

# Rapport

de la Direction générale de la Banque nationale suisse  
sur la situation économique et monétaire,  
remis au Conseil de banque pour sa séance  
du 8 juin 1979

## A. Conjoncture internationale

### 1. Conjoncture et perspectives des principaux pays membres de l'OCDE

Selon les prévisions du Secrétariat de l'OCDE, les différences dans l'évolution conjoncturelle, que l'on avait constatées l'an passé entre les Etats-Unis d'une part, l'Europe occidentale et le Japon d'autre part, devraient s'accroître en 1979. Les indices relatifs au premier trimestre semblent confirmer ces prévisions.

Dans les grands pays d'Europe et, surtout, au Japon, l'accélération de l'expansion s'est poursuivie ces derniers mois. Elle est due avant tout à la forte augmentation de la demande intérieure. Si le ralentissement de la croissance est indéniable aux Etats-Unis, il n'y est pas aussi fort que prévu. En raison de ce fléchissement, la balance commerciale américaine s'est améliorée. S'inscrivant à 5,2 milliards de dollars au premier trimestre, son déficit a correspondu environ à la moitié du chiffre atteint un an auparavant.

La perspective d'une accélération et d'une meilleure convergence du rythme d'expansion des divers pays est très incertaine. Les risques d'inflation sous-jacents sont la cause de cette incertitude. Ces derniers mois, le renchérissement s'est accru surtout dans les pays à monnaie forte, et a été particulièrement marqué au niveau des prix de gros. Dans ces pays, les prix à l'importation avaient baissé presque continuellement en 1978 en raison de la réévaluation de leur monnaie; ils ont au contraire tendance à monter actuellement, du fait que le dollar s'est raffermi et qu'un grand nombre de produits industriels, et en particulier les produits pétroliers, renchérissement sensiblement.

Cette évolution s'est produite surtout au Japon et en République fédérale d'Allemagne. Ainsi, l'indice allemand des prix de gros s'est inscrit, à la fin du mois de mars, à environ 5% au-dessus du niveau atteint un an auparavant. En revanche, la hausse des prix de gros s'est ralentie légèrement aux Etats-Unis. Toutefois, il faut souligner que, durant les trois premiers mois de 1979, son rythme annuel a atteint encore 14% en chiffre rond. L'évolution des prix de détail est inquiétante. En effet, leur hausse en un an s'est inscrite à environ 13% pendant la même période, contre 8,9% au premier trimestre de 1978.

La décision prise par l'OPEP, au mois de mars, de fixer au premier avril la majoration du prix du pétrole, dont elle avait prévu d'abord l'échelonnement jusqu'au 1er octobre, renforcera l'inflation. Ses effets pourraient être d'autant plus notables que les pays producteurs ont convenu, non d'un prix de référence, mais d'un prix minimal que le prix effectif peut dépasser, selon la situation du marché. Le renchérissement moyen du pétrole en 1979, fixé à 10% avant les décisions du mois de mars, est estimé maintenant à 12,5%. Etant donné les majorations que la plupart des pays membres de l'OPEP ont déjà annoncées, on peut craindre que ce taux ne soit dépassé largement. L'OCDE prévoit une hausse moyenne de 18,5% en 1979 et de 23,5% du dernier trimestre de 1978 à la période correspondante de cette année.

Dans les pays industrialisés, la décision de l'OPEP pourrait faire monter de 0,6 point, en moyenne, l'indice des prix à la consommation. En établissant ses prévisions, l'OCDE a tenu compte des efforts accrus que les pays occidentaux déploieraient pour réduire leur dépendance vis-à-vis des produits énergétiques importés. Un pas important dans cette direction est l'accord – élaboré par l'Agence internationale de l'énergie – que la plupart des Etats membres de l'OCDE ont signé au début du mois de mars et qui vise à réduire la consommation de pétrole de 5%, soit de 2 millions de barils par jour.

Ces prochains mois, les anticipations inflationnistes croissantes pourraient se répercuter dans de nombreux pays sur les salaires et sur le coût de la main-d'œuvre. Dans les Etats membres de l'OCDE, les revenus des travailleurs devraient monter de 10%, contre 8,75% en 1978. La hausse des coûts salariaux par unité produite devrait être la plus forte dans les grands pays, à l'exception de la République fédérale d'Allemagne, où la hausse des salaires fixés dans les conventions collectives pourrait ralentir quelque peu. Par contre, l'accélération du renchérissement influera de toute évidence sur les revendications salariales aux Etats-Unis. Dans les petits pays, la hausse des salaires et des autres coûts pourrait diminuer légèrement, ce qui entraînerait une amélioration de la productivité.

L'inflation et les incertitudes qu'engendre la nouvelle politique de l'OPEP semblent déséquilibrer les balances des revenus des pays membres de l'OCDE. Alors que ces balances s'étaient soldées par un excédent de 2,5 milliards de dollars en 1978, elles accuseront un déficit d'environ 2 milliards cette année, selon les prévisions de l'OCDE.

## 2. Situation monétaire internationale

Les variations que les cours des principales devises ont subies durant le second semestre de l'an passé paraissent rétrospectivement avoir été des réactions excessives à diverses mesures de politique économique (voir tableau no 1). Le raffermissement rapide du dollar a surpris les marchés des changes.

**Tableau no 1: Evolution des changes pondérés en fonction du commerce extérieur**

| Variations en % | nominal          |                    | réel <sup>1</sup> |              |
|-----------------|------------------|--------------------|-------------------|--------------|
|                 | 11.77 à 27.10.78 | 27.10.78 à 13.4.79 | 11.77 à 10.78     | 10.78 à 3.79 |
|                 | dollar US        | -10,1              | + 4,1             | - 6,7        |
| yen             | +27,3            | -14,3              | +16,8             | -12,9        |
| franc suisse    | +22,9            | - 7,6              | +18,7             | -10,9        |
| mark            | + 6,4            | - 1,2              | + 1,6             | + 0,0        |
| franc français  | - 1,4            | - 0,8              | + 4,8             | + 0,6        |
| lire            | - 8,6            | + 0,2              | - 3,3             | + 2,1        |
| livre sterling  | - 4,4            | + 8,3              | - 1,1             | + 5,2        |

<sup>1</sup> déduction faite des variations des prix de gros

Source: Morgan Guaranty, World Financial Markets

De la fin du mois d'octobre à la mi-avril, le cours pondéré du dollar est monté de 4,1%. Cette hausse a compensé presque la moitié de la baisse de 10,1% qui s'était produite du mois de novembre 1977 à la fin du mois d'octobre 1978. De la fin du mois d'octobre à la mi-avril, la hausse a été particulièrement importante par rapport aux monnaies fortes: le cours du dollar est monté de 23,2% par rapport au yen, de 17,1% par rapport au franc suisse et de 10,5% par rapport au mark.

Cette évolution est d'autant plus remarquable que les banques centrales de la République fédérale d'Allemagne, de la Suisse et du Japon ont remis sur le marché une très large part des dollars qu'elles avaient achetés à la fin de 1978 pour soutenir les cours. Quant aux Etats-Unis, ils ont pu dénouer une grande partie des swaps qu'ils avaient conclus avec des banques centrales étrangères. En outre, le Département américain du Trésor a remboursé, au début du mois d'avril, le reste des bons du Trésor libellés en francs suisses.

La confiance dans le dollar s'est rétablie à la suite des mesures que les autorités américaines ont prises au début du mois de novembre, en collaboration avec des banques centrales étrangères. Au premier trimestre de 1979, il en est résulté un reflux de capitaux privés vers les Etats-Unis, après que ce pays eut encore subi une exportation de capitaux au trimestre précédent. L'importation de fonds devrait persister aussi longtemps que les écarts entre les taux d'intérêt restent importants et que l'on ne s'attend pas à de grandes variations des changes.

