

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 21 septembre 1979

A. Conjoncture internationale

1. Evolution de la conjoncture dans les principaux pays industrialisés

Durant le deuxième trimestre de 1979, la conjoncture mondiale s'est modifiée nettement. Si l'activité générale est restée satisfaisante, une évolution défavorable s'est dessinée dans certains pays. En particulier, le renchérissement du pétrole et l'accélération de l'inflation ont accru l'incertitude sur le plan international.

Aux *Etats-Unis*, les signes d'un affaiblissement conjoncturel augmentent après quatre années d'expansion. Certains indices, tel celui de la production industrielle, ne montrent pas encore une tendance très nette. Toutefois, l'indice global de l'activité économique a baissé de 1,7% du premier au deuxième trimestre. Dans le commerce de détail, la hausse du chiffre d'affaires s'est ralentie, dans le secteur de l'automobile surtout. Les entrées de commandes dans l'industrie ont diminué, alors que les stocks ont augmenté. L'évolution du produit national confirme cette évolution. Au deuxième trimestre, le produit national brut réel a diminué à un rythme annuel de 2,4%. La forte dévaluation du dollar influe encore sur les échanges avec l'étranger. Du premier semestre de 1978 à la période correspondante de l'année suivante, le déficit de la balance des revenus a diminué de moitié.

Dans les grands pays d'Europe et au Japon, l'essor s'est poursuivi généralement, en raison surtout de la demande intérieure. L'augmentation de l'investissement privé en *République fédérale d'Allemagne* et l'accélération vigoureuse des importations qui en est résultée ont stimulé la conjoncture en Europe. Ce processus n'est pas encore terminé. Le nombre de chômeurs ayant passé en Allemagne de 875 000 au mois d'avril à 763 000 au mois de juin, les autorités estiment que le plein-emploi est pratiquement atteint. L'utilisation de l'appareil de production semble de nouveau conforme à sa tendance à long terme. Afin de ne pas mettre en péril les succès remportés dans la lutte contre l'inflation, et pour faire face au renchérissement du pétrole, les autorités allemandes ont été obligées de mener une politique monétaire plus restrictive qu'auparavant. Néanmoins, elles n'ont pas modifié leur objectif relatif à l'accroissement du produit national brut en 1979, fixé à environ 4%. La conjoncture s'accélérait, le surplus de la balance des revenus s'est réduit fortement. Le renchérissement du pétrole a contribué aussi à cette évolution.

La croissance économique est également réjouissante au Japon. Les moteurs de l'expansion sont la consommation privée, dont l'accélération se poursuit, et l'investissement. Si les autorités japonaises n'ont pas l'intention de modifier leur objectif relatif à la croissance économique, qui est, avec 6,3%, le plus élevé des taux envisagés dans les pays membres de l'OCDE, elles ont décidé d'accorder la priorité à la stabilité des prix par rapport aux mesures tendant à stimuler la conjoncture. La hausse des prix de gros est en effet préoccupante. Toutefois, cette évolution ne s'est pas encore reflétée dans celle des prix à la consommation. Les échanges avec l'étranger se sont développés de façon analogue à ceux de la République fédérale d'Allemagne. La balance des revenus, qui s'était soldée en 1978 par un excédent de 16,5 milliards de dollars, pourrait accuser cette année un déficit, que l'OCDE estime à environ 2 milliards.

Au *Royaume-Uni*, le changement de politique qu'a marqué la présentation du budget commence à déployer ses effets. Points fondamentaux du budget, la réforme fiscale et la réduction des dépenses publiques freineront l'évolution de la conjoncture à court terme. Les consommateurs seront touchés davantage par la majoration considérable de la taxe à la valeur ajoutée que par les allègements relatifs à l'impôt sur le revenu. Les autorités s'attendent aussi à un ralentissement de l'investissement. Avant que la nouvelle politique ne porte ses fruits, l'économie britannique devra se contenter de taux de croissance plutôt modestes. Cette voie est la seule qui permette de combattre un renchérissement prononcé et durable.

Si la hausse des prix du pétrole pèse sur l'économie britannique, l'extraction en mer du Nord accroît les recettes de l'Etat sous forme de redevances et d'impôts, contribuant ainsi à l'assainissement des finances publiques. Ces recettes sont estimées à 1,6 milliard de livres pour l'année fiscale en cours, contre 520 millions l'année précédente. Elles devraient dépasser 6 milliards de livres durant la période budgétaire de 1983/1984.

En *France* et en *Italie*, la conjoncture s'est accélérée au premier trimestre, l'inflation restant élevée. Au deuxième trimestre, l'activité a eu tendance à s'affaiblir, dans le secteur de la production industrielle surtout. Bien que le niveau de l'emploi continue d'être précaire, le gouvernement français s'est engagé à mener une politique conséquente de stabilité. S'il en est ainsi, la politique monétaire et budgétaire deviendra de plus en plus restrictive.

Alors que les balances des revenus de la France et de l'Italie ont accusé des déficits considérables lors de la première crise du pétrole, elles se soldent maintenant par des excédents. En particulier dans le cas de la France, il faut craindre que le renchérissement du pétrole ne perturbe, à la longue, cette situation avantageuse.

2. Perspectives économiques dans la zone de l'OCDE

Le renchérissement du pétrole met en danger l'expansion internationale qui a commencé à la fin de 1978. Il freinera la croissance économique, renforcera l'inflation, accroîtra le chômage et les déséquilibres des balances des paiements. Dans certains pays, cette évolution entravera la poursuite d'une politique monétaire restrictive.

Le prix officiel du pétrole, qui peut varier maintenant entre 18 et 23,50 dollars, s'inscrivait à la mi-juillet à 20 dollars en moyenne. La hausse en un an s'est donc élevée à 60% en chiffre rond. Si le prix reste à son niveau actuel, les dépenses pétrolières des pays industrialisés s'accroîtront en 1979 d'environ 35%. Si l'on considère que ces dépenses avaient quadruplé entre 1973 et 1974, l'augmentation de cette année semble modeste.

Le Secrétariat de l'OCDE a révisé à la baisse ses prévisions économiques. Ainsi, le taux de croissance du produit national brut réel, que les pays membres de l'Organisation connaîtront du premier semestre de 1979 à la période correspondante de l'année prochaine, a passé de 2 $\frac{3}{4}$ % à 2%.

Calculé d'après le déflateur du produit intérieur brut ou d'après l'indice des prix à la consommation, le taux de renchérissement devrait augmenter d'environ un point. L'inflation pourrait atteindre un rythme annuel de 10 $\frac{1}{2}$ % au second semestre de 1979 et de 9 $\frac{1}{2}$ % au premier semestre de 1980. Les prévisions du Secrétariat reposent sur l'hypothèse que le renchérissement du pétrole ne se répercutera pas pleinement sur les salaires.

La lutte contre l'inflation entraînera un accroissement du chômage. Les taux de chômage au premier semestre de 1980, que le Secrétariat de l'OCDE avait estimés, avant la majoration du prix du pétrole, à 5 $\frac{1}{2}$ % dans l'ensemble des pays membres et à 6 $\frac{1}{2}$ % aux Etats-Unis, devraient dépasser ces chiffres.

