

Rapport

sur la situation économique et monétaire, achevé
le 19 mai 1978 et remis au Conseil de banque de la
Banque nationale suisse pour sa séance du 9 juin 1978

Tendances conjoncturelles internationales

Dans les principaux pays industrialisés, la conjoncture a différé fortement d'un Etat à l'autre durant les trois premiers mois de 1978. Par rapport au trimestre précédent, le produit national brut réel n'a pas augmenté aux Etats-Unis; toutefois, cette évolution était due à des facteurs exceptionnels, tels un hiver particulièrement rigoureux et la grève des charbonnages. En revanche, la reprise économique s'est poursuivie au Japon, mais son rythme continue d'être assez lent. Dans les quatre principaux pays d'Europe occidentale, aucune tendance ne s'est dessinée. En République fédérale d'Allemagne, l'accélération observée vers la fin de 1977 a cessé partiellement. Si la hausse des prix au Royaume-Uni s'est ralentie et si la consommation privée s'y est intensifiée, l'accroissement de la masse monétaire a été trop rapide et la balance des revenus s'est détériorée déjà. En France, où les résultats des élections ont éliminé les incertitudes politiques, la conjoncture s'est améliorée quelque peu. La situation en Italie est plus satisfaisante que par le passé; visiblement, la reprise y a commencé.

Au premier trimestre de 1978, on n'a guère enregistré de progrès qui permettent une croissance constante et équilibrée. D'autre part, divers facteurs ont assombri les perspectives économiques. L'évolution des marchés des changes a été le point le plus négatif. L'affaiblissement du dollar, dont les effets sur l'économie mondiale commencent seulement à se faire sentir, modère la conjoncture à différents points de vue: sur le plan international, il crée un climat d'insécurité qui freine l'évolution générale de la conjoncture et, en particulier, celle du commerce entre les Etats. Sur le plan national, il restreint les exportations des pays dont la monnaie est forte et, par conséquent, entrave les investissements.

Des facteurs internes également ont assombri les perspectives économiques de certains pays. Ainsi, les majorations de salaires dont les partenaires sociaux ont convenu dans différentes industries allemandes sont considérées comme incompatibles avec l'accélération de la conjoncture et, surtout, de l'investissement. Les tensions inflationnistes croissantes qui se sont produites aux Etats-Unis et les conséquences de l'affaiblissement du dollar, qui ont été reconnues graduellement, ont incité les autorités américaines à réviser leur politique économique, axée sur une expansion prononcée.

Dans cette situation internationale, il n'est pas étonnant que des voix s'élèvent pour proposer d'accélérer la conjoncture. On a renoncé à la «théorie de la locomotive», selon laquelle certains grands pays industrialisés devraient provoquer l'expansion générale. Le cas des

Etats-Unis montre que l'expansion peut entraîner, en raison de la baisse subséquente du cours du change, un ralentissement de la conjoncture dans d'autres pays. La nouvelle stratégie qui porte le nom de «théorie du convoi» paraît plus proche de la réalité. Selon cette théorie, un assez grand nombre de pays devrait contribuer à l'essor de l'économie mondiale. De plus, il faudrait tenir compte des restrictions que divers Etats ont adoptées sur le plan intérieur ou à l'égard de l'étranger. Une action internationale concertée qui viserait à accélérer la conjoncture aurait un effet multiplicateur, dont l'ensemble de l'économie internationale profiterait.

Bien que cette nouvelle stratégie marque un progrès par rapport à la précédente, elle a des inconvénients notables. La théorie ne tient guère compte du fait que la cause principale de l'évolution économique défavorable n'est pas l'insuffisance de la demande globale et que des mesures monétaires ou budgétaires destinées à stimuler la conjoncture ne peuvent donc pas éliminer la stagnation.

Une seconde difficulté est due à l'inflation. Souvent, on surestime la marge de manœuvre que le ralentissement de la hausse des prix depuis le milieu de 1977 laisse pour des mesures d'expansion. Dans de nombreux pays, le taux d'inflation demeure à un niveau inacceptable à long terme, ce qui nécessite des efforts considérables pour le réduire. D'autre part, l'expérience montre que, même dans les pays les plus avancés à cet égard, le problème de l'inflation n'est pas résolu définitivement et exige encore une attention soutenue, comme le prouve l'évolution récente aux Etats-Unis.

Ces objections ne signifient pas que la nouvelle stratégie soit condamnée à l'échec. Elle sera l'objet d'études approfondies dans le cadre de l'OCDE et des Communautés européennes, avant d'être discutée à la conférence qui réunira les chefs d'Etats et de gouvernements des principaux pays industrialisés, à la mi-juillet. Il convient de ne pas surestimer les chances de succès d'une telle stratégie.