Depuis la fin du mois d'octobre, le cours moyen de la livre, pondéré en fonction du commerce extérieur, est monté de 8,3%, tandis que les cours du yen et du franc suisse ont baissé respectivement de 14,3 et de 7,6% (voir tableau no 1). L'an dernier, le cours pondéré du mark a varié beaucoup moins fortement que celui d'autres monnaies fortes. Par conséquent, il n'a baissé que de 1,2% depuis le mois d'octobre. Dans les pays dont la monnaie a varié particulièrement sur les marchés des changes au cours des six derniers mois, les taux d'intérêt atteignent un niveau extrême. Ce dernier est bas dans les pays dont la monnaie s'est appréciée, et haut dans les pays dont la monnaie s'est dévaluée.

En examinant les cours du change réel (voir tableau no 1), on constate que, du mois d'octobre au mois de mars, la capacité concurrentielle s'est détériorée quelque peu au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, en Italie et en France, alors qu'elle s'est améliorée sensiblement au Japon et en Suisse. Le Japon a de nouveau la capacité concurrentielle atteinte à la fin de 1977.

Le Système monétaire européen (SME) est entré en vigueur le 13 mars. Dans ce système, les changes sont fixes, mais adaptables. Une limite est en outre fixée à l'écart que peut atteindre toute monnaie du système par rapport à l'ECU. Par ailleurs, le système prévoit que les possibilités de crédits offertes par les Communautés Européennes seront accrues en faveur des banques centrales participantes et que les politiques économiques nationales seront mieux coordonnées. Comme les Etats membres des Communautés paraissent disposés à harmoniser leurs politiques de stabilisation, le SME a de bonnes chances de succès. Toutefois, on doit constater qu'il ne comporte guère de mécanismes automatiques imposant des efforts de stabilisation. Mises à part les mesures de stabilisation qui devraient être prises si le cours d'une monnaie atteint son seuil de divergence, et les conditions de politique économique auxquelles est soumis l'octroi de divers crédits, le système se limite à des déclarations d'intention.

En examinant les effets du SME, il faudra donc considérer surtout la stabilité des monnaies participantes. Depuis 1975, les taux d'inflation des pays membres des Communautés Européennes se sont rapprochés les uns des autres, à un niveau plutôt en baisse. Cependant, les écarts entre les taux demeurent plus élevés qu'en 1972, au moment de l'entrée en vigueur du «serpent». Selon les prévisions relatives au renchérissement dans les pays qui participent au SME, les écarts entre les taux d'inflation devraient augmenter légèrement cette année, et le renchérissement devrait s'accélérer de façon générale. Dans les pays membres des Communautés Européennes, l'écart entre le taux d'inflation le plus élevé et le taux le plus bas s'est inscrit à 13,1 points en 1977 et à 9,5 points en 1978. Il devrait s'élever à 9,9 points en 1979.

Durant les six premières semaines qui ont suivi l'entrée en vigueur du SME, quelques monnaies ont atteint déjà la limite de leur marge de fluctuation. Ainsi, le cours du franc belge est descendu à sa limite inférieure d'in-

tervention par rapport à la couronne danoise, à la lire et à la livre irlandaise. Presque toujours, les banques centrales ont recouru au mark pour leurs interventions. Par contre, aucune monnaie n'a dépassé le niveau de son indicateur de divergence durant la période examinée, car les monnaies importantes ne se sont pas écartées fortement de leur taux pivot.

### 3. Evolution monétaire dans les pays industrialisés

La stabilité des changes et l'accélération du renchérissement ont déterminé l'évolution monétaire au premier semestre de 1979. Certaines banques centrales ont réagi contre l'inflation en prenant des mesures restrictives, mais la vigueur de leurs dispositions a varié d'un cas à l'autre.

Aux *Etats-Unis*, où l'indice des prix à la consommation est monté au premier trimestre à un rythme annuel de 13%, la politique monétaire a provoqué de vives controverses. Alors que le Système de Réserve fédérale se propose de réaliser le programme anti-inflationniste mis en œuvre au mois de novembre, des représentants du gouvernement ont exigé une politique encore plus restrictive.

Il est difficile de porter un jugement sur la politique monétaire que les Etats-Unis ont menée ces derniers temps. Des changements techniques et législatifs intervenus sur les marchés financiers ont modifié l'importance des agrégats monétaires, en particulier celle de la masse monétaire  $M_1$ . Si l'on en juge par les divers agrégats monétaires et par la base monétaire nette, la politique monétaire a été restrictive au premier trimestre. Ainsi, le taux annuel d'expansion de la base monétaire nette a passé de 8,3% au quatrième trimestre de 1978 à 5,5% durant les trois mois suivants. Pour la masse monétaire  $M_1$ , ce taux est tombé parallèlement de 1,3% à -2,4%. Toutefois, ce recul est dû en partie à l'introduction de l'«Automatic Transfer System».

Contrairement aux divers agrégats de la masse monétaire, le volume du crédit a augmenté fortement au dernier trimestre de 1978. Au mois de décembre, son accroissement en un an s'est inscrit à 11,1% (des données plus récentes font défaut). On peut se demander dans quelle mesure le Système de Réserve fédérale veut limiter la demande de crédit par sa politique des taux d'intérêt. En effet, la hausse des taux observée ces derniers mois ne résultait pas seulement d'une politique monétaire plus restrictive que par le passé, mais était due également à la demande croissante de crédits destinés au financement de stocks, ainsi qu'aux anticipations inflationnistes.

Les diverses mesures de politique monétaire prises par les autorités américaines ont contribué au regain de confiance dont bénéficie cette politique, ainsi qu'au raffermissement du dollar. L'évolution des changes a permis aux pays à monnaie forte de corriger le cours de leur politique de la masse monétaire et de le faire mieux correspondre à leurs objectifs à long terme.

En raison de l'expansion économique à laquelle on s'attend cette année et des premiers symptômes d'inflation, la Banque fédérale d'Allemagne a décidé de mener une politique monétaire plus restrictive. A cette fin, elle a majoré de ½%, à partir du mois de janvier, le taux de ses avances sur nantissement. A la fin du mois de mars, elle a porté respectivement à 4 et à 5% le taux de l'escompte et celui des avances sur nantissement, les relevant ainsi de 1%. Par ces dispositions, elle entendait également empêcher un fléchissement trop marqué du cours du mark. A la suite de ces diverses mesures, le taux de l'accroissement en un an de la masse monétaire  $M_1$ , a passé de presque 15% au mois de décembre à 10,8% au mois de mars, tandis que les taux d'intérêt à court terme sont montés fortement.

Afin de s'opposer à la dévaluation de sa monnaie et à la hausse des taux d'inflation, la Banque du Japon a relevé le taux de l'escompte de 0,75%, le fixant ainsi à 4,25%. La majoration était la première depuis le mois de décembre 1973. Ces derniers temps, l'évolution des prix s'est modifiée considérablement. Les prix de gros, qui avaient encore baissé l'an dernier, sont montés de 7,6% au mois de mars par rapport à la période correspondante de 1978. Le renchérissement du pétrole et la réévaluation du dollar, dont le cours a passé de 178 yens au mois d'octobre à plus de 200 yens au premier trimestre de 1979, se sont répercutés visiblement sur le marché japonais. Dans ces conditions, la Banque du Japon a décidé de mener une politique monétaire plus restrictive.

Au *Royaume-Uni*, le taux d'inflation a atteint 9,8% au mois de mars. Après s'être inscrit au niveau minimal de 7,4% au mois de juin 1978, le renchérissement s'est accéléré continuellement, s'approchant ainsi de 10%. Dès la fin de 1978, la Banque d'Angleterre a réagi contre cette évolution. En majorant le taux de l'escompte aux mois de décembre et de mars, pour le fixer à 13%, et en restreignant la liquidité, elle est parvenue à freiner l'expansion monétaire. Le taux d'accroissement de la masse monétaire  $M_1$ , et celui de  $M_3$  ont baissé rapidement et se sont inscrits à 11% au mois de mars. Ainsi, le taux d'expansion de la masse monétaire  $M_3$  correspond à l'objectif fixé pour cette année, qui se situe entre 8 et 12%.

