précédent. L'expansion du produit national brut s'est ralentie au Japon, après s'être accélérée très vigoureusement pendant le premier trimestre. Dans les principaux pays d'Europe, la situation n'a guère changé depuis le début de l'année. En République fédérale d'Allemagne, la croissance est restée faible. Le ralentissement des exportations a compensé, en partie, la forte reprise dans le secteur de la construction, ainsi qu'une certaine accélération de la consommation privée. Au Royaume-Uni, la consommation des ménages et les exportations ont été les facteurs les plus positifs de l'activité économique. En France et en Italie, l'espoir d'une amélioration conjoncturelle que l'on avait eu au début du printemps s'est réalisé en partie seulement. Dans ces deux pays, la persistance de l'inflation paraît entraver la reprise d'une croissance normale.

Au premier semestre, le produit national brut moyen des six pays industrialisés les plus importants s'est accru à un rythme annuel légèrement supérieur à 3%, ce qui correspond à l'évolution du semestre précédent. Les taux de croissance se sont nivelés quelque peu, puisqu'ils varient entre 2 et 4%, à l'exception du taux enregistré au Japon. Selon les prévisions de l'OCDE, qui ont été faites cependant avant la Conférence au sommet de Bonn, la croissance devrait se maintenir à ce niveau jusqu'au milieu de l'an prochain. La faiblesse de l'expansion s'est répercutée sur l'emploi. Cette année, le chômage n'a diminué que très légèrement au Royaume-Uni et en République fédérale d'Allemagne; il a augmenté en France et au Japon. Un accroissement sensible de l'emploi n'a eu lieu qu'aux Etats-Unis.

Au cours des derniers mois, la coopération internationale visant à surmonter les difficultés actuelles a fait l'objet de discussions intenses. Le Conseil des ministres de l'OCDE, qui s'est réuni à Paris à la mi-juin, a été le premier à fixer les principes de cette coopération. Il a envisagé surtout un programme commun tendant à réaliser une expansion équilibrée et un peu plus rapide que la croissance actuelle. A cette fin, certains Etats se sont engagés à accélérer l'accroissement de la demande intérieure. D'autres Etats doivent s'efforcer particulièrement de réduire l'inflation ou le déficit de leur balance des revenus. Les ministres ont réaffirmé leur volonté de maintenir un système commercial ouvert et prorogé d'un an la déclaration par laquelle les Etats membres ont promis,

en 1974, de ne pas prendre de mesures unilatérales destinées à limiter les importations ou à stimuler artificiellement les exportations. Enfin, les participants ont souligné la nécessité de renforcer l'efficacité de leur politique énergétique et de mener une politique structurelle qui ne soit pas axée sur la défensive, mais qui vise à adapter l'économie à la situation nouvelle.

Si la Conférence européenne au sommet qui a eu lieu à Brême s'est penchée avant tout sur des problèmes monétaires, les chefs d'Etats et de gouvernements des sept principaux pays industrialisés, réunis les 16 et 17 juillet à Bonn, se sont efforcés de préciser la stratégie dont le Conseil des ministres de l'OCDE avait fixée les principes. La République fédérale d'Allemagne s'est engagée à accroître la demande intérieure, l'an prochain, d'un montant qui correspond à peu près à 1% du produit national. Le Royaume-Uni, dont le budget adopté au mois d'avril doit avoir un effet stimulant du même ordre de grandeur, se propose surtout de concentrer ses efforts sur la lutte contre l'inflation. La France a le même objectif, mais elle n'a prévu aucune mesure pour éliminer le déficit budgétaire, qui devrait se fixer à 20 milliards de francs français cette année. L'Italie a annoncé son intention d'atteindre un taux de croissance qui dépasse de 1,5 point, en 1979, celui de l'année en cours. Si elle se propose de réduire ses dépenses publiques, elle pense parvenir au but fixé en stimulant l'investissement privé. Les Etats-Unis se sont engagés avant tout à poursuivre la lutte contre l'inflation. A cette fin, ils doivent mener une politique budgétaire plus restrictive, ralentir leurs importations de pétrole et leur consommation d'énergie, ainsi qu'élever graduellement le prix du pétrole, jusqu'à la fin de 1980, au niveau du marché mondial. Quant au Japon, il examinera au début du mois de septembre si le taux de croissance de 7% fixé comme objectif pour l'année budgétaire en cours nécessite de nouvelles mesures budgétaires. Par ailleurs, il s'efforce de faciliter les importations et de stabiliser le volume des exportations.