Dans les pays membres de l'OCDE, les balances des revenus se sont soldées en 1978 par des résultats plus favorables qu'on ne l'attendait. Depuis lors, un changement s'est produit et de nombreuses balances sont redevenues déficitaires durant les premiers mois de 1979. Au début du mois de juin, le Secrétariat de l'OCDE a prévu un déficit, calculé sur une base annuelle, se montant à environ 20 milliards de dollars au second semestre et diminuant quelque peu au premier semestre de l'an prochain. A la suite des dernières décisions prises par

l'OPEP, le déficit pourrait atteindre environ 50 milliards de dollars au second semestre, et 35 à 40 milliards au semestre suivant. Les pays membres ne contribueront pas au déficit dans la même mesure. Les soldes négatifs qu'enregistreront le Japon, la République fédérale d'Allemagne et la France pourraient être relativement peu importants. Le Secrétariat prévoit que le déficit des Etats-Unis diminuera, s'inscrivant entre 10 et 15 milliards de dollars. En revanche, l'administration américaine s'attend à un excédent. L'extraction de pétrole en mer du Nord pourrait entraîner un léger surplus de la balance britannique des revenus. L'Italie, dont l'excédent avait surpris par son ampleur l'an passé, pourrait enregistrer également un léger surplus.

Les mesures visant à économiser l'énergie et à empêcher qu'une nouvelle spirale inflationniste ne se développe influenceront sur la demande globale. Pour éviter que le fort ralentissement de la demande, combiné à la reprise de l'inflation, n'entraîne une récession, les pays industrialisés occidentaux se sont engagés à réduire leur consommation de pétrole d'au moins 5% et à stabiliser leurs importations jusqu'en 1985. En même temps, l'exploitation d'autres sources d'énergie doit être intensifiée.

3. Evolution internationale des changes

Les marchés des changes sont restés calmes au deuxième trimestre de 1979. Des variations importantes de cours ne se sont produites qu'exceptionnellement. Cette stabilité relative est due surtout à deux facteurs. En premier lieu, les transactions sur devises effectuées par de nombreuses banques centrales ont montré que celles-ci ne tolèrent plus de variations de cours ne correspondant pas à des modifications économiques. Actuellement, les cambistes doivent s'attendre à ce que les banques centrales annulent une modification indésirable des cours en procédant à des interventions massives. Les spéculateurs se montrent donc plus circonspects qu'auparavant. En second lieu, les achats de devises effectués l'automne dernier par les banques centrales des pays à monnaie forte ont accru l'offre de monnaie. Le marché des changes a donc davantage de difficultés à prévoir la politique de ces instituts. En particulier, il ne peut plus déterminer nettement s'ils accordent leur priorité à la stabilité des changes ou à celle des prix.

Au début du mois de juin, la tendance du cours du dollar s'est modifiée. Alors que le cours pondéré en fonction du commerce extérieur était monté d'environ 2% durant les cinq premiers mois de l'année, il est descendu dans la même mesure du début du mois de juin au 17 août. Pendant cette dernière période, le cours du dollar a fléchi de 6% par rapport à la livre sterling, de 4% par rapport au mark et au franc suisse, et de 2% par rapport au yen. Comme les autorités monétaires américaines ont majoré le taux de l'escompte à la fin du mois de juillet et à la mi-août et que certaines banques centrales ont procédé à des interventions sélectives sur les marchés des changes, une baisse encore plus forte a pu être évitée.

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

Variations en %	nominales		réelles ¹⁾
	oct. 78- 17 août 79	oct. 78- juillet 79	1973-juil- let 79
dollar	+ 2,4	+ 2,0	- 6,2
yen	-15,5	-17,4	- 3,3
franc suisse	- 7,5	-16,4	+ 7,5
mark	+ 1,0	- 0,3	+ 4,1
franc français	- 1,3	+ 0,3	- 2,2
lire	- 0,5	+ 1,7	- 5,7
livre sterling	+12,5	+20,5	+26,9

¹⁾ compte tenu de l'évolution des prix de gros

La politique monétaire américaine, qui, comparée à celle d'autres pays, est plutôt axée sur l'expansion, pourrait avoir provoqué la baisse du cours du dollar. Dans de nombreux pays d'Europe et au Japon, les taux d'intérêt du marché monétaire sont montés depuis le début de l'année, tandis qu'ils sont descendus aux Etats-Unis pendant quelques mois. La diminution de l'écart entre les taux d'intérêt et des doutes quant à la volonté des autorités américaines de lutter contre l'inflation semblent à l'origine de la baisse du dollar. L'avenir dira si le changement effectué à la tête du Système de Réserve fédérale entraînera des modifications dans la politique monétaire des Etats-Unis.

Depuis le début de l'année, la livre sterling a été la monnaie la plus forte. Du mois d'octobre 1978 au 17 août 1979, son cours pondéré en fonction du commerce extérieur est monté de 13% en chiffre rond. La politique monétaire restrictive, le niveau élevé des taux d'intérêt appliqués au Royaume-Uni et l'indépendance relative de ce pays par rapport aux importations de pétrole semblent être à l'origine de ce mouvement.

Pondérée en fonction du commerce extérieur, la dévaluation du yen du mois d'octobre 1978 au 17 août 1979 a été la plus élevée, puisqu'elle s'est inscrite à 16% en chiffre rond. Quant à la baisse du franc suisse, elle s'est chiffrée à environ 8%. La chute du yen était due surtout à l'évolution de la balance des revenus et au fait que le Japon dépend fortement des importations de pétrole.

Comme le cours du mark était monté beaucoup moins, l'automne dernier, que celui des deux autres monnaies fortes, il n'a pas baissé au début de l'année. Du mois d'octobre 1978 au 17 août 1979, le cours pondéré en fonction du commerce extérieur est monté de 1%. L'évolution du franc français et de la lire a été plutôt calme. Durant la période considérée, les cours de ces monnaies sont descendus d'environ 1%.

Le cours réel du change dans la plupart des pays industrialisés, grâce auquel on estime souvent la capacité concurrentielle des économies, a suivi, depuis le mois d'octobre, une évolution semblable à celle du cours nominal. Au Japon et en Suisse, il est descendu fortement. La capacité concurrentielle de ces pays s'est donc améliorée

(cf. tableau no 1). Ainsi, une correction générale des cours s'est produite, comme on s'y attendait. En raison de la réévaluation de la livre, la capacité concurrentielle de l'économie britannique a subi une baisse marquée.

L'évolution à long terme de la capacité concurrentielle étant la plus intéressante, le tableau no 1 indique également les modifications des changes réels depuis que les cours sont devenus flexibles. Abstraction faite de la livre, la hausse réelle la plus forte a été celle du franc suisse, qui s'est inscrite à 8% en chiffre rond. Le cours réel du change n'est toutefois qu'un indicateur parmi d'autres pour apprécier la capacité concurrentielle d'une économie. Il ne faut donc pas attacher trop d'importance à la valeur numérique de cette donnée.