La politique monétaire restrictive a provoqué un raffermissement de la livre sterling. Afin de freiner la hausse du cours, la Banque d'Angleterre a acheté des devises pour des sommes importantes, ce qui mettait en péril sa politique de la masse monétaire. Au début du mois d'avril, elle a cessé pratiquement d'acheter des devises. L'économie britannique a réagi de diverses façons à la hausse de la livre. Alors que certains ont vu là une chance de freiner l'inflation, beaucoup d'exportateurs se sont plaints, car ils doivent faire face non seulement à la réévaluation de la livre, mais aussi aux revendications salariales des syndicats et aux taux d'intérêt élevés qui sont en vigueur dans le pays.

En France, l'année a mal commencé sur le plan de la politique monétaire. L'accroissement de la masse monétaire  $M_2$  est monté à plus de 13% au mois de janvier et le

taux d'inflation a atteint 10,1% au mois de mars. L'institut d'émission n'a pas encore réagi contre cette évolution.

#### 4. Conséquences du renchérissement du pétrole

Les prix des matières premières subissent des variations extraordinaires, comme le montre le renchérissement subit du pétrole en 1973, ainsi qu'entre 1978 et 1979. Comment la politique monétaire doit-elle réagir à des changements de cette ampleur?

Le renchérissement marqué du pétrole modifie considérablement la structure des prix.<sup>1</sup> La réaction des autorités monétaires peut varier entre deux extrêmes: elles peuvent persévérer dans leur intention de maintenir le niveau des prix absolument stable, ou tolérer que le renchérissement du pétrole se répercute intégralement sur le niveau national des prix. Dans le premier cas, la Banque nationale devrait s'en tenir strictement à l'objectif relatif à la masse monétaire qu'elle se serait fixé. Le renchérissement du pétrole devrait être compensé par la baisse du prix d'autres produits. Dans le second cas, l'institut d'émission devrait modifier son objectif de la masse monétaire et laisser s'accroître cette dernière de façon à satisfaire les besoins supplémentaires de financement qu'engendre le renchérissement du pétrole. Si cette solution était adoptée, la variation de prix se répercuterait intégralement – au moins provisoirement – sur le taux d'inflation en Suisse.

Une politique optimale s'efforce de maintenir aussi bas que possible le coût du processus d'adaptation. Par coût, il faut entendre les effets que le renchérissement du pétrole exerce avant tout sur le niveau des prix, sur la croissance économique réelle et sur la balance des revenus.

Il convient de relever que, sur le marché de Rotterdam, l'accroissement des prix en dollars des deux produits pétroliers les plus importants pour les consommateurs – à savoir l'essence de qualité supérieure et le mazout très léger – a été, de 1978 à 1979, deux fois moins fort qu'en 1973.

En Suisse, la situation est un peu différente. Alors que la réévaluation du franc a modéré la hausse des prix en 1973 et, surtout, durant les années suivantes, le renchérissement actuel se produit dans une phase où le cours de notre monnaie a tendance à rester stable ou à baisser, ce qui accentue les effets de la hausse internationale des prix.

Comme le mazout n'est soumis qu'à une imposition très faible, la hausse internationale se répercute presque complètement sur le prix en Suisse. Ainsi, le renchérissement de ce produit devrait atteindre, en 1978/1979, environ 60% de la hausse enregistrée en 1973.

<sup>1</sup> En raison de son importance particulière, le pétrole est considéré ici comme représentatif de l'ensemble des matières premières.

L'impôt auquel est soumise l'essence de qualité supérieure se monte actuellement à environ 60 centimes par litre. La majeure partie de cet impôt se calculant en fonction de la quantité et non en fonction du prix, le prix total en Suisse varie beaucoup moins fortement que le prix sur le marché mondial. La dernière hausse n'a donc pas dépassé environ 6%, tandis que la hausse enregistrée il y a six ans avait atteint 14% en chiffre rond.

A changes et à coûts de transport constants, un renchérissement de 10% des produits pétroliers sur le marché mondial entraîne à court terme une majoration analogue du prix du mazout en Suisse et une hausse d'environ 4% du prix de l'essence dans notre pays. A la suite de cette double majoration, l'indice des prix à la consommation monte de 0,4 point en chiffre rond. En considérant les prix uniquement, on surestime cependant les effets de la majoration à long terme, car la diminution de la demande modère la hausse des prix après un certain temps. Compte tenu de l'ensemble des effets, la dernière vague de majorations qui s'est produite à Rotterdam devrait faire monter notre indice des prix à la consommation de moins de 2 points.

Outre ses effets directs, le renchérissement du pétrole a des conséquences indirectes sur le niveau général des prix, car il fait monter les coûts de production des autres biens. Différées, ces conséquences ne sont guère mesurables.

Après le renchérissement massif du pétrole qui a eu lieu en 1973 et 1974, ses effets sur l'économie des pays importateurs ont été examinés en détail.<sup>1</sup> En résumé, on a fait les constatations suivantes: Le renchérissement d'un facteur de production aussi important que le pétrole entraîne, nous l'avons vu, une hausse globale des prix. En outre, il provoque une réduction permanente des capacités de production et de la productivité. De plus, il modifie la structure de la demande.

Toutefois, il exerce ses effets les plus importants sur l'offre. Le renchérissement de ce facteur de production incite les entreprises des différentes branches à offrir les quantités produites jusqu'alors à un prix plus élevé que par le passé. La demande étant donnée, le niveau général des prix va monter et la production va diminuer. Comme les prix relatifs des facteurs de production se sont modifiés fortement, les entreprises devront, de surcroît, adapter leur appareil de production aux conditions nouvelles. Il en résultera également des pertes réelles.

En outre, les changements dans la structure des prix et le fait que la consommation ne se modifie guère, à court terme, à la suite du renchérissement de l'essence et du

<sup>1</sup> Cf. *R.H. Rasche et J.A. Tatom: The Effects of the New Energy Regime on Economic Capacity, Production and Prices*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mai 1977, pages 2 à 12, ainsi que la bibliographie mentionnée dans cet article.

mazout ont pour conséquence une nouvelle répartition de revenus en faveur des pays exportateurs de pétrole. Le pouvoir d'achat de certains secteurs s'en trouve réduit. Dans ces conditions, la consommation et l'investissement qu'elle entraîne diminuent.<sup>1</sup>

L'interdépendance des diverses économies nationales accentue les effets du renchérissement sur l'offre et sur la demande, chaque pays importateur de pétrole étant touché par les majorations. La diminution de la consommation et de l'investissement réduisent le revenu réel et, partant, la demande de produits importés. En raison de la faible demande extérieure, l'industrie d'exportation vend moins que par le passé, ce qui provoque une nouvelle diminution de la demande et, par conséquent, une baisse réelle des revenus.

Un renchérissement massif du pétrole procure, nous l'avons vu, des revenus supplémentaires aux pays exportateurs d'or noir. Ces Etats accroissent alors leurs achats dans les pays occidentaux et au Japon. Dans les pays importateurs de pétrole, les industries voient s'ouvrir de nouveaux marchés. En outre, le renchérissement du pétrole incite à accroître les efforts visant à trouver d'autres sources d'énergie. L'investissement augmente dans ce secteur, ce qui influe sur la demande globale. Selon des estimations, le produit national brut des Etats-Unis, de l'Europe occidentale et du Japon aurait augmenté en 1977 d'environ 1,5% en raison de ces deux facteurs.<sup>2</sup>

Malgré ces aspects positifs, le fait que le prix du pétrole a quadruplé en 1973 et en 1974 a influé défavorablement, dans l'ensemble, sur l'évolution économique des pays industrialisés. En pour-cent, la croissance du produit national brut réel a diminué alors, sous l'effet du renchérissement du pétrole, de plus de 2 points aux Etats-Unis et en Europe occidentale, de plus de 3 points au Japon.<sup>3</sup>

Les conséquences à long terme semblent moins importantes que les effets à court terme, car l'écoulement du temps permet à l'économie de s'adapter mieux au choc que provoque le renchérissement et, d'autre part, la majoration peut être révisée. Néanmoins, un renchérissement massif du pétrole limite, à long terme aussi, le bien-être des pays importateurs. De plus, il en résulte une nouvelle répartition des revenus et des modifications structurelles de l'économie.