Aperçu de la conjoncture à l'étranger

Au premier trimestre de 1978, la croissance économique s'est affaiblie en *République fédérale d'Allemagne*. Par rapport au trimestre précédent, la production industrielle ne s'est pas guère modifiée. Depuis le mois de janvier, les entrées de commandes ont fléchi. Au mois de mars, elles ont diminué de 1,5% par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

La progression du commerce extérieur s'est ralentie. Par rapport au premier trimestre de 1977, les exportations ont augmenté de 1% seulement, alors que l'accroissement en un an enregistré au quatrième trimestre de 1977 s'était monté à 6,1%. L'augmentation en un an des importations s'est inscrite à 1,6% au premier trimestre de 1978, contre 3,5% au trimestre précédent. Du dernier trimestre de 1977 au trimestre suivant, l'excédent de la balance commerciale a diminué de 3,4 milliards de marks, pour se chiffrer à 8,7 milliards. Quant au surplus de la balance des revenus, il a passé de 8,4 à 3,1 milliards de marks. Toutefois, il est resté supérieur à l'excédent réalisé un an auparavant, qui s'inscrivait à 2,4 milliards de marks.

Du mois de février au mois de mars, le nombre de chômeurs a décru légèrement. Au mois de mars, il a été néanmoins supérieur de 1,4% au niveau atteint un an auparavant. Le taux de chômage s'est inscrit à 4,9%, contre 5,4% au mois de février.

La baisse du taux d'inflation, qui avait commencé à la fin de 1977, a continué. Au mois d'avril, la hausse en un an du coût de la vie s'est chiffrée encore à 2,9%.

Après un fléchissement au dernier trimestre de 1977, la production industrielle en France a augmenté quelque peu au trimestre suivant. Les dernières enquêtes montrent que la tendance favorable de la conjoncture s'est accentuée ces derniers mois.

Du dernier trimestre de 1977 au premier trimestre de 1978, l'augmentation en un an des exportations a passé de 13,6 à 12,6%. En revanche, celle des importations s'est accélérée; son taux est monté de 1,8 à 6,4%. La balance commerciale s'est donc détériorée; l'excédent d'environ 1 milliard de francs français qu'elle avait accusé au quatrième trimestre de 1977 s'est transformé en un déficit de 2,4 milliards.

Sur le marché du travail, la situation s'est aggravée encore. Au mois d'avril, le nombre de chômeurs est monté de 1,5%, compte tenu des variations saisonnières, et s'est chiffré à 1,087 million. En un an, il s'est élevé de 4,8%.

Dans l'évolution des prix, aucun progrès n'a été réalisé depuis le début de 1978. Au mois de mars, la montée en un an des prix à la consommation s'est inscrite encore à 9,2%. La hausse en un an des prix de gros dans l'industrie s'est chiffrée à 0,9%, contre 1,6% au mois de février.

En Italie, la production industrielle est restée inférieure, durant les trois derniers trimestres, au niveau correspondant de l'année précédente. La diminution s'est inscrite à 5% au premier trimestre de 1978 et à 6,9% au mois de mars.

L'évolution du commerce extérieur s'est ralentie. Au quatrième trimestre de 1977, l'accroissement en un an des exportations s'était chiffré à 19%; il s'est inscrit à

7,3% au trimestre suivant. Les importations ont diminué de 3,4%, alors qu'elles avaient augmenté de 3% du quatrième trimestre de 1976 à la période correspondante de l'an passé. Le déficit de la balance commerciale s'est accru au premier trimestre de 1978, tout en restant inférieur au niveau atteint un an auparavant. La balance des paiements, qui avait accusé un déficit de 1500 milliards de lires au premier trimestre de 1977, s'est soldée par un excédent de 800 milliards cette année.

Par rapport aux mois précédents, la hausse des prix et des salaires s'est affaiblie quelque peu. Au mois de mars, la montée en un an des salaires minimaux fixés dans les conventions collectives s'est inscrite à 17,3%, alors que la hausse avait atteint 23%, en chiffre rond, du mois d'août au mois de janvier. La montée en un an du coût de la vie s'est inscrite à 12,5%, contre 22,2% un an auparavant. Le taux correspondant relatif aux prix de gros a baissé également, passant de 24,7 à 7,8%.

Au Royaume-Uni, la production industrielle a augmenté très peu, tandis que la consommation privée s'est accélérée nettement. En volume, le commerce de détail s'est accru de 1,6% par rapport au dernier trimestre de 1977 et de 2,4% par rapport au premier trimestre de l'an passé. Cette situation était due à l'évolution des revenus, dont le taux d'augmentation est monté constamment depuis l'automne, et au fait que la hausse en un an des prix à la consommation a passé de 9,9% au mois de janvier à 7,9% au mois d'avril.

L'emploi a continué de s'améliorer légèrement. Le nombre de chômeurs a diminué, passant de 1,43 million durant les derniers mois de 1977 à 1,39 million à la mi-avril. Ce dernier chiffre correspond à un taux de chômage de 5,8%.

La divergence dans l'évolution de la production et de la consommation privée s'est répercutée déjà sur le commerce extérieur. Après s'être soldée par un très léger excédent au second semestre de 1977, la balance commerciale a accusé un déficit de 288 millions de livres pendant les quatre premiers mois de 1978. A vrai dire, le déficit avait atteint 1093 millions de livres durant la période correspondante de 1977.