Contrairement à ce que beaucoup craignaient, le Système monétaire européen (SME) n'a pas subi, durant les cinq premiers mois de son existence, des tensions qui auraient nécessité des changements de parités. A différentes reprises, les cours du franc belge et de la couronne danoise ont atteint le seuil inférieur de divergence. Pour protéger leur monnaie, les autorités belges ont majoré plusieurs fois le taux de l'escompte, sont intervenues sur le marché des changes et ont annoncé des mesures tendant à réduire le déficit budgétaire. Le cours de la couronne danoise, qui s'était maintenu au début de l'année dans la partie supérieure de la marge de fluctuation, a atteint le seuil inférieur de divergence au commencement du mois de juin. Afin d'éviter que la baisse ne se poursuive, les autorités monétaires ont majoré le taux de l'escompte et sont intervenues sur le marché des changes.

4. Evolution de la situation monétaire

Dans de nombreux pays industrialisés, les majorations du taux de l'escompte effectuées ces six derniers mois montrent que les autorités sont décidées à mener une politique monétaire restrictive. Ainsi veut-on juguler les poussées inflationnistes dues au renchérissement du pétrole et à la politique monétaire axée sur l'expansion, que les banques centrales ont menée l'an passé.

Il est difficile de porter un jugement sur la politique monétaire *américaine*, car certaines prescriptions légales, en particulier l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue, ont provoqué l'apparition de substituts monétaires qui ont modifié la signification des agrégats monétaires, et notamment de la masse monétaire M_1 .

Au deuxième trimestre de 1979, la politique monétaire des Etats-Unis semble avoir été axée davantage qu'auparavant sur l'expansion. Par rapport au trimestre précédent, l'augmentation de la masse monétaire M_1 a passé d'un rythme annuel de 4,3% au premier trimestre à 9,1% au deuxième. Durant les dernières semaines, l'évolution semble s'être modifiée. Le taux d'inflation étant monté à environ 13%, le nouveau président du Système de Réserve fédérale a invité à davantage de discipline monétaire et a déclaré que, malgré la tendance à la récession, la stabilité des prix était l'objectif principal de la politique

monétaire. La majoration du taux de l'escompte effectuée à la mi-septembre, qui a porté le taux au niveau record de 11%, a souligné l'importance de cette déclaration.

Au Royaume-Uni également, l'inflation est le problème principal que doit résoudre la politique monétaire. La hausse en un an du coût de la vie s'est inscrite à 11,4% au mois de juin. Depuis l'automne dernier, le rythme de l'inflation s'est donc accéléré notablement.

La Banque d'Angleterre s'efforce de juguler les tendances inflationnistes en menant une politique restrictive. En même temps, elle s'oppose à une réévaluation trop forte de la livre. Depuis la fin de l'an passé, les autorités monétaires ont majoré par trois fois le taux de l'escompte, le portant à 14%. On ne peut considérer comme mesure restrictive la réduction des taux fixés comme objectif pour l'accroissement de la masse monétaire M_3 du mois de juin 1979 au mois de juin 1980. En effet, les taux de 7 à 11% s'appliquent à un montant de base supérieur à celui auquel se rapportait l'objectif antérieur, fixé entre 8 et 12%.

L'institut d'émission n'a satisfait qu'une partie de la demande de livres sterling en augmentant l'offre. Il veut éviter de mettre en péril la stabilité interne par une expansion massive de la base monétaire. Afin de restreindre la tendance à la réévaluation, les autorités ont supprimé certaines restrictions aux exportations de capitaux, à vrai dire sans effets notables jusqu'à maintenant. En raison de la politique monétaire restrictive que mènent de nombreux pays industrialisés, la différence entre les taux d'intérêt au Royaume-Uni et dans les autres pays pourrait diminuer ces prochains temps. Les capitaux que les taux appliqués au Royaume-Uni avaient fait affluer pourraient donc regagner leur pays d'origine, et la tendance à la hausse de la livre pourrait ainsi cesser.

Prévoyant un essor économique et une accélération de l'inflation en République fédérale d'Allemagne, la Banque fédérale a mené, dès la fin de l'an passé, une politique un peu plus restrictive qu'auparavant. Il en est résulté une hausse des coûts de refinancement. Au début du mois de juillet, le taux de l'escompte a été porté à 5%, et celui des avances sur nantissement, à 6%. Du mois de décembre au mois de juin, l'accroissement en un an de la masse monétaire M_1 a passé de 14,3% à 8,2%. La forte hausse des taux d'intérêt a eu tout d'abord comme conséquence que les investisseurs ont converti leurs dépôts à vue en dépôts à terme, de sorte que l'accroissement de la masse monétaire M_2 est resté de 13,1%. En raison de l'augmentation des disponibilités qui a résulté des achats de dollars effectués par la Banque fédérale pour soutenir la monnaie des Etats-Unis, la hausse des taux d'intérêt en Allemagne a cessé provisoirement.

En France, la hausse des prix en un an s'est inscrite à environ 10% durant les quatre premiers mois de l'année. Pendant cette période, le renchérissement du pétrole ne s'est répercuté que de façon limitée sur le niveau des prix intérieurs. Sur l'ensemble de l'année, le coût de la

vie pourrait s'élever d'environ 11%. Un taux d'inflation inférieur à 10% serait considéré comme un succès.

La Banque de France a l'intention de laisser s'accroître la masse monétaire M_2 de 11% en 1979. Durant les deux années précédentes, cette masse avait augmenté de 12% en chiffre rond. Le taux d'inflation ne devrait pas excéder 8% et les taux d'intérêt devraient être supérieurs au taux d'inflation. Jusqu'à maintenant, aucun de ces trois buts n'a pu être réalisé cette année.

L'objectif a été sensiblement dépassé, puisque le taux d'expansion de la masse monétaire M_2 s'est inscrit à 13,4% au mois de février. Depuis lors, l'institut d'émission a vendu des devises pour stabiliser les changes, de sorte que la base monétaire s'est réduite. Afin de défendre sa monnaie, la Banque de France a fait monter les taux d'intérêt à court terme de quelque 7% au mois de janvier à environ 10% au mois de juin. Cette hausse de taux influera ces prochains mois sur les agrégats monétaires.

Au Japon, le renchérissement s'est accéléré fortement ces derniers mois. Les prix de gros dépassaient de 8,3%, au mois de juillet, le niveau enregistré un an auparavant. Ces derniers temps, les taux d'intérêt à long terme sont montés plus fortement que les taux à court terme. Cette évolution semble montrer que l'économie japonaise s'attend à un accroissement à long terme de l'inflation.

Afin de juguler la hausse des prix, la Banque du Japon a décidé de mener une politique plus restrictive qu'auparavant. A la fin du mois de juillet, elle a majoré le taux de l'escompte pour la deuxième fois cette année, le portant à 5¼%. Par cette mesure, les autorités espèrent modérer l'accroissement de la masse monétaire M_1 .

Ainsi, la politique monétaire de la plupart des pays est restrictive. Dans un proche avenir, il en résultera sans doute un ralentissement de l'évolution économique dans presque tous les pays industrialisés.

5. Evolution des budgets des collectivités publiques

Si les hypothèses relatives à un fléchissement de la croissance économique et à une augmentation du chômage dans les pays membres de l'OCDE correspondent à la réalité, il faut s'attendre à ce que de nombreux Etats tentent de provoquer la relance par une politique budgétaire anticyclique. Les proportions des déficits antérieurs déterminent en partie la marge de manœuvre dont disposent ces pays. Il convient donc d'examiner brièvement l'évolution des budgets. Les relations éventuelles entre les besoins de financement des collectivités publiques et la politique monétaire justifient également un tel examen.