L'évolution enregistrée ces derniers mois laisse supposer que les processus d'adaptation décrits ci-dessus entraveront cette année la croissance économique des pays

importateurs de pétrole. Par rapport à l'an passé, l'inflation s'accélère déjà. La hausse en un an de l'indice des prix à la consommation s'est inscrite à 2,6% au mois d'avril; si l'on en déduit le renchérissement du mazout et de l'essence, elle ne se chiffre qu'à 1%. Les auteurs de plusieurs études parviennent également à la conclusion que l'inflation s'accroîtra cette année, en raison du renchérissement du pétrole.

La nouvelle répartition des revenus réels en faveur des pays membres de l'OPEP se répercute aussi sur les balances des revenus. Les estimations relatives à l'évolution des balances commerciales cette année en sont la preuve: dans les balances du commerce et des revenus des principaux pays industrialisés, les excédents devaient diminuer passagèrement et les déficits, augmenter.

## **B. Conjoncture suisse**

### **1. Consommation privée**

L'évolution du chiffre d'affaires réalisé dans le commerce de détail semble confirmer l'hypothèse formulée dans le dernier rapport trimestriel, selon laquelle la baisse du chiffre d'affaires au second semestre de 1978 était due surtout à la diminution des ventes dans les régions frontalières, à la suite des variations de changes. L'accroissement du chiffre d'affaires nominal que, par rapport à la période correspondante de 1978, on enregistre de nouveau depuis le début de l'année ne découle pas d'un changement dans la propension à consommer, mais résulte de la stabilité des changes observée depuis un certain temps.

Alors que les chiffres d'affaires nominaux relatifs à l'alimentation, aux boissons et aux tabacs, ainsi qu'aux articles d'habillement et aux textiles sont à peine montés au premier trimestre de 1979, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les ventes de combustibles, de meubles et d'automobiles ont augmenté parfois de plus de 10%. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que les importations réelles de meubles se soient accrues de 10,1% et celles d'automobiles, de 16,8%.

Selon l'enquête conjoncturelle que l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ a menée au mois de mars, les entreprises demeurent optimistes et s'attendent toujours davantage à des hausses de prix. En moyenne, les personnes interrogées prévoient de meilleurs résultats dans le secteur de l'alimentation que dans les autres branches, où l'optimisme est modéré.

### **2. Construction**

Sur le marché de la construction, la situation ne s'est guère modifiée depuis le dernier rapport trimestriel. Dans

<sup>1</sup> Cf. *Edward R. Fried et Charles L. Schultze: Higher Oil Prices and the World Economy, The Adjustment Problem*, Washington, 1975.

<sup>2</sup> Cf. Fried et Schultze, p.29.

<sup>3</sup> Cf. Fried et Schultze, p.21.

les villes, la construction de logements a suivi une tendance ascendante toujours plus marquée. Par rapport à la période correspondante de 1978, le nombre de permis de construire délivrés a augmenté de 28% et celui de logements terminés, de 8%.

La situation nouvelle et les perspectives conjoncturelles ont incité les entrepreneurs à engager davantage de personnel. A l'heure actuelle, les capacités techniques ne se réduisent plus, puisque l'industrie de la construction a importé beaucoup plus de biens d'équipement qu'antérieurement: en volume, le taux d'accroissement en un an s'est inscrit entre 20 et 60%. Il est difficile de savoir si ces investissements sont destinés surtout à des rationalisations, au renouvellement des équipements ou à l'élargissement des capacités techniques.

Les expériences que les entrepreneurs ont faites ces dernières années, où ils disposaient d'un appareil de production excédant les besoins, font supposer qu'ils adapteront l'équipement à la demande avec beaucoup de circonspection. Les majorations de prix parfois importantes enregistrées depuis le milieu de 1976, époque à laquelle les prix ont atteint leur niveau le plus bas, confirment l'hypothèse selon laquelle l'appareil de production ne correspond pas actuellement à la demande, dans le bâtiment tout au moins.

Depuis 1977, l'état des crédits de construction promis et celui des crédits utilisés ont augmenté. L'état des crédits utilisés indique plus tôt la tendance dans le secteur de la construction que le nombre de logements terminés. Depuis 1976, il est calculé chaque mois. Par rapport à l'année précédente, il s'est accru de 13% en 1977 et de 14% en 1978. Par contre, le nombre de logements terminés dans 92 villes n'a pas encore augmenté de façon très nette. Les crédits commerciaux en Suisse se sont élevés depuis le milieu de 1978. Toutefois, cette situation ne modère pas l'octroi de crédits à la construction comme c'était le cas lors de phases antérieures d'expansion, car aucune limitation globale du crédit n'est prévue et les banques disposent de liquidités suffisantes. La construction de logements étant financée dans de fortes proportions au moyen de crédits de construction, il faut s'attendre à ce que l'augmentation des promesses entraîne une nouvelle accélération dans ce secteur.

Si la construction de logements constitue 40% de la construction globale, les travaux publics en forment à peu près 30% et les bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat, 20%. Les travaux publics ne sont guère financés au moyen de crédits de construction. En raison de leur autofinancement élevé, l'industrie et l'artisanat ne recourent que dans une faible mesure à ces crédits. Comme rien n'indique que la construction soit en baisse dans ces secteurs, l'augmentation des crédits de construction fait présager une accélération globale de la construction.

## Loyers

La situation sur le marché du logement, qu'influencent les coûts de construction et les taux hypothécaires, détermine l'évolution des loyers.

L'indice des loyers et celui des coûts de construction varient de façon analogue. Toutefois, les loyers oscillent moins fortement que les coûts de construction. De 1968 à 1975, la hausse annuelle de l'indice des loyers s'est inscrite entre 6,3 et 9,8%, tandis que celle des coûts de construction s'est chiffrée entre 0,9% et 14,3%. En 1975 et 1976, la récession a fait baisser les coûts de construction. Par la suite, ces coûts sont montés de nouveau. En revanche, l'indice des loyers a continué de s'élever, mais à un rythme plus lent qu'auparavant. La hausse des coûts de construction, qui a repris, devrait donc se répercuter partiellement sur les loyers et, partant, sur l'indice des prix à la consommation. Il est difficile de prévoir combien de temps la hausse des coûts de construction durera.

A moyen terme, les taux hypothécaires semblent suivre un cours à peu près parallèle à celui du rendement moyen des obligations fédérales. Durant la décennie examinée, un écart ne s'est produit qu'en 1975: conformément à l'évolution générale des taux sur le marché des capitaux, le rendement moyen des obligations fédérales a baissé, tandis que les taux hypothécaires sont montés.

Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt sont en train de monter. Cette hausse concerne, en particulier, le rendement des obligations fédérales et le taux des obligations de caisse. En comparant les taux des premières hypothèques et ceux des obligations de caisse, qui servent notamment à financer les crédits hypothécaires, on constate que l'écart entre ces taux est actuellement très faible, compte tenu de son évolution à long terme. Par ailleurs, la rémunération moyenne des obligations de caisse que les banques ont émises demeure nettement supérieure au niveau des taux hypothécaires.