Aux Etats-Unis, le produit national brut réel a décru à un rythme annuel de 0,4% au premier trimestre. La diminution, qui a eu lieu pendant les deux premiers mois de l'année, était due surtout aux intempéries et à la grève des charbonnages. Depuis lors, une reprise prononcée s'est produite; au mois d'avril, la production industrielle a dépassé de 2% le niveau atteint au mois de décembre. Au mois d'avril également, la hausse en un an du chiffre d'affaires qu'a enregistré le commerce de détail s'est inscrite à 9,3%.

Durant le même mois, le taux de chômage est descendu à 6%, niveau le plus bas depuis le mois d'octobre 1974. Le nombre de personnes employées est monté sensiblement. Au mois d'avril, il excédait de 3,5 millions le chiffre enregistré un an auparavant.

Au premier trimestre, la balance commerciale s'est soldée par le déficit record de 9,7 milliards de dollars. Si les exportations se sont accrues de 4% par rapport à la période correspondante de 1977, les importations ont augmenté de 9,5%.

Le rythme de l'inflation s'est accéléré sensiblement ces derniers mois. Alors que la hausse en un an des prix à la consommation a continué de s'inscrire à 6,5% en chiffre rond, celle des prix de gros a passé de 5,9% au mois de décembre à 7% au mois d'avril. Le renchérissement calculé en fonction du produit national brut, qui s'était inscrit à 5,9% au quatrième trimestre de 1977, a atteint 7,1% au trimestre suivant.

Au Japon, l'expansion lente s'est poursuivie. La reconstitution des stocks a progressé et l'accroissement de la production industrielle a continué. Il s'est chiffré à 3,8% au premier trimestre, contre 2,1% au trimestre précédent. Grâce aux programmes du gouvernement, qui visent à stimuler la conjoncture, l'investissement a augmenté, en particulier dans le secteur de la construction. Par contre, la consommation privée est restée faible. Du quatrième trimestre de 1977 au trimestre suivant, le nombre de chômeurs a passé de 1,05 à 1,34 million.

Durant les quatre premiers mois de l'année, l'accroissement considérable des exportations a continué. Le taux de l'augmentation en un an s'est inscrit à 20,1%, contre 18,6% au trimestre précédent. Quant aux importations, leur accroissement est monté de 4,3 à 6,7%. L'excédent de la balance commerciale a passé de 4,5 milliards de dollars pendant les quatre premiers mois de 1977, à 8,07 milliards cette année. Toutefois, l'augmentation des exportations s'est ralentie légèrement au mois d'avril.

Événements monétaires internationaux

Lors de la session qu'il a tenue les 29 et 30 avril à Mexico, le Comité intérimaire du Fonds monétaire international (FMI) s'est occupé surtout de la situation économique internationale et a examiné des stratégies de croissance à moyen terme, que les Etats pourraient mettre en œuvre dans le cadre d'une action internationale concertée. Par ailleurs, les délégués ont délibéré sur le montant et sur les modalités de la septième révision des quotes-parts. Ils ont manifesté de nouveau des divergences à ce propos. En revanche, ils sont parvenus à un accord sur différentes questions, liées les unes aux autres, qui se rapportent directement ou indirectement aux droits de tirage spéciaux (DTS). Ainsi, les Etats-Unis et la République fédérale d'Allemagne ont renoncé en grande partie à s'opposer à une nouvelle allocation de DTS, bien qu'on ne puisse parler d'une pénurie de liquidités internationales, condition de toute allocation selon les statuts du FMI. L'assemblée annuelle qui aura lieu au mois de septembre devrait recevoir un rapport et une proposition à ce sujet. Les délégués se sont montrés également disposés à adopter une proposition tendant à faire passer les taux d'intérêt relatifs aux DTS de 60 à 80% de la moyenne pondérée des taux qui sont en vi-

gueur sur les marchés monétaires des cinq principaux Etats membres. Ils n'ont pas encore décidé si la rémunération des créances sur le FMI devait être majorée. Une telle hausse aurait pour conséquence un renchérissement des crédits qu'accorde le FMI.

Les marchés des changes se sont apaisés pendant la période examinée. L'atmosphère qui influe sur le cours du dollar s'est modifiée. Tandis que toute mauvaise nouvelle avait provoqué une baisse de cours au début de l'année et que le marché n'avait guère tenu compte des événements favorables, la confiance dans le dollar a repris graduellement aux mois de mars et d'avril.

Le public semble avoir compris qu'une baisse de cours aussi forte ne correspondait pas à l'évolution économique. D'autre part, les efforts qui visent à un renforcement de la coopération monétaire internationale avec la participation active des Etats-Unis se sont poursuivis. Le Système fédéral de réserve et la Banque fédérale d'Allemagne ont porté de 2 à 4 milliards de dollars leur limite mutuelle de swaps. En outre, le Département du Trésor des Etats-Unis a vendu à la Banque fédérale d'Allemagne, afin de se procurer des marks, 600 millions de DTS qu'il détenait en propre. Les autorités monétaires des Etats-Unis sont intervenues massivement sur le marché des changes. Elles se sont procuré les fonds nécessaires en concluant des swaps avec la Banque fédérale d'Allemagne.