Une telle conférence ne pouvait qu'adopter des directives générales. Leur réalisation dépend des efforts des gouvernements sur le plan national. Jusqu'à maintenant, seule la République fédérale d'Allemagne a fait part des mesures qu'elle entend appliquer. Il s'agit de dispositions budgétaires qui doivent accroître la demande intérieure et qui portent sur un montant de 12,25 milliards de marks. Par ailleurs, les objectifs fixés demeurent problématiques à maints égards. En outre, il faut se demander si les modifications importantes des rapports de change, qui ont eu lieu récemment, ne réduiront pas à néant les efforts faits pour améliorer la situation économique internationale.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

En *République fédérale d'Allemagne*, la situation ne s'est guère modifiée du premier au deuxième trimestre. Malgré l'évolution favorable qu'ont enregistrée l'industrie de l'automobile et, surtout, celle de la construction, l'indice de la production industrielle n'est pas monté. Les entrées de commandes dans l'industrie, aussi bien en provenance d'Allemagne que de l'étranger, sont restées pratiquement au niveau du premier trimestre.

Après s'être ralenti au premier trimestre, le commerce extérieur a connu une certaine reprise. Du premier au deuxième trimestre, les exportations ont augmenté de 7%, et les importations, de 5,4%. Du premier semestre de 1977 à la période correspondante de cette année, l'excédent de la balance commerciale a passé de 18,4 milliards à 18,9 milliards de marks, et le surplus de la balance des revenus a augmenté de 2,9 milliards, pour s'inscrire à 7,7 milliards.

La situation s'est améliorée légèrement sur le marché du travail, où le nombre de chômeurs est resté inférieur, depuis le mois d'avril, au niveau enregistré l'année précédente. Du mois d'avril au mois de juillet, le taux de chômage s'est chiffré à 4,1% en moyenne, contre 4,3% durant la période correspondante de 1977.

L'évolution des prix a continué d'être calme. Au mois de juillet, la hausse en un an de l'indice du coût de la vie s'est inscrite à 3,6%, et celle de l'indice des prix des produits industriels, à 1,2%, alors que l'indice des prix de gros a baissé en un an de 0,1%.

En *France*, les espoirs de relance que l'on caressait au printemps se sont estompés partiellement. La production industrielle au premier semestre ne s'est guère modifiée, en moyenne, par rapport à la période correspondante de l'année précédente. La reprise de l'investissement ne s'est pas encore dessinée. Le moteur de l'activité économique demeure la consommation et, surtout, la demande extérieure.

Par rapport à la période correspondante de 1977, les exportations ont augmenté de 13% au premier semestre, et les importations, de 6,5% seulement. La balance commerciale s'est donc améliorée nettement: elle s'est soldée par un excédent de 0,9 milliard de francs français, tandis qu'elle avait accusé un déficit d'environ 9 milliards au premier semestre de 1977.

Cet été, la situation s'est détériorée nettement sur le marché du travail. Compte tenu des variations saisonnières, les demandes d'emplois ont atteint le chiffre record de 1,24 million au mois de juillet.

Bien que le renchérissement en un an ait passé de 9,2% au premier trimestre à 9% au deuxième, l'évolution des prix a tendu à s'accélérer. La hausse mensuelle moyenne des prix à la consommation est montée de 0,7% au premier trimestre à presque 1% au trimestre suivant. Toutefois, il faut souligner surtout que le gouvernement

a décidé d'abolir graduellement le contrôle des prix. Cette mesure devrait provoquer une accélération de la hausse à court terme, mais une stabilisation à long terme.

En *Italie*, la conjoncture est toujours incertaine, le problème du déficit budgétaire croissant n'étant pas résolu et la situation de diverses industries restant précaire. Au premier semestre, la production industrielle moyenne a diminué de 2,4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cependant, l'évolution a différé notablement d'un secteur à l'autre.

Seules les exportations se sont développées favorablement. Par rapport à la période correspondante de 1977, elles ont augmenté de 11,9% au premier semestre, alors que l'accroissement des importations a été inférieur à 1%. Le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 177 milliards de lires, contre 2279 milliards au premier semestre de 1977. La balance des revenus s'est améliorée encore plus fortement, puisqu'un déficit de plus de 1700 milliards de lires s'est transformé en un excédent de 2400 milliards en chiffre rond.

Le ralentissement de l'inflation a cessé. Depuis le printemps, la hausse en un an du coût de la vie a dépassé 12%, et celle des prix de gros s'est chiffrée à environ 8%. Dans le domaine des salaires, le ralentissement ne devrait pas non plus se poursuivre, car la hausse de l'échelle mobile va s'effectuer pour la période allant du mois d'août au mois d'octobre. Au mois de juin, la hausse annuelle 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*, la conjoncture ne s'est guère modifiée au deuxième trimestre. La lente reprise de la production industrielle et l'accélération sensible de la consommation privée ont continué. L'indice de la production industrielle est monté de 0,8% du premier au deuxième trimestre et de 2,2% du deuxième trimestre de 1977 au trimestre correspondant de cette année. Les ventes du commerce de détail ont augmenté respectivement de 1,5% et de 5,3% durant les mêmes périodes.

Tout en variant fortement d'un mois à l'autre, le commerce extérieur s'est développé, au premier semestre, de façon relativement favorable. Par rapport à la période correspondante de 1977, la valeur des exportations s'est accrue de 11,5%, et leur volume, de 3,9%; les importations ne se sont élevées respectivement que de 4,9% et de 2,5%. Le déficit de la balance commerciale s'est réduit de 1 milliard de livres en chiffre rond, pour s'inscrire à 713 millions.