Après une diminution en 1976 et en 1977, les déficits budgétaires de la plupart des pays industrialisés ont eu tendance à augmenter de nouveau. A cet égard, les Etats-Unis ont fait exception. La réduction du déficit à moins de 30 milliards de dollars, objectif visé pour 1980, est due à un revirement de l'opinion publique et à une

tentative des autorités de combattre l'inflation. L'ampleur de la récession qui s'annonce influera sur les possibilités que les autorités américaines auront de continuer à restreindre leurs dépenses et d'atteindre leurs objectifs budgétaires. Si l'activité économique fléchit plus fortement que prévu, les estimations des recettes relatives à l'année budgétaire en cours et à l'année prochaine s'avèreront trop élevées. Par contre, les dépenses pourraient dépasser nettement le montant maximal prévu.

Au début du mois d'août, le président des Etats-Unis s'est prononcé pour la poursuite d'une politique budgétaire et monétaire restrictive. Il a affirmé que la situation économique ne nécessitait pas de changement de politique. Pour l'instant, la commission sénatoriale du budget a renoncé à inclure des mesures fiscales destinées à stimuler la conjoncture dans le nouveau budget. Toutefois, il n'est pas certain que les autorités persistent dans cette attitude si le chômage augmente.

Après que l'endettement public en *République fédérale d'Allemagne* eut augmenté massivement, en raison de la faible croissance durant les années 1976 et 1977, des mesures subséquentes destinées à stimuler la conjoncture, de la réforme fiscale et de la majoration des allocations pour enfants, l'essor de la conjoncture en 1979 aurait permis de consolider le budget. Cependant, les réductions d'impôts décidées en 1977 et en 1978 ont empêché toute diminution notable du déficit. Le budget pour 1980 prévoit une augmentation des dépenses de 5% en chiffre rond. Le ministre des finances a laissé entendre qu'il utiliserait les recettes supplémentaires dues à la croissance économique pour restreindre encore le recours de l'Etat au crédit. Toutefois, un fléchissement de la conjoncture pourrait inciter le gouvernement à axer sa politique budgétaire sur l'expansion, surtout avant les élections de 1980. Une réduction de l'impôt sur le revenu est déjà envisagée pour 1981. Les autorités ayant annoncé qu'elles favoriseraient « dans une mesure inhabituelle » la réalisation de programmes destinés à économiser l'énergie ou à utiliser des sources d'énergie autres que le pétrole, il en résultera un besoin de financement qui nécessitera sans doute une participation prépondérante des pouvoirs publics.

Au *Japon*, le budget pour l'année 1979/1980 prévoit une réduction du déficit, estimé à 40% des dépenses. L'augmentation des dépenses devrait s'inscrire à 12,6%, taux le plus bas depuis 14 ans. Afin d'assurer la reprise de la conjoncture, les autorités ont décidé d'accroître les dépenses destinées aux projets des pouvoirs publics et à la création d'emplois dans une mesure supérieure à la moyenne. Durant l'année budgétaire suivante, les dépenses devraient augmenter de 9,8%.

L'émission d'obligations couvrira en grande partie le déficit budgétaire. En raison des déficits considérables, le fardeau de la dette atteint plus de 10% des dépenses globales. Afin d'améliorer la situation, le gouvernement a l'intention de percevoir un nouvel impôt sur la consommation à partir de l'année fiscale 1980/1981.

Au *Royaume-Uni*, le nouveau gouvernement a réduit d'environ 3 milliards de livres les dépenses prévues. Ainsi, le déficit doit être maintenu dans des limites acceptables et la politique monétaire restrictive, en être facilitée. Au deuxième trimestre de l'année budgétaire en cours, le recours de l'Etat au crédit a dépassé toutefois de plus de 54,2% le niveau enregistré un an auparavant. Pour l'ensemble de l'année, le gouvernement avait prévu une augmentation de 18,8%. Il a l'intention de stabiliser les dépenses, corrigées de l'évolution des prix, au niveau de l'année budgétaire 1978/1979. Grâce à ces mesures, il espère réduire les taux d'intérêt et améliorer les conditions de financement pour les entreprises privées.

En *France*, le gouvernement a reporté sine die la réalisation du plan d'assainissement budgétaire, qui devait durer trois ans. Le déficit du système de sécurité sociale s'étant inscrit à 10 milliards de francs en 1978, le gouvernement a décidé de majorer les cotisations de 1% à partir du mois d'août 1979, pour une durée de 18 mois qui se termine peu avant les élections présidentielles. Ainsi, le déficit devrait se réduire à 4 milliards de francs en 1979.

Tout en continuant et en intensifiant la lutte contre l'inflation, les autorités s'efforcent d'éviter une récession. Après avoir pris, dès le mois d'avril, une série de dispositions visant à stimuler l'investissement, elles ont annoncé d'autres mesures pour le mois de septembre, qui concernent l'industrie de la construction et les travaux publics, ainsi que des investissements massifs du secteur public. Le budget pour 1980 doit largement contribuer à soutenir la conjoncture. Selon le premier ministre, il doit se solder par un déficit important.

En *Italie*, les autorités s'efforcent de réduire la part du déficit des dépenses courantes au produit intérieur brut et d'accroître celle des dépenses d'investissement, conformément au plan triennal qu'elles ont adopté au début de cette année. En augmentant les recettes et en limitant l'augmentation des paiements de transfert, elles veulent modérer le recours du secteur public au crédit. En outre, elles ont modifié le mécanisme déterminant l'ajustement des rentes, et tentent de restreindre l'accroissement des dépenses des collectivités régionales.

En résumé, il faut constater que les possibilités de stimuler la conjoncture en prenant des mesures budgétaires sont épuisées dans de nombreux pays.

B. Conjoncture suisse

1. Consommation privée

Au deuxième trimestre, le chiffre d'affaires nominal enregistré dans le commerce de détail est monté de 1,9% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le chiffre réel est descendu de 2,5%, après s'être élevé légèrement au premier trimestre.

Par rapport à la période correspondante de 1978, le chiffre réel a baissé de 5,6% au mois de juin et de 5,7% au mois de juillet.

Cette évolution est surprenante, car la baisse ne correspond ni à l'essor de la conjoncture, ni aux majorations de salaires, ni à la situation sur le marché du travail. Les importations de biens durables de consommation, en particulier d'automobiles et de meubles, ne reflètent pas non plus de fléchissement de la consommation privée. En effet, elles ont continué d'augmenter fortement.

L'évolution divergente de la conjoncture générale et du chiffre d'affaires réel enregistré dans le commerce de détail résulte du cours suivi par le tourisme en Suisse, du renchérissement du pétrole et du mode de calcul de l'indice. Selon les données disponibles jusqu'à maintenant, le nombre des touristes étrangers qui ont séjourné cette année dans notre pays n'a pas correspondu aux prévisions. Au premier semestre, il a été inférieur d'environ 16% au chiffre correspondant de 1978. Cette tendance s'est poursuivie au mois de juillet, où la baisse s'est inscrite à 15%. Les touristes étrangers achetant beaucoup en moyenne, leur absence a contribué au fléchissement de la consommation.