Avec les obligations de caisse, les carnets d'épargne sont la principale source qui permette de financer les crédits hypothécaires. L'afflux de fonds sur les carnets dépend surtout de la rémunération offerte, mais aussi des taux appliqués aux autres placements, tels les obligations de caisse. La dernière majoration des taux des obligations de caisse a accru nettement l'écart entre ces taux et ceux qui sont appliqués aux carnets d'épargne. Cet écart, qui se chiffre à un point, a été dépassé pour la dernière fois au mois de janvier 1976. Il faut donc s'attendre à ce que davantage de fonds déposés sur carnets d'épargne soient convertis en obligations de caisse. Si les banques veulent maintenir la part des carnets d'épargne, dont les conditions sont plus avantageuses pour elles, elles tenteront de majorer les taux d'intérêt, ce qui pourrait influencer également sur les taux hypothécaires.

### 3. Commerce extérieur

Après avoir ralenti depuis l'automne dernier, l'accroissement des exportations réelles s'est accéléré depuis le mois de janvier et poursuivi durant tout le premier trimestre, ainsi que le montrent les données publiées par la Direction générale des douanes. Le niveau des carnets de commandes n'est que légèrement inférieur à l'état enregistré un an auparavant, grâce à l'évolution favorable des entrées de commandes de l'étranger aux mois de février et de mars. L'hypothèse exprimée dans le dernier rapport trimestriel, selon laquelle la suspension des commandes due à la spéculation a cessé, semble donc se confirmer.

L'expansion conjoncturelle qui se dessine en République fédérale d'Allemagne et chez nos autres principaux partenaires commerciaux s'est répercutée sur nos exportations de textiles et d'articles d'habillement, dont le volume et la valeur ont augmenté fortement. Cette évolution n'a rien de surprenant, puisqu'un tiers environ des exportations de textiles sont destinées à l'Allemagne et que la baisse du franc a influé favorablement sur les exportations de cette industrie.

Par contre, le volume des exportations de l'industrie horlogère a encore diminué depuis l'été dernier. Outre des difficultés structurelles, la tendance à fabriquer davantage de montres de qualité supérieure explique cette évolution. En effet, les valeurs moyennes des montres exportées sont montées en 1978, les livraisons à l'étranger de montres Roskopf ont diminué de 19,2%, et celles de montres électroniques ont augmenté de 21,8%.

Les exportations de machines et appareils électriques se sont accrues en 1978 à un rythme supérieur à celui de la moyenne de nos livraisons à l'étranger. Cette tendance s'est poursuivie au premier trimestre de 1979.

En volume, l'accroissement des exportations de produits chimiques s'est ralenti sensiblement au premier trimestre de 1979, par rapport à la période correspondante de l'an passé. Parmi toutes les livraisons suisses à l'étranger, ce sont celles de denrées alimentaires, de boissons et de tabacs qui ont accusé, ces dernières années, les plus grandes fluctuations. Leur légère augmentation réelle ne peut donc pas être considérée comme la conséquence de la reprise conjoncturelle qui a lieu chez nos principaux partenaires commerciaux.

Si l'accroissement réel des matières premières et produits semi-ouvrés importés s'est accéléré au premier trimestre, ce changement de rythme est dû uniquement aux importations de bijoux et de pierres précieuses au mois de février. L'extension de la production que diverses entreprises ont décidée et, parfois, déjà réalisée ne s'est donc pas encore répercutée sur les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés. En effet, les stocks excessifs doivent tout d'abord être réduits.

Aussi bien à l'exportation qu'à l'importation, un changement semble se produire dans l'évolution des prix moyens. Au premier trimestre de 1979, les produits exportés ont renchéri quelque peu, alors que la baisse du prix des biens importés s'est ralentie sensiblement.

La Suisse n'a intensifié son commerce extérieur qu'avec les pays membres de l'OCDE, en particulier avec la République fédérale d'Allemagne, avec l'Italie, avec l'Union douanière belgo-luxembourgeoise et avec la France. Par contre, les achats dans les pays de l'Est et dans les pays en développement, ainsi que les ventes dans ces régions ont diminué. Les livraisons en Iran et au Nigéria, notamment, ont fléchi de plus de trois quarts.

### Tourisme

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le nombre de nuitées dans les hôtels a diminué de 13% du mois de décembre au mois de février. Ce fléchissement était dû surtout aux mauvaises conditions météorologiques, mais aussi au cours du franc; si les nuitées de la clientèle suisse ont diminué de 5%, celles de la clientèle étrangère ont décliné de 20%.

Pour la saison d'été, les perspectives sont défavorables. Les hôteliers s'attendent à une nouvelle diminution des nuitées, en raison surtout de la concurrence toujours plus intense entre les nombreuses régions de tourisme estival. Selon une enquête de l'UBS, l'hôtellerie sera obligée cet été, du fait de cette concurrence, de maintenir des prix qui n'ont presque pas varié depuis 1974.

### 4. Finances publiques

Alors que le budget de la Confédération pour 1978 prévoyait un déficit de 1212 millions de francs, le compte financier s'est soldé par un déficit de 719 millions de francs seulement. Pour la première fois depuis 1973, le déficit est ainsi nettement inférieur au milliard de francs, après avoir atteint le niveau record de 1573 millions en 1976.

L'amélioration des comptes par rapport au budget est due à la hausse des recettes et à la baisse des dépenses par rapport aux prévisions. Les recettes effectives ont dépassé de 1% le montant inscrit au budget. Tandis que les recettes fiscales ont été inférieures au chiffre prévu, les autres recettes l'ont excédé. Le bénéfice de 150 millions de francs que les entreprises des PTT ont remis à la Caisse d'Etat fédérale et qui ne figurait pas au budget a joué un rôle important à cet égard.

Les dépenses de la Confédération en 1978 ont été inférieures de 2,1% au montant prévu. Ce résultat est le fruit des efforts d'économie, mais il découle aussi d'autres facteurs. La faiblesse du renchérissement a permis d'économiser plus de 100 millions de francs au chapitre des dépenses de personnel, et le bas niveau des

taux d'intérêt a allégé le fardeau de la dette de 45 millions de francs en chiffre rond. La part des cantons aux recettes fédérales a été inférieure de 78 millions de francs au chiffre prévu, les recettes servant de base de calcul ayant été inférieures au montant budgété.

Pour autant qu'on puisse comparer les comptes des divers cantons, dressés selon des principes différents, les recettes et les dépenses des cantons en 1978 ont augmenté de 2% par rapport à l'année précédente. Les recettes se sont accrues de 3% par rapport au budget, et les dépenses ont diminué de 1,1%. Il est probable que, ces prochaines années, les comptes des cantons atteindront graduellement l'équilibre réalisé par les communes dès 1976.

## 5. Marché du travail

La reprise de la conjoncture enregistrée depuis l'automne dernier se fait sentir sur le marché du travail également. Toutefois, toute variation de production ne s'y répercute pas directement. En général, la flexibilité de l'appareil de production permet tout d'abord aux chefs d'entreprise de maintenir leurs effectifs et de ne modifier que la durée du travail. Il y a donc lieu de supposer que la demande sur le marché du travail reflète surtout les prévisions des entreprises à relativement long terme. Le recours aux saisonniers, qui sont soumis au contingentement, facilite une planification et une adaptation de l'offre à assez court terme, ce qui pourrait avoir de l'importance dans les secteurs de la construction et de l'hôtellerie.

Dans le passé, le rapport entre le nombre de places vacantes et celui des personnes en quête d'emploi a bien reflété la situation du marché du travail. Plus ce rapport est élevé, plus le marché est tendu. L'évolution de ce rapport indique que le marché s'est resserré sensiblement depuis 1976. Les chefs d'entreprises ne semblent donc pas considérer l'expansion hésitante de la conjoncture comme un feu de paille de quelques mois seulement.