Le renchérissement en un an a atteint, avec 7,4%, son taux le plus bas au mois de juin, pour remonter à 7,8% au mois de juillet. La hausse des salaires a continué de s'accélérer au deuxième trimestre, et la montée moyenne des revenus semble s'être chiffrée à environ 14% durant l'année tarifaire qui s'est terminée à la fin du mois de juillet. Pour l'année budgétaire en cours, le gouvernement a adopté des directives concernant la politique des

salaires, qui visent à réduire de moitié le taux de la hausse.

Aux *Etats-Unis*, le produit national brut réel s'est accru à un rythme annuel de 8% au deuxième trimestre, ce qui a compensé largement la stagnation enregistrée au premier trimestre. Les principaux indices montrent que, dans la majeure partie des secteurs, l'activité économique s'est accélérée. Dans l'industrie, les entrées de commandes ont augmenté de 5,1% par rapport au premier trimestre, et la production s'est accrue de 3,1%. Le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est élevé de 4,7%.

En raison de la forte croissance économique, le niveau de l'emploi est monté, de sorte que le taux moyen de chômage a passé de 6,2% au premier trimestre à moins de 6% au deuxième trimestre. Cependant, l'accélération de l'activité économique a entraîné une augmentation sensible des tendances inflationnistes. Du premier au deuxième trimestre, le taux du renchérissement en un an, calculé en fonction du produit national, est monté de 7,2% à 10,7%. Du mois de mars au mois de juillet, la hausse annuelle des prix à la consommation a passé de 6,5% à 7,7%, et celle des prix de gros, de 6,1% à 8,1%.

Le commerce extérieur s'est développé favorablement au deuxième trimestre. Par rapport au trimestre précédent, les exportations ont augmenté de 15,1%, et les importations, de 4,2% seulement, si bien que le déficit de la balance commerciale s'est réduit de 3 milliards, pour s'inscrire à 6,7 milliards de dollars.

Au *Japon*, la croissance du produit national brut au premier trimestre avait atteint le taux annuel étonnant de presque 10%. Comme il fallait s'y attendre, l'expansion s'est ralentie au deuxième trimestre. Les impulsions venant de la demande extérieure se sont atténuées, alors que la demande intérieure s'est accélérée. Du premier au deuxième trimestre, la production industrielle a augmenté de 1,7%, contre 2,9% auparavant. Néanmoins, l'emploi ne s'est amélioré que dans une faible mesure, le nombre de chômeurs passant de 1,34 million à 1,24 million du premier au deuxième trimestre.

La balance commerciale et la balance des revenus se sont soldées par des excédents records au deuxième trimestre, qui ont atteint respectivement 6,6 milliards et 4,8 milliards de dollars. La valeur en dollars des exportations a augmenté de 20,2% en un an, et celle des importations, de 7,5% seulement. Toutefois, la réévaluation du yen a modifié radicalement la signification de ces données; en volume, les exportations ont diminué de 2,5% du deuxième trimestre de 1977 à la période correspondante de cette année.

La hausse en un an des prix à la consommation a passé de 4,5% au mois de mars à 4,1% au mois de juillet. La modification des cours du change a accéléré la baisse en un an des prix de gros, qui s'est inscrite à 2,5% au mois de juillet, contre 1,8% au mois de mars.

Evénements monétaires internationaux

L'idée d'une coopération monétaire européenne plus étroite que par le passé, lancée au début de l'année, s'est précisée quelque peu lors de la Conférence au sommet des Communautés européennes, qui a eu lieu les 6 et 7 juillet à Brême. Les principes que les autorités françaises et allemandes ont élaborés, et qui prévoient la création d'une zone monétaire européenne, ont été acceptés par les autres Etats membres, à quelques nuances près.

D'après ces principes, le nouveau système doit être aussi strict, pour le moins, que celui du serpent monétaire. Tous les Etats membres des Communautés peuvent adhérer au système. Les Etats dont la monnaie n'est pas intégrée au serpent peuvent bénéficier, pendant une période transitoire, de marges de fluctuations plus larges que celles des autres participants. Les Etats qui ne sont pas membres des Communautés européennes, mais qui leur sont liés étroitement sur le plan économique, peuvent participer au système à titre d'associés. Le système se fondera sur une unité monétaire européenne (UME), définie de façon analogue à l'unité de compte que les Communautés utilisent déjà.

Les Etats participants définiront des cours de change fixes, mais ajustables, et s'engageront à maintenir le cours de leur monnaie à l'intérieur d'une marge de fluctuation déterminée. Les interventions nécessaires à cette fin s'effectueront principalement dans les monnaies des Etats participants, et non plus en dollars.

Il est prévu que les participants utiliseront une partie de leurs réserves d'or et de dollars pour constituer un Fonds monétaire européen. Les autres versements s'effectueront en monnaies nationales. En contrepartie, les Etats recevront des droits de tirage libellés en UME, dont l'emploi sera soumis à des conditions de politique économique, analogues à celles du Fonds monétaire international.