Toutefois, le regain de confiance dans le dollar semble dû surtout au fait que des changements se sont dessinés dans les priorités de la politique économique américaine et que les autorités paraissent disposées à vouer plus d'attention à la lutte contre l'inflation. Les Etats-Unis ont reconnu les conséquences inflationnistes que la faiblesse du dollar a eues pour eux-mêmes. La modification des priorités a eu déjà des effets pratiques. Ainsi, le Système fédéral de réserve a mené une politique plus restrictive qui, en faisant monter les taux d'intérêt, a contribué à soutenir le cours du dollar. En outre, les autorités ont infléchi quelque peu leur politique budgétaire axée très nettement sur l'expansion, en limitant les réductions d'impôts qu'elles avaient décidées.

Après avoir atteint un point minimal au début du mois de mars, le cours du dollar par rapport aux principales monnaies s'est raffermi. Jusqu'au 18 mai, il est remonté de 10,9% par rapport au franc suisse et de 6,2% par rapport au mark allemand.

Au début du mois de mars, le cours du dollar en République fédérale d'Allemagne s'est inscrit au point minimal de 1.99 mark. Depuis lors, la Banque fédérale a pu réduire considérablement ses interventions sur le marché des changes et a même fait des cessions nettes de devises. Du début du mois de mars au 12 mai, le cours du mark par rapport aux monnaies des 22 principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne a baissé de 1,2%. Avec effet au 1er juin, les autorités monétaires ont réduit les taux des réserves minimales, afin de compenser la diminution de liquidités que les cessions de devises ont

entraînée et d'empêcher une hausse des taux d'intérêt indésirable dans la conjoncture actuelle.

La livre s'est affaiblie de nouveau, car, au premier trimestre, la balance britannique des revenus a été moins favorable que l'on ne s'y attendait, et l'accroissement de la masse monétaire a dépassé nettement le chiffre fixé comme objectif. De la mi-avril à la mi-mai, la Banque d'Angleterre a donc majoré son taux minimal de prêt le portant en trois étapes de 6½ à 9%. En raison des opérations de soutien effectuées sur le marché des changes et du remboursement anticipé de fonds empruntés à l'étranger, les réserves monétaires ont diminué de 3,2 milliards de dollars au mois d'avril. Du début du mois de mars au 18 mai, le cours de la livre par rapport au dollar a baissé néanmoins de 6,8%.

Les résultats des élections qui ont lieu au mois de mars ont fait monter le cours du franc français. Du début du mois de mars au 18 mai, il s'est élevé de 7% par rapport au mark et de 0,7% par rapport au dollar.

Si la lire s'est affaiblie légèrement par rapport au dollar, son cours est monté de 3,5% par rapport au mark.

Le cours du yen par rapport au dollar a continué de s'élever tout d'abord, atteignant le point maximal de 218 yens pour un dollar au début du mois d'avril. Par la suite, il s'est stabilisé au niveau de 225 yens. Passagèrement, la Banque du Japon a procédé à des interventions considérables pour freiner la hausse du cours. De la fin du mois de janvier à la fin du mois de mars, les réserves monétaires ont augmenté de 5,8 milliards de dollars, atteignant ainsi le niveau record de 29,2 milliards. A la mi-mars, les autorités ont abaissé le taux de l'escompte de 4¼ à 3½%, ont majoré les réserves minimales sur l'accroissement des avoirs étrangers en yens et ont limité encore la possibilité de vendre des obligations japonaises à des étrangers.

A la conférence qu'ils ont tenue au mois d'avril, les chefs d'Etats et de gouvernements des Communautés européennes ont envisagé d'intensifier leur coopération monétaire. Toutefois, les conséquences pratiques de ce dessein ne sont pas encore très claires. Il semble que l'on maintiendra le serpent monétaire dans sa forme actuelle et que l'on s'efforcera de réduire les variations de cours subies par les monnaies des autres Etats membres en reliant ces monnaies au serpent de façon flexible.

Au début du mois de mars, le prix de l'or est monté à 188,5 dollars l'once. Lorsque le cours du dollar s'est stabilisé sur les marchés des changes, le prix de l'or est descendu à 168 dollars. L'annonce que, à partir du 23 avril, le Département du Trésor des Etats-Unis céderait chaque mois 300 000 onces d'or en effectuant six ventes mensuelles d'or au moins, et celle que le gouvernement indien envisageait de procéder également à des ventes n'ont pas influé sur le prix de l'or. Au contraire, celui-ci est monté, malgré le raffermissement du dollar, à 176,50 dollars l'once jusqu'au 18 mai. Ces trois derniers mois,

les ventes d'or qu'a réalisées le FMI se sont effectuées au prix de 181,95, de 177,92 et de 170,40 dollars l'once.