Durant les sept premiers mois de l'année, les achats d'huiles de chauffage ont diminué d'environ 25% par rapport à la période correspondante de 1978, dans l'attente d'une baisse ultérieure des prix. Une augmentation au second semestre pourrait compenser, en partie tout au moins, cette diminution, qui s'est répercutée sur le chiffre d'affaires du commerce de détail.

Selon des estimations récentes de l'Union pétrolière, les livraisons en gros de mazout très léger ont diminué de 900 000 tonnes entre les huit premiers mois de 1978 et la période correspondante de cette année, contre 1 million de tonnes durant les sept premiers mois. L'Union pétrolière considère comme faibles les entrées de commandes pendant la première quinzaine du mois de septembre. Elle souligne que les consommateurs importants surtout, telles les communes et l'industrie, se sont montrés circonspects dans leurs commandes. Ils n'ont pas effectué leurs achats en une seule fois au début de l'année, mais ont passé commande graduellement. Ces derniers temps, ils semblent travailler avec des stocks restreints. Il est donc possible que, suivant les conditions météorologiques et les prévisions relatives aux prix, les livraisons de mazout en 1979 soient inférieures d'un demi-million de tonnes à celles de 1978. Par conséquent, on ne peut prétendre que l'accroissement des livraisons effectuées jusqu'à la fin de l'année compensera à coup sûr la diminution enregistrée durant les huit premiers mois. L'Union pétrolière estime que le volume des ventes sera inférieur de 4 à 5% à celui de l'an passé. Cependant, une baisse prématurée de la température ou un nouveau renchérissement du pétrole pourrait conduire à des prévisions toutes différentes.

La troisième raison pour laquelle le chiffre d'affaires réel enregistré par le commerce de détail a baissé est de

nature statistique. La transformation du chiffre nominal en chiffre réel s'effectue au moyen de l'indice des prix à la consommation. Or la pondération des différents prix inclus dans cet indice n'est pas adaptée constamment à la composition effective du chiffre d'affaires. Si, comme ces derniers mois, le renchérissement extrême du mazout réduit fortement la vente de ce produit, la pondération du prix du pétrole est trop importante, et le chiffre d'affaires réel, sous-estimé.

L'influence négative que le renchérissement du pétrole exerce sur le chiffre d'affaires réel devrait se réduire ces prochains mois, mais les effets dus à la diminution de la clientèle étrangère séjournant en Suisse pourraient subsister. Dans l'ensemble, les facteurs positifs devraient cependant l'emporter, de sorte que la consommation réelle augmentera légèrement au second semestre.

Cette brève analyse montre qu'une interprétation peu différenciée des taux d'accroissement peut entraîner des conclusions erronées. Alors que la diminution du chiffre d'affaires réel semble indiquer tout d'abord une tendance à la baisse dans le commerce de détail, un examen attentif montre une situation qui correspond dans l'ensemble à la conjoncture générale.

2. Industrie de la construction

Dans l'industrie de la construction, l'essor se poursuit. Grâce aux conditions favorables de financement, la production a augmenté sensiblement. Comme l'évolution de la conjoncture et le nombre de logements vacants varient d'une région à l'autre, il n'est pas surprenant que le rythme de la construction ne soit pas le même partout. Après que la construction fut restée faible l'an dernier dans les cantons relativement peu industrialisés, tels ceux d'Uri, de Glaris, d'Appenzell et de Thurgovie, l'expansion s'est étendue également à ces cantons, à l'exception de celui d'Uri. Dans les cantons de Neuchâtel et de Bâle-Ville, l'activité ne s'est pas accélérée par rapport à 1978 si l'on en juge aux projets de constructions annoncés. Ceux-ci ont par contre augmenté dans tous les autres cantons.

Le logement continue d'être le moteur de la conjoncture dans le secteur de la construction. Toutefois, les travaux publics et la production du génie civil se sont accrus vigoureusement ces derniers temps. En outre, l'industrie et l'artisanat ont annoncé également des taux d'augmentation très élevés. Cependant, les entrées de commandes dans ce secteur se sont accrues, du premier semestre de 1978 à la période correspondante de 1979, à un rythme nettement plus faible qu'auparavant.

Un fléchissement de l'activité dans l'industrie de la construction semble exclu cette année. Dans ce domaine, la conjoncture ne devrait atteindre son point culminant qu'au début de l'an prochain. Confirmant ces prévisions, les promesses de crédits de construction ont atteint, du mois de mai au mois de juillet, un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1972.

3. Commerce extérieur

Au deuxième trimestre, le taux annuel d'accroissement des exportations a baissé par rapport aux taux enregistrés au trimestre précédent et au trimestre correspondant de 1978. Toutefois, il convient de souligner que ce dernier taux était particulièrement élevé. Selon des enquêtes conjoncturelles, la situation a continué de s'améliorer ces derniers mois dans beaucoup d'entreprises exportatrices. La stabilité des changes semble avoir contribué non seulement à l'augmentation des bénéfices, mais aussi à celle des entrées de commandes. Actuellement, la majorité des entreprises exportatrices considèrent l'utilisation de l'appareil de production et les réserves de travail comme bonnes. Leur situation paraît meilleure que celle des entreprises axées sur le marché intérieur.

Durant les huit premiers mois de l'année, le volume des exportations a augmenté de 2% par rapport à la période correspondante de 1978. Or les prévisions officielles comptaient, à la fin du mois de mai, sur un accroissement de 5%. Elles semblent avoir sous-estimé la diminution des exportations horlogères surtout. Pendant la période envisagée, ces ventes à l'étranger ont décliné de 16,7%. Le fait que les valeurs moyennes à l'exportation ont augmenté fortement prouve que le processus de restructuration se poursuit en faveur de la montre électronique et de la montre de qualité supérieure, au détriment des montres Roskopf.

Alors que l'industrie de l'alimentation, des boissons et des tabacs a enregistré un taux d'accroissement inférieur à la moyenne, les taux atteints dans l'industrie des machines et appareils, ainsi que dans les entreprises produisant des instruments d'optique et des appareils de mécanique de précision ont dépassé la moyenne. Comme la demande internationale d'aluminium a augmenté, les exportations de cette branche se sont accrues vigoureusement. Les livraisons que l'industrie des textiles et de l'habillement a effectuées à l'étranger ont progressé aussi à un rythme supérieur à la moyenne.

La hausse des valeurs moyennes à l'exportation dans les branches qui fabriquent des produits de prix élevé semble refléter une augmentation des bénéfices. Les autres industries semblent devoir accepter encore des concessions sur les prix. Cependant, l'évolution des valeurs moyennes n'est pas une indication très sûre, car la composition des biens exportés se modifie et influe sur cette évolution, en particulier à court terme.

Comme dans les cycles économiques précédents, les importations augmentent vigoureusement durant la phase actuelle d'expansion. Les taux d'accroissement relatifs aux matières premières et aux produits semi-ouvrés continuent d'être supérieurs à la moyenne. Les bijoux et pierres précieuses, dont l'importation a augmenté considérablement ces derniers mois, font partie de cette catégorie. Durant les sept premiers mois de l'année, les taux relatifs aux biens d'équipement ont été aussi supérieurs à la moyenne. Dans cette catégorie, les produits importés par l'industrie de la construction se sont accrues le plus fortement, ce qui n'est guère étonnant, en raison de la

situation que connaît cette branche. L'expansion des importations de biens d'équipement n'est pas seulement un indice de la bonne situation actuelle de l'économie suisse. Il démontre aussi la vanité des prévisions selon lesquelles l'appareil suisse de production serait bientôt suranné.