Par ailleurs, les Etats participants se proposent de coordonner leur politique des changes par rapport aux monnaies de pays tiers, en particulier par rapport au dollar. Dans une première déclaration à ce sujet, les autorités américaines ont laissé entendre qu'elles n'accepteraient pas un système défavorable au dollar, empêchant, par exemple, des adaptations nécessaires de cours.

Afin de donner forme au système envisagé, la Conférence a chargé les organes des Communautés européennes qui s'occupent de politique monétaire de présenter, jusqu'à la fin du mois d'octobre, des propositions concrètes se fondant sur les directives qu'elle a adoptées. Jusqu'à cette date, les organes en question doivent résoudre différents problèmes pratiques. Par exemple, il convient de déterminer si, et comment, les cours médians des différentes monnaies doivent être fixés par rapport à l'UME. En outre, le bon fonctionnement du système dépendra des efforts que feront les gouvernements pour coordonner leurs politiques économiques et, en particulier, pour réduire les écarts entre les taux d'inflation.

Au mois de décembre, une nouvelle conférence au sommet décidera si le système envisagé doit entrer en vigueur le 1er janvier 1979.

Sur les marchés des changes, l'affaiblissement sensible du dollar et la forte hausse du yen, ainsi que du franc suisse ont été les événements les plus marquants. Après que le dollar se fut stabilisé, aux mois d'avril et de mai, à un niveau légèrement supérieur à celui des cours extrêmement bas qui avaient été enregistrés au début du mois de mars, la baisse a recommencé au mois de juin. Dans une première phase, elle a concerné surtout la relation du dollar au yen. Par la suite, elle s'est étendue à toutes les autres monnaies importantes. De la mi-mai à la mi-août, le cours du dollar est descendu de 22,1% par rapport au franc suisse, de 19,4% par rapport au yen et de 9,4% par rapport au mark allemand. Durant la même période, le cours du dollar par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis a baissé, en moyenne pondérée, d'un peu plus de 6%.

La cause principale de la baisse semble être le fait que, malgré toutes les assurances du gouvernement américain, des mesures efficaces contre l'inflation croissante et contre les déficits considérables de la balance des revenus n'ont pas encore été prises. Cette impression s'est renforcée après la conférence au sommet qui s'est réunie à Bonn, à la mi-juillet, et au cours de laquelle le gouvernement des Etats-Unis ne s'est pas montré disposé à prendre des mesures importantes de politique monétaire. A l'étranger, un certain désenchantement s'est produit au sujet de la politique que mènent les autorités monétaires américaines. En effet, celles-ci n'ont réagi qu'avec hésitation au dépassement persistant du taux d'accroissement de la masse monétaire, qui avait été fixé comme objectif. Par exemple, le taux de l'escompte n'a été majoré, au début du mois de juin, que de 0,25% et porté ainsi à 7,25%.

A la mi-août, la chute du dollar a atteint de telles proportions que les autorités américaines ont pris des mesures tangibles. Le système fédéral de réserve a majoré le taux de l'escompte de 0,5%, le fixant à 7,75%. En outre, il a laissé monter les autres taux du marché à court terme. De plus, il a renoncé à obliger les banques américaines qui recueillent des fonds à l'étranger à constituer des avoirs minimaux sur les montants prélevés. Enfin, le Département américain du Trésor a annoncé qu'il augmentait de 450 000 onces ses ventes mensuelles d'or, et les portait à 750 000 onces. A la suite de ces mesures, le cours du dollar s'est raffermi quelque peu.

La tendance à la hausse s'est concentrée tout d'abord sur la monnaie du Japon. De la mi-mai à la mi-août, le yen est monté de 24%, le cours du dollar passant de 226 à 182 yens. Les excédents des balances japonaises du commerce et des revenus étant élevés et ayant tendance à augmenter, la Banque du Japon a considéré tout d'abord la hausse du yen comme inévitable. Au mois de juillet, elle est intervenue cependant plus vigoureusement sur le marché des changes, de sorte que les ré-

serve monétaires ont augmenté de plus de 2 milliards de dollars en un mois.

De la mi-mai à la mi-août, le cours du mark par rapport au dollar est monté de 10,4%, passant de 2,12 marks à 1,92 mark pour un dollar. Toutefois, la hausse a été moins forte que celle de diverses autres monnaies; le cours du mark a donc baissé de 14% par rapport au franc suisse, de 11% par rapport au yen et de 1,4% par rapport au franc français. Cette faiblesse relative, inhabituelle, du mark semble due à la politique d'expansion économique que mène un gouvernement soumis aux pressions de l'étranger, et à la crainte que l'Allemagne ne doive, à moyen terme, payer sa participation à l'union monétaire élargie par une hausse de son taux d'inflation.