Beaucoup considèrent que la chute de l'emploi liée à la récession de 1974 devrait pouvoir être corrigée, au moins partiellement. On constate cependant que l'offre de travail, qui devrait satisfaire la demande supplémentaire, est relativement rigide. Cela tient au fait que la réduction de la main-d'œuvre étrangère est un processus irréversible, pour des raisons politiques et économiques. De plus, il n'est guère possible de recourir de nouveau aux rentiers qui, autrefois, continuaient d'être employés durant leur retraite, ou à une autre main-d'œuvre auxiliaire.

Le nombre de nouveaux contrats d'apprentissage reflète aussi la situation fondamentalement différente que l'on observe sur le marché du travail. Nettement supérieur à la moyenne, le nombre de contrats conclus en 1977 et en 1978 prouve que le marché a réagi déjà à la

pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Si les places d'apprentissage offertes ont augmenté, davantage de personnes qui entrent dans la vie active cherchent à accroître leurs chances professionnelles en améliorant leur formation.

Le rapport entre le nombre de places vacantes et celui des personnes en quête d'emploi ne donne vraisemblablement qu'une idée imparfaite de la situation réelle. En effet, le nombre de places vacantes annoncées est sans doute trop bas, car les employeurs ne sont pas obligés de s'adresser aux offices du travail. Pour leur part, ceux-ci soulignent toujours plus fréquemment la difficulté de procurer du travail aux personnes en quête d'emploi, auxquelles manquent souvent la qualification, la volonté ou la santé nécessaires. Les employeurs cherchent donc surtout leur personnel au moyen d'annonces dans les journaux.

Sur le marché du travail également, on constate des différences importantes d'une région et d'une branche à l'autre. Le secteur des services, en particulier les banques, les compagnies d'assurances et l'hôtellerie, a accru ses effectifs. L'augmentation a été un peu moins importante dans le secteur de la construction et dans l'industrie. L'industrie de la pierre et de la terre, qui dépend de la construction, a enregistré l'accroissement le plus considérable. Dans la construction, les effectifs ont augmenté aussi plus fortement qu'en moyenne. Cette évolution s'explique par l'amélioration sensible de la conjoncture dans ce secteur. Les goulôts d'étranglement semblent s'accroître, dans l'industrie de la construction surtout: une personne en quête d'emploi y correspond à 2,5 places vacantes en chiffre rond, voire à environ 4 places durant les mois d'été. Les entrepreneurs recherchent avant tout de la main-d'œuvre spécialisée, tels des maçons et des menuisiers, mais aussi du personnel non qualifié. La demande de travailleurs est la plus forte dans les cantons de Zurich, d'Argovie, de Saint-Gall, de Schaffhouse, de Soleure et de Schwyz, ce qui correspond à la répartition des commandes dans le secteur de la construction.

Il est intéressant de constater que, malgré la diminution des nuitées, les effectifs de l'hôtellerie ont augmenté. Si cette évolution était due au fait que la diminution des nuitées a surpris l'industrie hôtelière, dans une première phase, il faudrait s'attendre, en raison des perspectives envisagées pour 1979, à un fléchissement des effectifs. Toutefois, l'augmentation de l'emploi s'explique peut-être par la conviction que l'hôtellerie doit améliorer ses prestations pour maintenir sa capacité concurrentielle.

L'industrie hôtelière recherche surtout du personnel pour le service ainsi que du personnel de cuisine, de buffet et d'office. En particulier dans cette dernière catégorie de personnel, les salaires sont nettement inférieurs à la moyenne, alors que la durée de travail est relativement élevée. Dans les conditions actuelles du marché, il sera donc très difficile de satisfaire ces besoins.

Dans la plus grande industrie suisse, celle des machines et de la métallurgie, une place vacante correspond à peu près à une personne en quête d'emploi. Dans ce secteur également, il y a toutefois de fortes différences d'une région à l'autre. Des goulots d'étranglement assez sérieux se sont formés dans les cantons de Glaris, d'Argovie et de Zurich, ainsi que dans la Suisse centrale et dans le nord-est du pays.

Certains secteurs de l'industrie textile souffrent également d'une pénurie de personnel. En 1978, on a enregistré dans la production de tissus, en moyenne, 5 places vacantes pour une demande d'emploi. Toutefois, le nombre de places vacantes est descendu à environ 2,5 durant le dernier trimestre de l'année et au premier trimestre de 1979. La demande la plus forte est celle de personnel qualifié. En revanche, le rapport entre places vacantes et demandes d'emploi est à peu près équilibré dans les industries travaillant le textile.

Même si l'emploi augmente dans l'ensemble d'une économie, des adaptations de structures sont nécessaires dans certains secteurs. En Suisse, les industries du textile, de l'habillement et de la montre surtout ont enregistré une diminution de l'emploi depuis un certain temps. Il s'agit là des branches auxquelles les événements monétaires et les problèmes de structures ont causé les difficultés les plus grandes. Les conditions de travail et les salaires ne sont évidemment pas très intéressants dans ces industries, en particulier dans les textiles. Dans ce secteur, le niveau des salaires demeure inférieur à la moyenne, malgré certaines majorations effectuées ces derniers temps. Par ailleurs, le travail continu y est encore très répandu. Ces dernières années, le niveau de l'emploi a varié très fortement dans l'industrie horlogère. Par rapport à l'année précédente, il a baissé de 10% en 1976, est monté de 3% en 1977, pour redescendre de 2% en 1978. Actuellement, le sous-emploi a tendance à persister dans cette branche.

Le resserrement du marché du travail diffère d'un canton à l'autre. La pénurie de main-d'œuvre est particulièrement forte dans les cantons de Glaris, d'Argovie, de Schaffhouse, de Saint-Gall, d'Appenzell Rhodes-Intérieures, de Schwyz, d'Uri et de Zoug.

Une accélération de la croissance économique devrait accentuer les tensions sur le marché du travail. En raison de la politique concernant les travailleurs étrangers, et du fait que les personnes sorties de la vie active sont peu enclines à reprendre du travail, les goulots d'étranglement pourraient se multiplier. Si la demande de personnel continuait à s'accroître, la limitation de l'offre entraînerait une hausse des salaires.

## 6. Marché des capitaux

Depuis la mi-avril, le marché des capitaux est resté calme. A cette date, la Banque nationale et les banques sont tombées d'accord sur un niveau des taux d'intérêt se chiffrant à 3½% pour les emprunts des collectivités pu-

bliques, à 3¼% pour ceux des compagnies d'électricité de premier ordre, à 4% pour ceux de l'industrie et à 4½% pour les emprunts de débiteurs étrangers libellés en francs suisses, la durée de ces prêts devant aller de 10 à 11 ans. Sur cette base, les syndicats ont traité avec les débiteurs, et presque tous les emprunts ont été couverts. Pour sa part, la Banque nationale a soutenu cette action en intervenant sur le marché des obligations. Toutefois, cette opération n'a guère réussi sur le marché secondaire, où une certaine insécurité a régné constamment.

L'annonce que la Confédération avait l'intention de lancer au mois de juin les emprunts précédemment différés a eu des effets négatifs. Dès le 1er juin, l'instabilité du marché secondaire s'est accentuée. Une renonciation de la Confédération à son emprunt, qui l'aurait exclue du marché des capitaux, n'aurait pas en ligne de compte. En raison des circonstances et de la résistance des banques, il a fallu cependant recourir à un autre type d'emprunt, soit aux bons de caisse de la Confédération. De l'avis des banques représentées aux négociations, de l'Administration fédérale des finances et de la Banque nationale, les conditions fixées sont adéquates et ne devraient pas influencer défavorablement sur le marché des capitaux, en particulier sur les emprunts en cours de collectivités publiques. La date de l'émission est relativement favorable, car plusieurs débiteurs ont renoncé à des emprunts au deuxième trimestre pour un montant d'environ 600 millions de francs.

## 7. Marché des changes et de l'argent

Le redressement continu du dollar s'est poursuivi tout au long de ces derniers mois. Le mouvement a été si prononcé que l'on a pu craindre même à certains moments que le processus ne s'emballât et que le dollar, par un effet de balancier, ne s'apprécie exagérément, ce qui n'aurait pas manqué de provoquer, à un stade ultérieur, une forte correction en sens inverse.