En raison du renchérissement notable du pétrole, la demande de ce produit a fléchi à court terme. La diminution était due en partie aux prévisions des acheteurs, qui s'attendaient à une réduction du renchérissement excessif. La réalité a correspondu partiellement à ces prévisions. Au mois d'août, le volume des produits énergétiques importés a augmenté de 22,7% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Pendant les huit premiers mois de l'année, les importations d'essence ont été à peu près au même niveau qu'en 1978. L'évolution de ces prochains mois montrera si l'augmentation considérable des importations de charbon marque le début d'un processus de substitution.

La conjoncture s'étant accélérée et le pétrole ayant renchéri considérablement, le déficit de la balance commerciale s'est accru fortement. Durant les huit premiers mois de l'année, il s'est inscrit à 2,8 milliards de francs, contre 0,9 milliard l'an passé. Comme ni la tendance des importations, ni celle des exportations ne semblent devoir se modifier fondamentalement ces prochains mois, le déficit pourrait se chiffrer entre 3,5 et 4 milliards de francs cette année. Par rapport à 1978, l'augmentation atteindrait entre 3 et 3,5 milliards de francs.

L'accroissement du déficit commercial lorsque la conjoncture s'améliore correspond aux expériences faites par le passé. Le déficit de la balance commerciale augmentant et l'excédent de la balance touristique se réduisant, le surplus de la balance des revenus diminuera massivement. S'il s'était monté à presque 7,9 milliards de francs en 1978, il devrait s'inscrire entre 3,5 et 4 milliards cette année. La réduction du surplus due aux prix du pétrole représente 1,5 milliard de francs en chiffre rond, et le fléchissement des recettes touristiques nettes 1 milliard environ.

Si l'indice de la production industrielle a baissé de 3% au deuxième trimestre, par rapport à la période correspondante de 1978, il ne semble pas que cette évolution ait joué un rôle notable dans l'ensemble de la conjoncture.

4. Marché du travail

L'évolution sur le marché du travail correspond à l'accélération générale de la conjoncture. Depuis le début de l'année, la demande de main-d'œuvre a continué d'augmenter. Compte tenu de l'activité prévue pour les six prochains mois, l'industrie considère déjà ses effectifs comme trop restreints. Si l'accroissement de la demande de personnel a provoqué une hausse du nombre des personnes employées, il n'a pas réduit le chômage. Le nombre de chômeurs recensés étant de 8100 au mois d'août, il a été inférieur de 400 à celui du mois précédent, mais a dépassé de 300 celui du mois correspondant de 1978. Durant les huit premiers mois de l'année, le nombre

des places vacantes enregistrées n'a été que légèrement supérieur, en moyenne, à celui de la période correspondante de 1978. Une fois de plus, il s'avère donc que le nombre de chômeurs et celui des places vacantes reflètent mal, en période de plein-emploi, la situation sur le marché du travail.

Actuellement, la métallurgie et l'industrie des machines déplorent une pénurie de personnel particulièrement aiguë. Dans ce secteur, on enregistre 2,5 places vacantes pour une demande d'emploi. Au début de l'année, les chiffres correspondants étaient en équilibre. La pénurie est encore plus nette dans l'industrie de la construction, où il y a 5 places vacantes pour une demande d'emploi.

Les tensions que subit le marché du travail se reflètent aussi dans l'effectif de la main-d'œuvre étrangère, qui est monté sensiblement, pour la première fois depuis 1973. Si la législation ne limitait pas le nombre des travailleurs étrangers, la hausse aurait été encore plus forte. Les indications fournies par l'économie confirment la pénurie de main-d'œuvre; elles montrent que, ces derniers temps, le nombre de changements d'emploi a augmenté vigoureusement.

L'évolution du chômage partiel ne correspond pas à la situation générale du marché. Certes, le nombre de chômeurs partiels a baissé depuis le début de l'année. Il est toutefois monté par rapport à la période correspondante de 1978. Il est possible que, depuis l'extension de l'assurance-chômage, les fluctuations de la demande soient répercutées plus directement sur la durée du travail, entraînant soit du chômage partiel, soit des heures supplémentaires.

5. Evolution des salaires et des prix

Salaires

Au deuxième trimestre, les salaires nominaux sont montés de 2,6% par rapport à la période correspondante de 1978. L'indice des prix à la consommation s'étant élevé de 3,1%, les salaires réels ont baissé de 0,5%. Si les salaires nominaux semblent être montés relativement peu, il faut l'attribuer à la faiblesse de la hausse des gains mensuels, qui s'est limitée à 2%. En effet, ces gains ne sont généralement pas modifiés en cours d'année. Les gains horaires, qui sont adaptés un peu plus rapidement à la situation du marché, sont montés par contre de 3,4%. Pour les femmes, la hausse des gains horaires a même atteint 4,4%, la main-d'œuvre féminine étant particulièrement recherchée en période de pénurie.

La hausse des salaires horaires laisse penser que le renchérissement sera compensé intégralement à la fin de l'année, car l'essor de la conjoncture ne diminuera guère d'ici là. Il faut plutôt compter, dans les branches prospères, sur des majorations réelles supplémentaires.

Il faut espérer que, dans les négociations salariales, on tiendra compte suffisamment de la situation économique

générale. Cette attitude faciliterait l'adaptation au renchérissement du pétrole et créerait des conditions qui permettraient de résoudre sans trop de difficultés les problèmes de ces prochaines années.

Prix

Du milieu de 1976 à l'automne de 1978, le prix des produits et prestations suisses est monté un peu plus fortement que celui des marchandises étrangères. Depuis l'automne de 1978, le prix de ces dernières s'est élevé plus vigoureusement que celui des produits suisses. Le renchérissement du pétrole a contribué particulièrement à cette évolution. Du mois de septembre 1978 au mois de juillet 1979, il a entraîné une hausse de 4,6% de l'indice suisse des prix à la consommation, de sorte que le renchérissement en un an s'est inscrit à 4,3% au mois de juillet. Le taux est redescendu à 4% au mois d'août, sous l'effet d'une baisse de l'huile de chauffage.

Durant les deux dernières années, l'évolution des prix administrés a joué un rôle important dans la hausse de l'indice des marchandises suisses. Les efforts tendant à équilibrer les budgets des collectivités publiques ont obligé les autorités à des majorations de tarifs, indépendamment de la conjoncture.

Dans certaines régions, le prix de l'électricité doit être majoré de 5 à 10%. A partir du 1er octobre, les taxes de radio et de télévision sont relevées de 15%.

En raison du renchérissement du carburant, la Swissair a fixé des majorations d'environ 10%, qui sont appliquées aux vols de ligne à partir du 1er septembre, et aux voyages à prix forfaitaire à partir du 1er novembre. Toutefois, cette décision ne se répercutera sur l'indice des prix à la consommation qu'à partir du mois de novembre, car les vols de ligne entrent dans le groupe «instruction et loisirs» (et non dans la rubrique «transports et communications»).