Après un fléchissement au début de l'année, la livre sterling s'est stabilisée ces derniers mois. Par rapport au dollar, son cours s'est même raffermi. A la mi-août, il a dépassé passagèrement le niveau maximal de presque 2 dollars atteint au début de l'année. Cette hausse était due surtout à la politique de la Banque d'Angleterre visant à reprendre le contrôle de la masse monétaire, dont l'expansion avait excédé nettement les proportions voulues. Ainsi, l'institut d'émission a porté son taux de l'escompte de 9 à 10% à partir du 8 juin. Par rapport au niveau minimal fixé au début de l'année, la majoration s'est inscrite à 3,5%. En outre, les autorités ont de nouveau mis en place le «corset», c'est-à-dire la limitation de l'expansion du crédit.

De la mi-mai à la mi-août, le cours de la lire a baissé de 2,1% par rapport au mark allemand et de 3,5% par rapport au franc français; en revanche, il est monté de 8,1% par rapport au dollar.

L'évolution du serpent a été calme tout d'abord, car la hausse du mark par rapport au dollar est restée relativement faible. Au mois de juillet, les tensions se sont accentuées. En particulier, les pressions sur le franc belge se sont renforcées. Le 26 juillet, les autorités monétaires belges ont porté le taux de l'escompte de 5,5% à 6%, et celles des Pays-Bas l'ont haussé de 4% à 4,5%.

Le prix de l'or s'est adapté assez exactement aux variations du dollar. De la mi-mai à la mi-août, il a passé de 177 dollars l'once au niveau record de 215,75 dollars l'once. Par la suite, il a baissé légèrement, à mesure que le cours du dollar se raffermissait. En revanche, le prix de l'or en francs suisses est resté relativement stable durant toute la période examinée, où il a oscillé aux environs de 11 000 francs le kilo. Le marché a absorbé facilement, outre les ventes périodiques du Fonds monétaire international (FMI), les quatre cessions d'or auxquelles a procédé le Département du Trésor américain et qui se sont montées chaque fois à 300 000 onces. Ces trois derniers mois, les ventes du FMI se sont effectuées au prix moyen de 183,09, de 184,14 et de 203,28 dollars l'once. Par ailleurs, le FMI a cédé environ 1 million d'onces à différents pays en développement.

Evolution de la conjoncture en Suisse

Le ralentissement de l'expansion qui a eu lieu durant les premiers mois de l'année s'est avéré provisoire. Les indices relatifs au deuxième trimestre montrent que la croissance s'est accélérée passagèrement. Par rapport au trimestre précédent, aussi bien le volume des exportations que celui des importations ont augmenté sensiblement. Toutefois, un ralentissement de l'expansion s'est produit vers la fin du trimestre. Au mois de juillet, une diminution a même été enregistrée. Pendant la période examinée, la consommation privée s'est stabilisée.

Au deuxième trimestre, l'évolution de la demande intérieure s'est accélérée par rapport au premier trimestre, ainsi que par rapport au deuxième trimestre de 1977. Le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a augmenté de 1,1% en un an. Les ventes de denrées alimentaires, de produits destinés aux loisirs et d'automobiles se sont accrues surtout. Récemment, la demande de meubles s'est renforcée de manière sensible. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le volume des biens de consommation importés a augmenté de 13,2% au deuxième trimestre, mais de 2% seulement au mois de juillet.

La demande de produits importés surtout s'est accrue vigoureusement au deuxième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, l'augmentation en volume s'est inscrite à 16,5%, taux le plus élevé que l'on ait enregistré depuis le dernier trimestre de 1976. Comme l'évolution sur le marché des changes n'incite guère à accroître les stocks, les importations marquent une accélération de l'activité économique. L'augmentation réelle en un an des matières premières et produits semi-ouvrés importés est particulièrement frappante, puisqu'elle s'est chiffrée à 17,7%. L'accroissement des biens d'équipement a ralenti, à l'exception des avions, dont l'importation a subi l'influence de facteurs particuliers. Abstraction faite de ce poste, l'augmentation nominale en un an des biens d'équipement importés s'est chiffrée à 15,8% au deuxième trimestre, contre 21,6% au premier trimestre. Au mois de juillet, les importations ont fléchi; leur volume a été inférieur de 2,1% au niveau de l'année précédente. Les matières premières et produits semi-ouvrés ont subi une diminution réelle considérable, qui s'est inscrite à 11,7% par rapport au mois de juillet 1977. Abstraction faite des avions, les importations nominales de biens d'équipement ont décliné de 2,4%.

Par rapport à la période correspondante de l'an passé, le volume des exportations a augmenté de 11% au deuxième trimestre. En atteignant respectivement 9,8% et 10,3%, les taux d'accroissement en un an enregistrés par l'industrie des machines, ainsi que par l'industrie du textile et de l'habillement marquent une progression notable par rapport au premier trimestre. Les livraisons de vêtements en République fédérale d'Allemagne ont augmenté de nouveau de manière sensible. Selon les données provisoires recueillies par l'association faitière de l'industrie de l'habillement, les exportations ne provenaient pas seulement de la production suisse, mais

aussi, dans une mesure croissante, du commerce de transit. Au mois de juillet, le volume des exportations a été inférieur de 0,6% au niveau de l'année précédente. Du deuxième trimestre au mois de juillet, le taux de l'augmentation réelle en un an qu'a enregistré l'industrie chimique a passé de 15,1 à 4,4%. Les taux correspondants se sont inscrits à 3,5% et à 1% dans l'industrie des denrées alimentaires, des tabacs et des boissons.