Aussi les principales banques centrales, dont la Réserve fédérale américaine, se sont-elles efforcées de contenir le raffermissement du dollar dans des limites justifiées par l'évolution de la situation économique. C'est ainsi qu'elles ont été conduites à céder au marché des dollars pour un montant total supérieur aux achats du dernier trimestre de 1978. L'intervention des banques centrales explique la relative modération de la hausse du dollar malgré la demande soutenue dont il était l'objet sur tous les marchés.

La Banque nationale, pour sa part, a continué d'appliquer la politique de change qu'elle avait inaugurée le 1er octobre 1978. Elle a donc maintenu la priorité à la stabilité du cours du franc suisse plutôt qu'à la stabilité de la circulation monétaire. Vu le rétablissement du dollar, cette priorité n'a pas eu cette année les mêmes effets sur les liquidités qu'au quatrième trimestre de 1978. L'année passée, les achats de dollars avaient gonflé la base monétaire en trois mois de près de 10 milliards de francs. Du début de l'année au début du mois

de juin en revanche, les cessions de dollars nécessaires pour stabiliser le cours du franc ont réduit la base monétaire d'un montant pratiquement équivalent.

En fait, la réduction des liquidités aurait été bien supérieure si la Banque nationale avait accepté toutes les conséquences des cessions de dollars engendrées par les exportations de capitaux ou par les interventions sur le marché des changes. La diminution du montant des devises porté au bilan a en effet été de 14,4 milliards de francs. Il était cependant nécessaire de ralentir puis d'arrêter cette chute des liquidités. On pouvait craindre en effet qu'un resserrement excessif du marché monétaire ne porte en lui le germe d'une appréciation ultérieure de notre monnaie.

Il convient également d'éviter les à-coups sur le système bancaire et l'économie, qui pourraient découler d'une raréfaction injustifiée des liquidités monétaires. La Banque nationale a d'ailleurs donné l'assurance qu'elle maintiendrait l'aisance du marché monétaire.

C'est pourquoi elle a décidé de remplacer en partie les liquidités absorbées par les ventes de dollars, ce qui a été fait de différentes manières: par le placement dans le marché de fonds de la Confédération, par des opérations de swaps à des échéances variant entre sept jours et un an et par le remboursement de descriptions de stérilisation. Les achats d'obligations pour la régularisation du marché des capitaux ont également contribué au maintien de la liquidité.

Grâce à ces différentes opérations, les comptes de virements sont demeurés à un niveau compris entre sept et huit milliards de francs qui, de l'avis même des banques commerciales, répond aux nécessités.

La composition de la base monétaire pose toutefois certains problèmes. En effet, elle comporte une proportion anormale de liquidités dites provisoires, c'est-à-dire de crédits à des échéances relativement proches. Il faudra s'efforcer par la suite d'augmenter la part des liquidités permanentes, notamment lors de l'échéance, en août prochain, des swaps à un an qui avaient été accordés l'année dernière pour réagir contre l'appréciation du franc. L'institut d'émission fera en outre en sorte que cette échéance ne provoque pas un choc sur le marché monétaire. Des assurances ont été données à cet égard il y a déjà plusieurs semaines.

L'évolution de la circulation monétaire décrite ci-dessus permet plusieurs constatations satisfaisantes.

Premièrement, la valeur moyenne du franc suisse se retrouve pratiquement au niveau atteint un an auparavant, soit avant la grande convulsion qui a bouleversé le marché des changes au deuxième semestre de 1978. A la date du 27 septembre 1978, l'appréciation du franc avait atteint son maximum avec un taux de 41,5% par rapport à l'année précédente. Aujourd'hui, l'appréciation nominale n'est plus que de 2% par comparaison avec le début de juin 1978. En termes réels, c'est-à-dire compte

tenu des différences de taux d'inflation, le franc suisse est actuellement plus faible que l'année dernière à pareille époque. Il est aussi très important de constater combien le franc est resté stable depuis plusieurs mois, non seulement par rapport à la monnaie choisie comme référence, le mark allemand, mais aussi par rapport aux autres monnaies européennes, dont celles du SME, et au dollar. Le niveau retrouvé pour le franc suisse, et plus encore peut-être la stabilité dont il a fait preuve pratiquement depuis le début de l'année sont essentiels pour notre économie, dont la situation et les perspectives se sont déjà nettement améliorées.

Deuxièmement, le potentiel d'inflation qu'avaient créé les interventions sur le marché des changes a été éliminé dans un délai et à un rythme qu'il n'aurait pas été possible de prévoir l'année dernière.

Troisièmement enfin, le potentiel d'intervention sur le marché des changes, pour le cas où de nouvelles turbulences apparaîtraient, a été entièrement reconstitué. Cela est vrai non seulement des banques centrales telles que la Bundesbank, la Banque du Japon et la Banque nationale, mais aussi de la Réserve fédérale américaine. Les Etats-Unis ont en effet remboursé la totalité des dettes résultant de l'application des accords de swaps ou des emprunts en monnaie étrangère contractés autrefois par le Trésor. Les réserves dont ils se sont dotés l'année dernière sont intactes et disponibles en cas de besoin.

## Les taux de l'intérêt

Différents facteurs expliquent la tendance à la hausse des taux de l'intérêt. Cette hausse est très nette même si les taux restent modérés en valeur absolue.

Par moments, au dernier trimestre de l'année dernière, les taux de l'intérêt à court terme étaient devenus négatifs sur le marché des euro-francs, par suite de nos interventions. De fin mars au début de juin, le taux des dépôts à trois mois est passé de 3/8% à 2%, et le taux de ceux à un an de 17/16% à 3% environ. Une évolution semblable, mais moins accusée, peut être observée sur le marché des capitaux.

Les banques ont relevé plusieurs fois les taux des dépôts à terme fixe. Par deux fois, la Banque nationale a autorisé un relèvement du taux des bons de caisse.

## C. Incidences sur la politique économique

Les chapitres relatifs à la situation économique en Suisse et à l'étranger montrent qu'il faut compter, dans de nombreux pays, sur une accélération du renchérissement. La hausse des taux d'inflation est due surtout à celle du prix du pétrole et, dans des pays tels que la Suisse, à la décision prise l'automne dernier de mener une politique monétaire axée davantage sur l'expansion.

De plus, la conjoncture s'est accélérée dans les Etats membres de l'OCDE, à court terme tout au moins. En Suisse, presque tous les secteurs de l'économie enregistrent une légère accélération, de sorte que l'offre de travail s'est déjà raréfiée quelque peu. Toutefois, certaines branches doivent encore résoudre des problèmes considérables d'adaptations structurelles.

Comme la situation économique en Suisse demeure incertaine, la Banque nationale s'efforce de mener une politique qui empêche l'inflation de s'accélérer, sans provoquer une chute de l'emploi. Si l'on craignait l'automne dernier que la situation sur le marché des changes ne cause de sérieuses difficultés à l'économie suisse, l'état des disponibilités bancaires retient surtout l'attention à l'heure actuelle. La lutte contre l'inflation nécessitait une diminution de la liquidité excessive. Une réduction supplémentaire de la masse monétaire permettrait de s'opposer encore plus rigoureusement aux tendances inflationnistes que l'on observe déjà.

Dans la mesure où l'inflation est due au renchérissement du pétrole, il y a lieu cependant de souligner que la Banque nationale ne saurait envisager de la faire disparaître directement par des mesures touchant le marché de l'argent ou le marché des changes. Si l'institut d'émission menait cette politique, il devrait prendre des mesures tellement restrictives qu'il faudrait craindre une forte déflation.