De plus, les effets secondaires que le renchérissement du pétrole exerce, entre autres, par l'intermédiaire des frais de transport, se feront sentir toujours davantage. Par ailleurs, on peut supposer que, durant les cinq prochains mois, les indices relatifs aux boissons et tabacs, à l'aménagement et à l'entretien du logement, ainsi qu'à l'instruction et aux loisirs monteront à un rythme annuel de 1 à 2% seulement et que les indices relatifs aux transports et aux loyers resteront stables. Par contre, les indices relatifs à l'habillement, ainsi qu'à la santé et aux soins personnels pourraient s'élever de 2 à 4%. Du mois de juillet à la fin de l'année, l'indice des produits alimentaires a tendance à baisser. En 1979, les frais supplémentaires qu'entraînera le chauffage des serres pourraient s'opposer à cette tendance, mais les bonnes perspectives de récoltes pourraient la renforcer.

L'évolution de l'indice du groupe «chauffage et éclairage» est la plus incertaine. Diverses raisons, tel le fléchissement de la croissance économique mondiale, font espérer une légère baisse des prix. La réalisation de ces espérances dépendra surtout de l'évolution politique dans

les pays membres de l'OPEP. Une autre inconnue est l'évolution des changes, ainsi que son influence sur la conjoncture et sur les prix.

En résumé, la conjoncture actuelle et les perspectives pour les prochains mois paraissent favorables.

6. Marché des capitaux

La situation du marché financier dépend de la conjoncture, des liquidités disponibles et des prévisions des sujets économiques. Ces facteurs déterminent les taux d'intérêt appliqués à moyen et à long terme. Même si le rendement moyen des obligations fédérales ne peut être considéré comme une donnée significative à tous égards, il n'en demeure pas moins intéressant. Depuis le début du mois de juin, il est monté de 3,23 à 3,51%. Cette hausse correspond à la conjoncture générale et à l'évolution des liquidités.

Par moments, l'évolution des marchés financiers a été assez mouvementée. A la mi-juin, les emprunteurs se sont précipités sur le marché, prévoyant, sur la base de leurs anticipations inflationnistes, une hausse rapide des taux d'intérêt. La Banque nationale a donc fait savoir à la Commission chargée du contrôle des émissions que le programme pour le troisième trimestre ne devait pas, à son avis, dépasser 2 milliards de francs. La Commission partageant cette opinion, elle a réduit, pour la première fois depuis longtemps, le montant des emprunts qui ne paraissaient pas particulièrement urgents. En cours de trimestre, des corrections ont pu être apportées, certains débiteurs ayant réduit le montant de leur emprunt ou renoncé à l'émettre. En cette matière, une certaine souplesse est en effet nécessaire.

La Banque nationale s'est efforcée de ralentir la hausse des taux d'intérêt. Sur le marché des capitaux, elle est parvenue à maintenir le niveau et la structure des taux jusqu'à la pause des émissions. Une légère hausse a eu lieu au début du mois d'août, lorsque l'activité a repris. Depuis lors, tous les emprunts ont été émis avec succès. Le taux est de 3% pour les collectivités publiques, qui ont dû réduire parfois la durée de leurs emprunts. Suivant les cas, les compagnies d'électricité et l'industrie doivent offrir $\frac{1}{4}$ ou $\frac{1}{2}$ % de plus que les pouvoirs publics. Après avoir atteint 3,53%, le rendement moyen des obligations fédérales a diminué quelque peu. Le 17 août, la Confédération a lancé, avec succès, un emprunt d'une durée de 12 ans à des conditions analogues à celles des cantons.

La légère majoration des taux appliqués aux obligations de caisse, qui a eu lieu au début du mois d'août, n'a pas perturbé cette évolution. Si l'émission de ces titres continue de ne pas donner satisfaction, aucune modification ne s'impose pour l'instant. De plus en plus, les banques devront financer les crédits à l'exportation en émettant des emprunts, comme une grande banque l'a fait avec succès. L'avenir indiquera si la fonction des obligations à long terme est appelée à se modifier quelque peu.

L'évolution de la conjoncture, ainsi que des taux des carnets d'épargne et des placements hypothécaires, justifie les efforts de la Banque nationale tendant à modérer la hausse des taux sur le marché des capitaux. Le taux annuel d'accroissement des crédits en Suisse s'est inscrit à 7,6% au mois d'avril, à 7,9% au mois de mai et à 8,1% aux mois de juin et de juillet. Il n'est donc pas monté de façon particulièrement rapide. Par ailleurs, la liquidité est suffisante. Dans ces conditions, une hausse plus rapide des taux d'intérêt n'est pas souhaitable.

Le marché ayant une bonne capacité d'absorption, il a été possible d'établir, pour le quatrième trimestre, un programme d'émissions plus important que celui adopté précédemment. Si le montant des conversions et de l'argent frais demandés dépasse de 70 millions de francs la somme atteinte au quatrième trimestre de 1978, il ne devrait pas soulever de difficultés, selon la Banque nationale et la Commission chargée du contrôle des émissions. Les banques surtout ont l'intention de recourir au marché, alors que le montant des emprunts annoncés par les pouvoirs publics et par l'industrie est relativement faible.

7. Marché des changes et de l'argent

Il y a un an environ que la Banque nationale a décidé de donner la priorité à la stabilité des changes par rapport à celle des agrégats monétaires, mais non, il convient de le souligner, par rapport à la stabilité des prix. Depuis lors, la situation du franc s'est nettement améliorée. Notre monnaie a été remarquablement stable par rapport aux principales monnaies prises dans leur ensemble. De même, le cours du mark allemand en Suisse s'est maintenu aux environs de 0,90 franc depuis la fin de 1978, et cette stabilité s'est étendue aux autres monnaies européennes grâce aux mécanismes du Système monétaire européen (SME), qui fonctionne en fait depuis le début de cette année. L'appréciation moyenne du franc, par rapport aux cours du début de mai 1971, a oscillé depuis le début de 1979 entre 103% et 105%. En termes réels, c'est-à-dire compte tenu des écarts de taux d'inflation, une tendance à la baisse est même apparue. Selon les calculs de la Banque nationale, l'indice de la valeur réelle du franc est tombé de 136,7 en septembre 1978 à 121,9 en juin 1979. La situation est donc satisfaisante dans l'ensemble, et traduit une amélioration tendancielle de la capacité concurrentielle de notre économie. Il s'agit là d'une appréciation générale, qui fait abstraction des problèmes structurels que connaissent certaines entreprises et certains secteurs.

La priorité accordée à la stabilité des changes signifie que la Banque nationale s'efforce d'éviter aussi bien une hausse, pour maintenir la compétitivité de l'industrie, qu'une baisse, pour ne pas aggraver le risque d'inflation. Cette politique s'est traduite par des achats massifs de dollars au dernier trimestre de 1978 et par des ventes nettes tout aussi massives en 1979. Pour cette année, les achats ont totalisé 4,4 milliards de dollars et les ventes, 12,5 milliards.