Durant la période examinée, les indices des valeurs moyennes à l'importation et à l'exportation sont descendus, ce qui reflète non seulement des variations de prix, mais aussi des changements de qualité. La baisse en un an des valeurs moyennes à l'exportation s'est chiffrée à 4,5% au mois d'avril et à 1,9% au mois de juillet, et celle des valeurs à l'importation, à 13,7% et à 3,7%.

La demande s'étant accélérée au deuxième trimestre, la production industrielle devrait s'être accrue également. Dans le bâtiment, une augmentation s'est produite aussi. Par rapport au deuxième trimestre de 1977, le nombre de logements terminés dans 92 villes a progressé de 9,5%. Pendant la même période, le recours au crédit à la construction n'a augmenté toutefois que de 3,5%. Ces derniers mois, les promesses de crédit à la construction faites par 59 banques se sont inscrites à peu près au même montant qu'en 1973. Au deuxième trimestre, ces promesses ont dépassé de 37,4% la somme enregistrée un an auparavant. L'accroissement était dû surtout aux montants destinés à la construction générale de logements, aux bâtiments de l'industrie et des grandes entreprises artisanales, ainsi qu'aux maisons familiales. Dans ces catégories, les taux d'augmentation se sont inscrits respectivement à 57,1%, à 49,6% et à 35,4%. Le nombre de projets de constructions industrielles soumis aux inspecteurs fédéraux du travail s'est accru de 13,3% en un an. Par rapport au trimestre précédent, un ralentissement a eu lieu; il concernait surtout les projets de transformations et de constructions nouvelles. Le volume prévu a augmenté encore de 0,7%.

Ces derniers temps, le nombre de chômeurs complets a continué de diminuer. Durant les mois de juin et de juillet, il a été inférieur à celui des places vacantes, pour la première fois depuis le mois de décembre 1974. Au mois de juillet, les offices du travail ont enregistré 7627 chômeurs complets et 8305 places vacantes. Selon les nouvelles de l'industrie, la raréfaction de la main-d'œuvre semble devenir parfois un véritable problème. D'après l'enquête conjoncturelle relative au deuxième trimestre, qu'a menée l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, les entreprises ont tendance à considérer leurs effectifs comme trop restreints. Dans l'industrie textile, les chefs d'entreprises se plaignent qu'un débauchage effréné se produise, comme durant la haute conjoncture.

L'évolution des prix ne s'est pas modifiée. Au mois de juillet, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation s'est inscrite à 1,1%. Au deuxième trimestre, elle s'est chiffrée à 1,4%. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, l'indice des prix de gros est descendu de 3,6% au mois de juillet. Au deuxième tri-

mestre, la baisse en un an s'est inscrite à 3,7%. Elle est due surtout aux marchandises importées, dont le prix moyen est descendu de 8,9%; celui des produits suisses n'a baissé que de 1,4%.

Evolution des marchés monétaire et financier

L'accroissement 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 continué de s'accélérer au deuxième trimestre de 1978. L'expansion de la base monétaire nette, 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 certes diminué sensiblement au deuxième trimestre; son taux d'augmentation en un an a passé de 20,1% à la fin du mois de mars à 2,7% à la fin du semestre. Cependant, l'expérience montre qu'une modification de la base monétaire ne se répercute sur l'évolution de la masse monétaire M_1 qu'après plusieurs mois. Si l'accroissement de la masse monétaire s'est accéléré au deuxième trimestre, cette évolution est due aux achats élevés de dollars effectués par la Banque nationale à la fin de l'an passé et au début de cette année, qui ont entraîné une forte augmentation des moyens de paiement créés par l'institut d'émission. Au deuxième trimestre, l'accroissement moyen en un an de la masse monétaire M_1 s'est inscrit à 16,9%, contre 11,4% au premier trimestre. De la fin du mois de mars à la fin du mois de mai, il a passé de 16,7 à 18,2%, pour redescendre à 15,9% à la fin du mois de juin. Alors que l'augmentation moyenne en un an du numéraire en circulation s'est chiffrée à 4,7% au deuxième trimestre, celle des avoirs à vue s'est inscrite à 23,7%.

L'évolution observée au premier semestre ne permettra pas à la Banque nationale d'atteindre l'objectif relatif à la masse monétaire que, d'entente avec le Conseil fédéral, elle s'était fixé pour 1978. En s'écartant délibérément de son objectif initial, l'institut d'émission a cherché à tempérer l'évolution des changes.