Evolution de la conjoncture en Suisse

Au cours des premiers mois de 1978, le rythme de la croissance s'est ralenti quelque peu. Le fléchissement était dû à l'évolution des exportations. Toutefois, la capacité concurrentielle de notre industrie ne s'est plus détériorée, car les monnaies de nos principaux partenaires commerciaux se sont raffermies par rapport au franc suisse, à la suite des mesures de défense que nos autorités ont prises à la fin du mois de février, et le niveau des prix est resté stable en Suisse. Du 1er mars au 18 mai, le taux de réévaluation du franc par rapport aux monnaies de nos 15 principaux partenaires commerciaux a baissé de 5,9% en moyenne pondérée, après être monté de 15,7% du début du mois de novembre à la fin du mois de février. Contrairement à la demande extérieure, la demande intérieure a eu un effet stimulant sur l'économie. Les importations ont augmenté quelque peu depuis la période précédente. La consommation privée a continué de se développer favorablement.

Selon les enquêtes ERFA que mène l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, l'activité de l'industrie s'est ralentie aux mois de février et de mars. Les entrées de commandes au total, la part des commandes de l'étranger à l'ensemble des entrées de commandes, ainsi que les commandes en portefeuille ont été nettement inférieures au niveau atteint un an auparavant. Cependant, la production est restée à peu près à ce niveau. D'une industrie à l'autre, on a enregistré souvent des différences considérables. D'après les enquêtes de la Société Suisse des Constructeurs de Machines, les entrées de commandes au premier trimestre ont été inférieures de presque 12% à celles du trimestre précédent. Elles ont diminué aussi par rapport à la période correspondante de 1977, mais dans une mesure moins forte. La part de la demande extérieure a passé à 63%, taux minimal. De la fin du mois de décembre à la fin du mois de mars, la réserve de travail a augmenté de 7,2 à 7,5 mois. Ce dernier chiffre comprenait quelques commandes qui n'avaient pas encore été passées définitivement, mais dont les entreprises avaient commencé l'exécution afin d'égaliser le niveau de l'emploi et d'utiliser leurs installations.

Au début de l'année, l'accroissement des exportations s'est affaibli, puis les livraisons à l'étranger ont même diminué. Par rapport à la période correspondante de 1977, le volume des exportations a augmenté de 7,6% au mois de janvier et déchu de 0,7% au mois de mars. Par rapport au dernier trimestre de 1977, le rythme de l'expansion s'est ralenti également. D'un trimestre à l'autre, les industries des textiles et de l'habillement, l'horlogerie et la métallurgie ont enregistré un fléchissement de leurs exportations réelles, alors que seules les livraisons de l'industrie chimique et de l'industrie des machines ont augmenté. Au mois d'avril, l'ensemble des exportations s'est accru de 12,2% par rapport à la période correspon-

dante de 1977. Toutefois, l'expansion était due partiellement au fait que Pâques avait eu lieu en 1977 durant ce mois.

Pendant les trois premiers mois de 1978, les importations ont augmenté vigoureusement. En moyenne, leur volume s'est accru de 11,2% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, contre 6,5% au quatrième trimestre de 1977. Cette progression a été la plus forte depuis une année. Elle provenait avant tout des biens d'équipement, dont l'accroissement s'est inscrit à 32,5%. Dans cette catégorie, l'augmentation des machines non-électriques a atteint environ 50%, en raison surtout des importations d'éléments combustibles destinés aux centrales d'énergie nucléaire. Les importations de biens de consommation se sont accrues de 6,2%, celles de matières premières et produits semi-ouvrés, de 5,7%; ces augmentations ont donc été inférieures à la moyenne. Au mois d'avril, les importations ont augmenté de 19,8% par rapport à la période correspondante de 1977.

Après s'être soldée par l'excédent élevé d'environ 650 millions de francs au quatrième trimestre de 1977, la balance commerciale a accusé un déficit de 500 millions en chiffre rond au trimestre suivant. Le déficit s'est inscrit à 118,7 millions de francs au mois d'avril et a atteint 613,2 millions pendant les quatre premiers mois de l'année, contre 834 millions un an auparavant.

Le niveau de l'investissement ne s'est guère modifié. Les promesses de crédit à la construction que 59 banques ont faites au premier trimestre et qui indiquent les perspectives du secteur de la construction ont augmenté cependant de 13,9% par rapport à la période correspondante de 1977. L'accroissement provenait surtout de la construction de maisons familiales. Ces derniers mois, les promesses de crédits destinés à la construction de logements et les permis de construire ont augmenté légèrement. Toutefois, il ne faut pas s'attendre à des changements profonds, car les conditions fondamentales de ce secteur ne se sont pas modifiées. Les promesses de crédits destinés à la construction dans l'industrie et l'artisanat ont progressé également. Durant les trois premiers mois de l'année, elles ont dépassé de 94% le niveau atteint un an auparavant.

De même, le nombre de projets soumis à l'inspecteur des fabriques a augmenté. Les projets de constructions nouvelles et d'agrandissements se sont accrues particulièrement. Les octrois de crédits à la construction reflètent une animation légère dans ce secteur, qui diffère d'une catégorie à l'autre. Pour la cinquième fois consécutive, on a enregistré une augmentation par rapport à la période correspondante de l'année précédente, qui s'est même accélérée d'un mois à l'autre. Au mois de mars, le taux de cette augmentation atteignait 10% en chiffre rond. Dans les branches dépendant de la construction, la situation est nettement meilleure que dans le secteur de la construction lui-même. Selon les dernières données disponibles, leur appareil de production semble complètement utilisé.