Les effets monétaires de ces interventions ont été de gonfler la base monétaire de quelque 10 milliards de francs au dernier trimestre de 1978, et de la réduire d'autant pendant les trois premiers mois de cette année. Au deuxième trimestre par contre, la base monétaire étant revenue à un niveau normal, il n'y avait pas lieu de réduire davantage l'aisance du marché monétaire. Aussi les ventes de dollars qui ont encore eu lieu jusqu'à la mi-juin ont-elles été compensées par la conclusion de swaps et le placement de fonds de la Confédération. La base monétaire se chiffrait ainsi à 30,5 milliards de francs en juillet, contre 36,7 milliards en janvier. Quant à l'expansion de la masse monétaire M_1 , elle a passé d'un taux annuel de 23% en début d'année à 7,4% en mai. Le redressement intervenu en juin et juillet, où le taux a passé à 9% et à 13,8%, est dû essentiellement à un effet de base statistique. En valeur absolue, la masse monétaire au sens étroit est restée pratiquement stable de mai à juillet à un niveau voisin de 62 milliards de francs.

Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt, très bas au début de l'année, n'ont augmenté que modérément du fait de la politique d'aisance monétaire suivie par la Banque nationale. Le niveau modeste des taux sur le marché suisse, si on les compare aux taux en vigueur à l'étranger, a fortement encouragé les exportations de capitaux. Celles qui sont soumises à autorisation se sont chiffrées à 10,8 milliards de francs au premier trimestre et à 5,85 milliards au deuxième. En outre, les avoirs des banques à l'étranger se sont accrus de 8 milliards de francs. Il apparaît donc que l'étranger emprunte en francs suisses pour placer en devises, en marks notamment. Cela explique pour une large part la relative faiblesse du franc par rapport à la monnaie allemande.

Dans le cadre d'une politique qui vise depuis assez longtemps à développer le marché monétaire suisse, la Banque nationale a placé une première série de *créances comptables sur la Confédération*. Le placement, qui s'est monté à 200 millions de francs en chiffre rond, s'est effectué de manière satisfaisante. Le marché a bien accueilli cette nouveauté. La première série a permis de faire certaines expériences. Seuls quelques changements minimes sont apportés pour l'émission de la deuxième série, dont la conception générale sera identique à celle de la première tranche. Le Département fédéral des finances a donné son accord au placement périodique de nouvelles créances comptables.

C. Politique de la Banque nationale

Même si l'économie mondiale semble devoir connaître une évolution assez peu favorable dans les mois à venir, la Banque nationale considère qu'il n'y a pas lieu de modifier sa politique axée sur le moyen terme. Tout en étant consciente des difficultés de l'entreprise, elle tentera comme par le passé d'allier une gestion de la masse monétaire axée sur la stabilité à une politique de change visant également une certaine stabilité.

L'action entamée le 1er octobre de l'an dernier, qui tendait à influencer le cours du franc de telle façon que le cours du mark se maintienne nettement au-dessus de 0,80 franc, sera poursuivie ces prochains temps. On peut même affirmer que la relation entre le franc et le mark sera dorénavant maintenue plutôt aux environs de 0,90 que de 0,80. Les fluctuations liées aux troubles récents qu'a connus le marché des devises n'influencent donc pas les conceptions et les objectifs généraux de la Banque nationale, mais tout au plus la gestion quotidienne.

Les chances de succès de cette politique apparaissent relativement bonnes puisque, chez nos partenaires étrangers, la volonté de coopération monétaire ne se dément pas. Dans la phase économique actuelle, le dollar américain et le mark allemand sont les monnaies de référence pour notre pays. La collaboration étroite entre les autorités monétaires suisses et celles des Etats-Unis et de la République fédérale est donc d'une importance toute particulière. Elle doit évidemment être conçue de manière à tenir compte des différences existant dans la situation conjoncturelle de chacun de ces pays et, partant, dans les objectifs de la politique de change.

La marge de manœuvre dont dispose la Banque nationale pour intervenir sur le marché des changes est assez large, puisqu'elle se chiffre à quelque 6 milliards de francs. Jusqu'à ce montant, il est en effet possible d'intervenir sans gonfler la base monétaire, en substituant des liquidités définitives à des liquidités temporaires. Au-delà de ces possibilités, les interventions seront limitées par la nécessité de ne pas mettre en péril la stabilité relative des prix. Celle-ci est essentielle à la fois pour assurer une évolution équilibrée de l'économie, pour ne pas mettre en péril sa capacité concurrentielle et pour sauvegarder la marge de manœuvre de la politique monétaire au service de l'économie.

Si la politique de change joue un rôle important, la Banque nationale n'en est pas moins attentive à l'objectif de la stabilité des prix. La hausse de l'indice des prix à la consommation intervenue cette année ne doit pas être attisée par des facteurs monétaires.

La politique monétaire un peu plus restrictive qu'auparavant, visant à la stabilité des prix, n'a pas été sans influencer l'évolution des taux d'intérêt. Un léger relèvement du niveau des intérêts était donc inévitable. Vue sous cet angle, la politique axée sur la stabilité favorise une hausse temporaire des taux. Elle n'en est pas moins nécessaire pour assurer à long terme un niveau bas des intérêts.

Le mouvement de hausse des taux n'a pas été entraîné uniquement par la politique monétaire, mais aussi par le volume considérable qu'ont atteint les exportations de capitaux soumises à autorisation au premier semestre de cette année. La Banque nationale aurait eu bien sûr les moyens d'endiguer ces sorties de fonds. Si elle ne l'a pas fait, s'engageant au contraire dans la voie d'une libéral-

sation des mouvements de capitaux, c'est parce qu'elle est convaincue que des restrictions à ces mouvements ne se justifient que dans des circonstances particulièrement graves. En outre, les sorties de capitaux favorisaient une tendance à la baisse du franc dont devait profiter l'industrie d'exportation.

D'autres instruments ont aussi été utilisés pour modérer l'évolution des taux d'intérêt. Ces derniers mois, la Banque nationale a procédé à des achats d'intervention assez importants sur le marché des obligations, et elle est intervenue dans la fixation du programme des émissions afin d'assurer une évolution ordonnée du marché. De plus, elle s'est efforcée à diverses reprises de freiner la hausse des taux des bons de caisse. Au cours des entretiens qu'elle a eus avec des représentants des banques, elle s'est régulièrement efforcée de les amener à des compromis tenant dûment compte des intérêts généraux de l'économie.

Une fois de plus, la Direction générale doit tenter de concilier les objectifs en partie contradictoires de la gestion monétaire et de la politique de change. Au cours des années passées, la stabilité presque parfaite des prix a eu pour corollaire une forte appréciation du franc, qui a même atteint par moments des proportions excessives. La modification de l'ordre des priorités en faveur d'une meilleure stabilité des cours de change, qui a été décidée l'automne dernier dans l'intérêt légitime de l'industrie d'exportation, fait par contre sentir maintenant ses effets inévitables sur le niveau général des prix. La Banque nationale est ainsi conduite à appliquer une politique de la masse monétaire un peu plus restrictive, dans la mesure où la situation du marché des devises le permet. Compte tenu de l'accélération de l'inflation mondiale, de l'absence de solution à la crise de l'énergie et des faiblesses qui se manifestent dans la direction politique de l'Occident, il ne sera guère plus facile de maintenir des conditions monétaires ordonnées à l'avenir que cela n'a été le cas ces dernières années.