Au cours du deuxième trimestre, la Banque nationale a pu restreindre progressivement la liquidité du marché monétaire, que, pour des raisons inhérentes à sa politique des changes, elle avait approvisionné très abondamment au début de l'année. A cette fin, elle n'a pas compensé intégralement les achats de dollars faits par le marché lorsque des exportations de capitaux soumises à autorisation nécessitaient des conversions de francs suisses à l'institut d'émission. Après que les banques eurent remboursé à l'institut d'émission 2 milliards de francs, aide destinée à financer l'échéance de mai, les avoirs en comptes de virements de l'économie à la Banque nationale se sont inscrits à 6,4 milliards durant la première semaine du mois de juin, alors qu'ils atteignaient encore 10,2 milliards de francs à la mi-mars. Pendant la deuxième quinzaine du mois de juin, la préparation de l'échéance semestrielle a déterminé l'évolution du marché monétaire. L'institut d'émission a octroyé aux banques une aide à court terme qui se chiffrait à 6,2

milliards de francs. Ainsi, les avoirs en comptes de virements des banques, du commerce et de l'industrie se sont inscrits à 10,9 milliards de francs à la fin du semestre, bien que l'augmentation des billets en circulation et des avoirs de la Confédération ait absorbé, au cours des deux dernières semaines du mois de juin, des avoirs en comptes de virements de l'économie se montant à 1,9 milliard de francs. Sur les 6,2 milliards de francs destinés au financement des échéances, 1,5 milliard étaient des crédits d'escompte et des avances sur nantissement, 2,2 milliards étaient dus à la prise en pension de descriptions de stérilisation et 2,5 milliards étaient des swaps dollars contre francs d'une durée de sept jours. Si le financement de l'échéance n'a pas posé de problèmes, le remboursement de l'aide accordée a provoqué un resserrement passager du marché monétaire, car le reflux des billets dans le système bancaire s'est effectué de façon relativement lente. Afin d'éviter une hausse des taux d'intérêt, la Banque nationale a donc conclu avec les banques des swaps à court terme dollars contre francs, qui s'inscrivaient à 0,7 milliard de francs en chiffre rond. A la mi-juillet, les avoirs en comptes de virements de l'économie atteignaient 5,5 milliards de francs, soit le montant le plus bas depuis le mois de février 1977. La diminution des disponibilités bancaires était due surtout à celle des réserves de devises et à l'augmentation des autres avoirs en comptes de virements.

Pour approvisionner le marché monétaire en disponibilités, la Banque nationale a remboursé des descriptions de stérilisation qui venaient à échéance à la mi-juillet et dont le montant s'inscrivait à 345 millions de francs. En outre, elle a placé dans les trois grandes banques, durant la dernière semaine de ce mois, des fonds de la Confédération qui atteignaient 450 millions de francs et dont la durée était de six mois. Comme l'aide accordée pour financer l'échéance s'est chiffrée à 2,4 milliards de francs, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale se sont inscrits à 7,7 milliards à la fin du mois.

Au début du mois d'août, l'évolution du cours du franc a incité la Banque nationale à approvisionner le marché monétaire encore plus abondamment, afin de provoquer une baisse rapide des taux d'intérêt à court terme. Tout d'abord, elle a conclu avec les banques des swaps d'une durée d'un mois et d'un montant de 259 millions de francs. Peu après, elle leur a offert des swaps d'une durée d'un an, dont le montant n'était pas déterminé à l'avance. Les banques ont profité de cette offre et reçu ainsi 2,5 milliards de francs en chiffre rond. Les avoirs en comptes de virements de l'économie, dans lesquels se reflète la situation du marché monétaire, ont atteint 7,9 milliards de francs à la mi-août, niveau relativement élevé.

L'évolution des taux d'intérêt à court terme a correspondu à la politique monétaire de la Banque nationale. Parallèlement à la diminution graduelle de la base monétaire, le taux appliqué aux dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc a passé de 11/16% au début du mois de juin à 23/16% durant la seconde quinzaine du mois de juillet, puis est descendu très rapidement à 1/8%, car la

Banque nationale a fourni de très importantes disponibilités au marché, au début du mois d'août. Après avoir abaissé le 18 mai de ½%, pour la première fois de l'année, l'ensemble des taux appliqués aux dépôts à terme de leur clientèle, les grandes banques ont procédé à une réduction semblable le 20 juillet. Pendant près d'une semaine, le taux relatif aux dépôts d'une durée de 3 à 11 mois s'est inscrit à 1½%, et celui qui s'applique aux dépôts d'un an, à 1¾%. Peu après, soit les 26 juillet, 4 août et 18 août, les banques ont abaissé ces taux. Depuis le 18 août, le taux relatif aux dépôts de 3 à 5 mois s'est chiffré à ½%, le taux appliqué aux dépôts de 6 à 11 mois, à ¾%, et le taux relatif aux dépôts de un an, à 1%.