La tendance des ménages à consommer semble toujours forte. Par rapport aux périodes correspondantes de l'année précédente, le chiffre d'affaires qu'a enregistré le commerce de détail a continué d'augmenter ces derniers mois. Si les taux de l'accroissement en un an ont diminué de mois en mois, il faut souligner que les données de 1977, base de la comparaison, étaient très élevées. Par rapport à l'année précédente, le volume du chiffre d'affaires qu'a enregistré le commerce de détail s'est accru de 1% au premier trimestre de 1978, contre 2% au quatrième trimestre de 1977.

Sur le marché du travail, le fléchissement de la conjoncture a influé déjà sur le nombre de chômeurs partiels. Ce nombre a augmenté dans l'industrie textile, en particulier, tout en restant moins élevé qu'on le craignait parfois. A la fin du mois de mars, les chômeurs partiels se sont chiffrés à 9133 au total. En revanche, le nombre de chômeurs complets a passé de 15 097 au mois de janvier à 10 117 au mois d'avril. En même temps, le nombre de places vacantes enregistrées par les offices du travail a continué d'augmenter, pour s'inscrire à 8312 au mois d'avril.

Les prix à la consommation sont restés presque stables. L'indice n'est monté que très peu. Du mois de janvier au mois d'avril, le taux de la hausse en un an a passé de 1% à 1,4%. Les produits alimentaires surtout ont renchéri.

En raison de l'évolution du franc sur les marchés des changes, l'indice des prix de gros a continué de baisser. Au mois de janvier, il a été inférieur de 2,4% au niveau atteint un an auparavant, et au mois d'avril, de 3,7%. La baisse relative aux produits importés s'est chiffrée respectivement à 6,4% et à 9,3%. Quant aux prix des produits suisses, ils ne sont descendus que très peu.

Evolution des marchés monétaire et financier

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, s'est accélérée au premier trimestre de 1978, conformément aux prévisions. Comme le cours du franc suisse était monté vigoureusement vers la fin de 1977 et au début de cette année, la Banque nationale avait intensifié ses interventions sur le marché des changes et avait donc été disposée à émettre de la monnaie. Par conséquent, la base monétaire nette avait augmenté fortement, ce qui avait fait baisser les taux d'intérêt et, partant, avait eu les effets souhaitables sur le cours du change. Sous l'influence de cette politique, un accroissement de la masse monétaire au sens étroit était inévitable, d'autant plus que, en période de baisse des taux d'intérêt, le public a tendance à transformer des dépôts à terme en dépôts à vue. Au premier trimestre, la masse monétaire M_1 a excédé de 11,4%, en moyenne, le niveau atteint un an auparavant. Le taux de l'accroissement en un an a passé de 7,3% au mois de janvier à 16,7% au mois de mars. Alors que l'augmentation moyenne du numéraire en un an s'est chiffrée à

4,1% au premier trimestre, celle des dépôts à vue s'est élevée à 15,3%.

Le marché des changes s'étant apaisé depuis le début du mois d'avril, l'institut d'émission a pu commencer de réduire progressivement l'excédent de disponibilités bancaires. Ces prochains mois, il faut donc s'attendre à ce que l'accroissement de la masse monétaire se ralentisse.

Durant la première quinzaine du mois de mars, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale ont augmenté de 1,2 milliard de francs, pour atteindre 10,2 milliards, car les billets en circulation et les autres avoirs en comptes de virements ont diminué. Malgré les liquidités élevées dont disposaient les banques, les taux d'intérêt sont montés quelque peu sur le marché de l'euro-franc. Afin de modérer cette évolution, l'institut d'émission a conclu avec les banques des swaps dollars contre francs d'une durée d'un mois et d'un montant de 96 millions de francs. Au cours de la seconde quinzaine du mois de mars, les disponibilités bancaires se sont réduites, car les fêtes de Pâques ont nécessité un accroissement important des billets en circulation et la Banque nationale a dénoué des swaps dollars contre francs d'une durée de trois mois et d'un montant de 293 millions de francs. En outre, les autres avoirs en comptes de virements ont augmenté fortement et les réserves de devises que détient la Banque nationale ont diminué dans une faible mesure. Néanmoins, les banques ont pu faire face à l'échéance trimestrielle sans difficultés. A la fin du mois, les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont chiffrés à 11,3 milliards de francs, car les banques se sont procuré 2,5 milliards de francs à court terme, en recourant à l'escompte et aux avances sur nantissement de la Banque nationale pour un montant de 980,7 millions et en mettant en pension des rescriptions de stérilisation qui se chiffraient à 1526,5 millions de francs.