Abstraction faite du renchérissement du mazout et de l'essence, l'indice suisse des prix à la consommation est peu monté. De plus, ni la conjoncture, ni les bénéfices ne sont si brillants qu'une politique monétaire très restrictive puisse être bénéfique à l'économie. Tout en menant, d'entente avec le gouvernement et avec les organisations faitières, une politique qui vise à stabiliser les prix, la Banque nationale cherche à préserver les intérêts généraux de l'économie suisse.

Très rapidement, une politique monétaire plus restrictive accélérerait la hausse des taux d'intérêt, d'abord sur le marché à court terme, où les taux relatifs aux eurofrancs et aux dépôts à terme monteraient; bientôt, la hausse s'étendrait aux obligations de caisse et au marché à long terme. Si la Banque nationale ne mène pas de politique d'argent bon marché, comme le montre l'abaissement rapide de la base monétaire à un niveau normal, elle s'efforce d'obtenir une évolution ordonnée des taux d'intérêt.

Une série de facteurs ont fait monter les taux. La hausse est due en partie à la réduction de la base monétaire. De plus, la normalisation de l'approvisionnement en disponibilités a modifié le comportement des investisseurs dans une mesure à laquelle les banques ne s'attendaient pas toujours. Elles ont eu alors davantage de difficultés à planifier leur liquidité, ce qui les a incitées à demander plus de disponibilités et à en offrir moins qu'auparavant. Comme ce comportement devrait perdre de son importance ces prochains temps, le marché devrait s'en trouver allégé. Toutefois, la demande supplémentaire de crédits

qu'entraînera le renchérissement du pétrole compensera sans doute cet allègement.

La hausse des taux d'intérêt provient aussi d'une certaine insécurité régnant sur le marché, bien que l'institut d'émission ait exprimé nettement l'intention de ne pas restreindre encore les disponibilités bancaires. Considérant la réduction rapide des avoirs en comptes de virements et supposant que la politique monétaire serait axée davantage sur la stabilité des prix, certains ont douté que la Banque nationale soit réellement disposée à maintenir la liquidité à son niveau actuel. En raison de cette incertitude, les investisseurs à court terme semblent avoir fait preuve d'une certaine circonspection, comme l'indique l'écart considérable entre les taux à très court terme et les taux à court terme. Conformément aux assurances qu'il donne quant au niveau des disponibilités, l'institut d'émission a offert aux banques des swaps d'une durée de 6 à 12 mois.

Quoique les banques aient majoré deux fois, à bref intervalle, les taux des obligations de caisse, l'émission de ces titres n'est pas satisfaisante.

Sur le marché primaire des obligations, les résultats des dernières émissions montrent que les investisseurs ont accepté généralement les majorations de taux. Par contre, le marché secondaire semble avoir quelque peine à retrouver son équilibre. Sans le soutien de la Banque nationale, les cours seraient certainement plus bas et les rendements, plus hauts.

La hausse des taux d'intérêt s'explique aussi par les anticipations inflationnistes croissantes. En Suisse, les périodes où les taux d'intérêt et les taux de renchérissement étaient élevés ont toujours coïncidé. Si l'institut d'émission tentait de maintenir bas le niveau des taux d'intérêt durant ces périodes, il renforcerait l'inflation. Il convient de garder ces implications à l'esprit si l'on se préoccupe des effets qu'une hausse du taux hypothécaire peut exercer sur l'indice des prix. Certes, une telle hausse a pour conséquence, mais à court terme seulement, de faire monter les prix des produits agricoles ainsi que les loyers, et de renforcer la spirale des prix et des salaires. La conclusion inverse, selon laquelle des taux d'intérêt aussi bas que possible sont le meilleur moyen de lutter contre l'inflation, est malheureusement fautive. Comme le montre le cas de la Suisse ces dernières années, les taux d'intérêt ne sont pas que si le renchérissement et les anticipations inflationnistes sont faibles. Inversement, les taux d'intérêt sont hauts quand les anticipations inflationnistes sont considérables, ainsi que le prouve la situation actuelle aux Etats-Unis et dans quelques pays d'Europe.

Quant aux anticipations inflationnistes en Suisse, il faut se garder d'extrapoler. Certes, notre économie n'enregistrera pas cette année un taux de renchérissement aussi bas qu'en 1978. Toutefois, la hausse est due surtout au renchérissement du pétrole. Il serait faux de dramatiser et de considérer de nouveau l'inflation comme un phénomène inéluctable. Les expériences faites en Suisse ces

trois dernières années montrent qu'il est possible de modérer le renchérissement. L'inflation n'est pas plus admissible aujourd'hui que par le passé.

Outre les craintes excessives de renchérissement, l'écart qui est parfois considérable entre les taux d'intérêt appliqués en Suisse et à l'étranger influe fortement sur l'évolution des taux des bons de caisse et des obligations. Le fait que les investisseurs tiennent de nouveau compte davantage de cet écart est le revers du succès remporté dans la stabilisation des changes. L'an dernier, les risques de change dissuadaient souvent les investisseurs d'effectuer des placements en monnaie étrangère, même si la rémunération de ceux-ci était supérieure à celle des placements en francs. Depuis que l'évolution des changes est redevenue calme et que les investisseurs considèrent le risque de variations violentes comme faible, ils sont disposés à effectuer de nouveau davantage de placements à l'étranger en monnaie étrangère. Ainsi, des montants considérables n'affluent pas sur le marché suisse des capitaux, ou le quittent. Si l'on attache de l'importance à des changes stables, on considérera cette tendance comme le signe que les perspectives sont actuellement beaucoup plus favorables que l'an passé. Les anticipations jouant un rôle aussi grand dans la formation des cours du change que dans celle des taux d'intérêt, le marché peut espérer que l'évolution des changes continuera d'être calme.

La Banque nationale sait qu'un bas niveau des taux d'intérêt a des avantages considérables pour notre pays, puisqu'il favorise la capacité concurrentielle de l'économie suisse. En outre, il facilite l'exportation de capitaux et permet donc de compenser sans heurts l'excédent de la balance des revenus, ainsi que les afflux traditionnels de capitaux.

La meilleure stratégie qui permette de maintenir bas les taux d'intérêt est une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, renforcée par certaines mesures spécifiques. Actuellement, la Banque nationale mène la politique suivante en matière de taux d'intérêt.

Sur le marché monétaire, elle crée des conditions favorables à des taux relativement bas en approvisionnant ce marché de façon assez abondante. Elle est disposée à tenir compte des modifications passagères de la demande qui peuvent se produire sur les marchés financiers en fixant le volume des disponibilités de manière flexible, pour autant que cette attitude ne s'oppose pas à d'autres buts importants de la politique monétaire.

Malgré les deux majorations de taux effectuées récemment, l'émission d'obligations de caisse a peu de succès, surtout lorsque les titres sont à long terme. Néanmoins, il n'est pas encore temps de procéder à de nouvelles majorations. Il convient d'éviter, dans la mesure du possible, de procéder à des ajustements en période d'instabilité. L'expérience montre que la tendance à court terme des afflux de fonds est un mauvais indicateur pour décider une hausse ou une baisse de taux. Si la Banque nationale n'a pas de droit de veto, la loi lui impose d'influer sur l'évolution des taux des bons de caisse, si elle le juge nécessaire. La Banque nationale considère comme inopportune, avant les vacances d'été, de nouvelles discussions relatives aux taux des obligations de caisse.

Elle défend surtout ce point de vue parce que de nouvelles majorations pourraient troubler le marché des capitaux et qu'elles accroîtraient l'écart entre les taux des obligations de caisse et ceux des diverses formes de dépôts d'épargne. A la longue, il en résulterait inévitablement une hausse de ces derniers, qui pourrait déclencher une majoration des taux hypothécaires.

L'institut d'émission ne considère pas non plus une majoration des taux hypothécaires comme opportune, alors que la réduction de taux fixée par les banques au milieu de l'année n'est pas même entrée en vigueur et que la pression de la concurrence incite certains établissements de crédits à offrir des taux inférieurs à ces taux réduits.