Sur le marché des changes, les cours se sont modifiés durablement pendant la période examinée. Les perturbations ont eu pour origine la chute du dollar et la hausse vigoureuse du yen. Cette hausse a entraîné celle du franc suisse, dont la montée s'est poursuivie de façon autonome. De la fin du mois de mai à la mi-août, le dollar, en Suisse, a passé de 1.89 fr. à 1.55 fr., nouveau cours minimal. Après que les autorités monétaires américaines eurent majoré le taux de l'escompte, le cours du dollar est remonté rapidement à environ 1.67 fr. Durant la période examinée, le cours du mark allemand a passé de 0.90 fr. à 0.83 fr., après avoir atteint le niveau minimal de 0.80 fr. De la fin du mois de mai à la mi-août, le cours du franc par rapport aux monnaies des 15 principaux partenaires commerciaux de la Suisse est monté de 12,8%, en moyenne pondérée.

Pendant la seconde quinzaine du mois de mai, la capacité d'absorption du marché financier suisse s'est affaiblie passagèrement, en raison de la hausse des taux qui s'est produite sur le marché monétaire. Comme la souscription des emprunts émis par des débiteurs suisses de premier ordre devenait tout à fait insatisfaisante, les banques cantonales et les compagnies d'électricité ont majoré leur taux de ¼%, le portant à 3½%. Cependant, le climat ne s'est amélioré notablement qu'au début du mois de juin, quand la durée des titres a été réduite. Les compagnies d'électricité ont lancé alors des emprunts 3½% au pair, dont la durée était de 8 ans. Durant la première quinzaine du mois de juin, les cantons ont émis des emprunts 3¼% d'une durée de 9 ans. Par la suite, les souscriptions d'emprunts suisses ont dépassé de nouveau fortement les montants demandés, et les cours avant la cotation en bourse ont excédé immédiatement les prix d'émission. Avant la pause des émissions, qui va de la mi-juillet à la mi-août, les cantons et les compagnies d'électricité ont donc pu fixer de nouveau à 10 ans la durée de leurs nouveaux emprunts. Le climat s'améliorant, le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 3,47% à la fin du mois de mai à 3,37% à la mi-juillet.

Pendant la pause des émissions, la hausse des taux relatifs aux dépôts à terme dans les banques a perturbé passagèrement le marché secondaire des capitaux. Toutefois, les troubles ont cessé lorsque l'approvisionnement du marché monétaire est devenu très abondant et que les taux d'intérêt y sont montés.

Graduellement, le rendement moyen des obligations fédérales est descendu, pour atteindre, le 21 août, le niveau minimal de cette année, soit 3,31%, après être monté passagèrement à 3,41% durant la première quinzaine du mois d'août.

Après la pause des émissions, l'état du marché financier a permis aux cantons et aux banques cantonales, ainsi qu'aux compagnies d'électricité, de porter à 12 ans la durée des emprunts nouveaux, tout en maintenant les taux d'intérêt respectivement à ¾% et à 3½%.

La Commission des émissions a admis tous les emprunts annoncés pour le troisième trimestre. Le programme prévoit 43 emprunts, qui doivent prélever 1 milliard de francs d'argent frais sur le marché, contre 1,6 milliard au trimestre précédent et 1,2 milliard au troisième trimestre de 1977. Les conversions se chiffrant à 1 milliard de francs, le montant total atteint 2 milliards de francs.

L'accroissement des crédits que 71 banques ont accordés à des personnes domiciliées en Suisse a continué de ralentir au deuxième trimestre. L'augmentation en un an a passé de 7% à la fin du mois de mars à 6,6% à la fin du semestre. Le fléchissement est dû surtout aux avoirs en comptes débiteurs, dont l'accroissement en un an s'est inscrit à 6,3% à la fin du mois de juin, contre 7,4% à la fin du mois de mars. En revanche, l'augmentation des placements hypothécaires s'est accélérée légèrement, le taux montant de 7,7 à 8,1%. Dans les différentes catégories d'établissements, les grandes banques ont enregistré la progression la plus forte des crédits en Suisse; l'augmentation s'est chiffrée à 9,5% à la fin du semestre, contre 4,9% dans les banques cantonales et 4,2% dans les banques régionales et caisses d'épargne.

Au deuxième trimestre, les promesses de crédits faites par 163 banques qui communiquent des données tous les trois mois se sont inscrites à 3 milliards de francs. Par rapport à la période correspondante de 1977, les promesses de crédits faites à des personnes domiciliées à l'étranger ont augmenté de 110%, et celles dont ont bénéficié des personnes domiciliées en Suisse, de 34%.

Les promesses de crédits à la construction faites par 59 banques se sont inscrites à 2,1 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 1,7 milliard au trimestre précédent. Le taux de l'accroissement en un an a passé de 13,9% au premier trimestre à 37,4% au trimestre suivant. Cette accélération était due surtout aux crédits destinés à la construction de logements non subventionnés et de maisons familiales.

L'afflux de fonds de tiers à moyen terme qu'ont enregistré 71 banques s'est chiffré à 1,1 milliard de francs au deuxième trimestre, contre 3 milliards au trimestre précédent. Alors que l'émission d'obligations de caisse a diminué de 293 millions de francs, les dépôts d'épargne ont augmenté de 821 millions, les fonds versés sur carnets et livrets de dépôts, de 591 millions.