Comme les marchés des changes se sont apaisés par rapport aux mois précédents, la Banque nationale a pu réduire graduellement, au mois d'avril, les disponibilités que la politique des changes avait portées à un niveau très élevé depuis un certain temps; elle a procédé à cette diminution en maintenant ses interventions sur le marché des changes à un montant inférieur à celui des dollars que les banques lui achetaient lors d'exportations de capitaux soumises à autorisation. Jusqu'à la fin du mois d'avril, les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale ont décliné, pour s'inscrire à 8,1 milliards de francs. La diminution était également due au fait que les billets en circulation et les autres avoirs en comptes de virements ont augmenté vigoureusement dans la seconde quinzaine du mois d'avril. L'aide que l'institut d'émission a accordée aux banques à la fin de ce mois, afin de financer l'échéance, s'est inscrite à 0,5 milliard de francs et a donc été relativement faible. Au mois de mai, la Banque nationale a continué de réduire la base monétaire, si bien que les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 7,2 milliards à la mi-mai.

Sur le marché monétaire, la politique de la Banque nationale a influencé fortement l'évolution des taux d'intérêt depuis la mi-mars. Du début du mois de mars à la mi-avril, le taux appliqué aux dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc a oscillé autour de ½%. Par la suite, il est monté continuellement jusqu'à la mi-mai, pour atteindre 1 5/16%. Le 12 avril, les grandes banques ont abaissé de ½% le taux relatif aux dépôts de leur clientèle d'une durée de 6 à 11 mois, le fixant à ½%. En même temps, elles ont réduit de ¾% le taux des dépôts d'une durée d'un an, qui s'est inscrit à ¾%. Avec effet au 17 mai, les grandes banques ont majoré leurs taux de ½%, portant à 1% le taux des dépôts de 3 à 11 mois et à 1 ¼% celui qui s'applique aux fonds d'une durée d'un an. Le 27 février, la Banque nationale a fixé le taux de l'escompte à 1% et celui des avances sur nantissement à 2%, les abaissant ainsi de ½%. Avec effet au 20 mars, elle a réduit de ¼% les taux d'escompte relatifs aux stocks obligatoires, qui s'inscrivent à 1 ¼ et à 1 ½%. A la même date, les banques ont abaissé de ½% le taux privé d'escompte et l'ont fixé à 3 ¼%.

Pendant la période examinée, le marché des changes a subi les effets des mesures prises à la fin du mois de février. A cette époque, le Conseil fédéral et la Banque nationale avaient décidé de s'opposer, par une série de dispositions, à une réévaluation du franc que les conditions économiques ne justifiaient pas et qui persistait depuis des mois. Le 24 février, ils avaient décrété la réduction des taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement, le renforcement des mesures relatives à l'intérêt négatif, ainsi qu'une modification de la réglementation concernant les positions des banques en monnaies étrangères et les ventes à terme de francs suisses à des étrangers. Le cours du franc ayant continué de monter pendant la préparation de ces dispositions, les autorités avaient arrêté un deuxième train de mesures le 27 février, qui interdit la vente de papiers-values suisses à des étrangers, l'importation de billets de banque étrangers, et qui autorise la Banque nationale à conclure des opérations de change à terme.

Le marché des changes a bien réagi à l'adoption de ces mesures. Après une phase d'hésitation, le cours du franc s'est affaibli de façon sensible. Durant la première quinzaine du mois de mars, le cours du dollar par rapport au franc suisse est monté de 9,6%, pour se fixer à fr. 1,96, et le cours du mark s'est élevé de 6,3%, pour atteindre fr. 0,95. En moyenne pondérée, le cours du franc par rapport aux monnaies des quinze principaux partenaires commerciaux de la Suisse est descendu de 5,4%. Par la suite, le marché des changes s'est calmé. De la mi-mars à la mi-avril, le cours du franc par rapport à 15 monnaies est monté très faiblement, puis a baissé continuellement jusqu'à la mi-mai. A cette époque, le cours du dollar atteignait 1,98, soit un niveau supérieur de 10,9% à celui du début du mois de mars. Pendant la même période, le cours du franc par rapport à 15 monnaies est descendu de 6% en chiffre rond.

Le marché des changes s'étant apaisé, la Banque nationale a décidé de procéder, avec effet au 16 mai, à

trois modifications techniques des commentaires relatifs à l'ordonnance concernant le placement de fonds étrangers en papiers-valeurs suisses. En particulier, les personnes domiciliées à l'étranger sont autorisées maintenant, pour autant que les ordres d'achat et de vente soient donnés simultanément, à utiliser le produit de la vente d'actions, de bons de jouissance, de bons de participation et de parts sociales de sociétés coopératives qui sont traités en bourse afin d'acquérir des titres de même nature.

La convention relative à des opérations à terme sur devises qu'avait conclue la Banque nationale avec les industries du textile et de l'habillement est arrivée à échéance le 30 avril. Elle n'a pas été prorogée.

Du mois de mars au mois de mai, l'ordonnance interdisant la vente de papiers-valeurs suisses à des étrangers et la hausse des taux d'intérêt qui s'est produite sur le marché monétaire depuis la mi-avril ont influé sur l'évolution du marché financier suisse. Après l'entrée en vigueur de l'ordonnance, le cours des obligations de deuxième et de troisième ordres émises par des débiteurs suisses, ainsi que celui des obligations émises par des débiteurs étrangers est descendu passagèrement. Au début du mois de mars, le rendement moyen des emprunts fédéraux est monté jusqu'à 3,61 %, alors qu'il s'était chiffré à 3,43 % avant l'adoption des mesures. Après une première phase d'incertitude, le marché des émissions et la bourse des obligations se sont apaisés toutefois, de sorte que le rendement moyen des emprunts fédéraux a baissé continuellement jusqu'à la mi-avril, où il s'est inscrit à 3,37 %, niveau minimal de cette année. Pendant la période examinée, les taux d'intérêt que les débiteurs suisses de premier ordre ont offerts se sont inscrits à 3¼ %. Le taux appliqué par la Banque cantonale vaudoise a fait exception; durant la seconde quinzaine du mois d'avril, cet établissement a lancé un emprunt 3½ % au prix d'émission de 101 %, car la souscription de différents emprunts émis par des débiteurs suisses n'avait pas été complète. Les compagnies d'électricité, qui offraient encore 3½ % au début du mois de mars, ont réduit leur taux à 3¼ % à la mi-mars. Les centrales d'énergie nucléaire ont fixé leur taux à 3¾ % au mois de mai alors qu'elles avaient offert 4 % au mois d'avril.

Après que les autorités eurent interdit de placer des fonds étrangers en papiers-valeurs suisses, les débiteurs étrangers de premier ordre ont dû majorer leur taux de ½ % et le porter à 4¼ %. Toutefois, ils ont pu le réduire à 4 % à la fin du mois d'avril.

Après une phase de stabilité relative au mois d'avril, l'incertitude a repris au mois de mai sur le marché des obligations. En raison de la hausse des taux sur le marché monétaire, les investisseurs institutionnels se sont montrés très circonspects, de sorte que la souscription de différents emprunts n'a pas correspondu tout à fait au montant voulu. Jusqu'au 18 mai, le rendement moyen des

emprunts fédéraux est monté à 3,45 %. Vers la fin du mois de mai, les compagnies d'électricité ont majoré leur taux de ¼ % et l'ont porté à 3½ %.

La Commission des émissions a admis tous les emprunts annoncés pour le deuxième trimestre. Le programme prévoyait 44 emprunts, qui devaient prélever 1,6 milliard de francs d'argent frais sur le marché, contre 1,3 milliard au premier trimestre et 1,1 milliard au deuxième trimestre de 1977. Les conversions atteignant 1 milliard de francs, le montant total s'est chiffré à 2,6 milliards de francs.

A partir du mois de mars, la Banque nationale n'a plus fixé de plafond relatif aux emprunts étrangers libellés en francs suisses.

A la fin du premier trimestre, le montant des crédits en Suisse accordés par 71 banques qui communiquent des données mensuelles s'est inscrit à 135,7 milliards de francs. Il a augmenté ainsi de 9 milliards de francs, ou de 7,1 %, en un an, et de 0,9 milliard de francs, ou de 0,7 %, en un trimestre. La baisse continue que le taux de l'accroissement en un an des placements hypothécaires a subie depuis un certain temps s'est interrompue à la fin du mois de mars, où le taux s'est inscrit à 7,7 %. A la même date, le taux relatif aux comptes débiteurs s'est chiffré à 7,4 %, niveau le plus bas depuis le mois de janvier 1977. Quant au taux relatif aux avances et prêts à des collectivités de droit public, il s'est inscrit à 0,4 %.

Durant les trois premiers mois de l'année, 163 banques qui communiquent des données trimestrielles ont fait des promesses de crédit se chiffrant à 6 milliards de francs en chiffre rond. Sur cette somme, 83 % des crédits se rapportaient à des personnes domiciliées en Suisse. Par rapport à la période correspondante de 1977, les promesses destinées à l'étranger ont diminué de 22,5 % et les promesses destinées à des personnes domiciliées en Suisse ont augmenté de 9,2 %.

Les promesses de crédit à la construction faites par 59 banques se sont inscrites à 1,7 milliard de francs au premier trimestre. Le taux de l'accroissement en un an s'est chiffré à 13,9 %. La progression était due surtout aux crédits destinés à la construction de maisons familiales et de villas, qui ont augmenté de 27,9 %, et aux crédits destinés à la construction dans l'industrie et l'artisanat, qui se sont accrus de 94,3 %.

Du quatrième trimestre de 1977 au premier trimestre de 1978, l'afflux de fonds de tiers dans 71 banques a passé de 5,2 milliards de francs à 3 milliards en chiffre rond. Au premier trimestre, il était dû en majeure partie à l'augmentation des dépôts d'épargne, qui s'est chiffrée à 1,8 milliard de francs. Les fonds versés sur carnets et livrets de dépôts se sont accrus de 0,7 milliard de francs, alors que l'émission d'obligations de caisse a progressé de 0,4 milliard.