

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 14 décembre 1979

A. Situation économique internationale

1. Evolution récente de la conjoncture dans les principaux pays industrialisés

Durant le troisième trimestre, l'activité économique s'est affaiblie dans la plupart des pays industrialisés, même si l'ampleur du fléchissement a différé d'un Etat à l'autre. L'accalmie générale ne s'est pas étendue à la République fédérale d'Allemagne et au Japon, où l'économie a résisté vigoureusement aux tendances à la récession. Fait marquant, le fléchissement de la conjoncture a coïncidé avec une accélération du renchérissement. La détérioration de la situation économique, qui devrait se poursuivre au quatrième trimestre, était due surtout aux majorations du prix du pétrole.

Aux *Etats-Unis*, la récession prévue ne s'est pas produite au troisième trimestre. Le produit national brut réel, qui avait baissé à un rythme annuel de 2,3% au deuxième trimestre, est monté de 3,5% au trimestre suivant. Au mois de septembre, l'indice global de l'activité économique s'est élevé de 0,8%. Cette hausse ayant dépassé celle des dix-huit mois précédents, on ne doit pas s'attendre à une récession cette année. La production industrielle a augmenté également au mois de septembre, alors que le taux de chômage a passé de 6% au mois d'août à 5,8% au mois de septembre. Le problème principal de l'économie américaine est l'accélération du renchérissement, qui a atteint presque 13% au mois de septembre. Bien que les indices marquent des tendances contradictoires, il faut s'attendre à un fléchissement de l'activité économique durant les premiers mois de l'an prochain.

En *République fédérale d'Allemagne* et au *Japon*, les indices conjoncturels reflètent encore une situation favorable à court terme. Les entreprises paraissent enregistrer des entrées de commandes satisfaisantes, de sorte que l'utilisation de l'appareil de production reste bonne. Au mois de septembre, la production industrielle de ces deux pays a augmenté vigoureusement par rapport à la période correspondante de 1978, mais a diminué par rapport au mois d'août. Sur le marché du travail, la situation s'est améliorée. En République fédérale d'Allemagne, le taux de chômage a passé de 5% au début de l'année à 3,2% au mois de septembre. Les deux pays subissent aussi une inflation préoccupante. Au mois de septembre, la hausse des prix à la consommation s'est chiffrée à 5,2% en Allemagne. Si la hausse correspondante s'est inscrite à 3,1% au Japon, celle des prix de gros y a atteint le taux inquiétant de 12,6%. Les balances allemande et japonaise des revenus se sont

soldées par un déficit, en raison notamment d'une conjoncture favorable par rapport à celle d'autres Etats. Toutefois, le déficit de la République fédérale d'Allemagne a diminué quelque peu au mois de septembre.

La situation est moins favorable dans les autres importants pays d'Europe. En *Italie*, les signes de fléchissement conjoncturel se multiplient. Le fait le plus préoccupant est l'accélération rapide de l'inflation, qu'accompagne une détérioration de la situation sur le marché du travail. La hausse en un an des prix à la consommation s'est inscrite à 16,8% au mois de septembre et le nombre de chômeurs a augmenté de 19% depuis le début de l'année. Après une assez longue phase d'excédents, la balance des revenus s'est soldée par un déficit au mois de septembre.

En *France*, l'évolution de la conjoncture au troisième trimestre semble avoir été meilleure que prévu. Cette situation paraît due surtout à la constitution de stocks dans la sidérurgie et dans l'industrie textile, ainsi qu'à un effet de rattrapage dans la consommation privée. La diminution de la demande intérieure au premier semestre ne semble pas s'être répercutée déjà sur la production. Néanmoins, il faut s'attendre à un nouveau fléchissement de la conjoncture. Pour le limiter, le gouvernement a pris des mesures au cours de l'été. Il a mis 4,5 milliards de francs à la disposition surtout de l'industrie de la construction et des familles nécessiteuses. La situation sur le marché du travail s'est améliorée légèrement et le rythme de l'inflation s'est modéré quelque peu. Toutefois, la hausse des prix à la consommation s'est chiffrée encore à 11% au mois de septembre. La balance des revenus s'est soldée par un déficit, comme dans la plupart des pays membres de l'OCDE.

Au *Royaume-Uni*, l'activité économique s'est affaiblie, après une reprise au deuxième trimestre. La production industrielle a diminué. La majoration de la taxe sur la valeur ajoutée continuant d'exercer ses effets, la consommation privée a fléchi. Ce ralentissement de la demande menace de réduire les recettes de l'industrie britannique dans de très fortes proportions, après que la hausse des coûts de production eut restreint déjà la capacité concurrentielle du pays. L'inflation est également le problème principal de l'économie britannique. En effet, le taux d'accroissement des prix à la consommation a augmenté continuellement, pour atteindre 16,5% au mois de septembre. Le fléchissement de la conjoncture ne s'est pas encore répercuté sur le marché du travail. Le taux de chômage a même baissé quelque peu au troisième trimestre. Bien que l'extraction de pétrole en mer du Nord ait exercé des effets positifs sur la

balance des revenus, l'évolution économique générale a entraîné, au troisième trimestre, un déficit nettement plus élevé que prévu.

2. Perspectives économiques pour la zone de l'OCDE en 1980

Les majorations du prix du pétrole se répercuteront encore pendant un certain temps sur la conjoncture, de sorte que la croissance économique se ralentira sensiblement l'an prochain. Le Secrétariat de l'OCDE a donc de nouveau révisé à la baisse ses prévisions. Dans la zone de l'OCDE, la croissance du produit national brut réel devrait se chiffrer à environ 1,5% en 1980, contre 3% en 1979. Selon ces prévisions, les Etats-Unis et le Royaume-Uni devraient enregistrer une diminution de l'activité économique. A condition que le prix du pétrole ne se modifie pas, tous les pays membres de l'OCDE devraient connaître une reprise de la conjoncture au second semestre.

Avec le fléchissement de la croissance, il faut craindre une augmentation du chômage, en 1980, dans toute la zone de l'OCDE, à l'exception de la République fédérale d'Allemagne. Les Etats-Unis seront les plus touchés, le taux de chômage passant entre 7 et 7,5%, contre 6,5% en 1979.

Malgré cette conjoncture, l'inflation ne devrait pas diminuer l'an prochain dans la zone de l'OCDE. En moyenne, l'indice des prix à la consommation devrait monter d'environ 9%, contre 8% en 1979. La situation variera considérablement d'un pays à l'autre. Ainsi, les Etats-Unis devraient parvenir à réduire à 9% le taux de l'inflation qui s'inscrivait à 13% au mois de septembre 1979. Les taux enregistrés en France, en Italie et au Royaume-Uni devraient dépasser 10%. Enfin, le taux de la République fédérale d'Allemagne devrait passer de 4,5% en 1979 à 4% en 1980.

Dans les échanges avec l'étranger, la situation continuera à se détériorer en 1980. Le déficit des balances des revenus dans la zone de l'OCDE, qui devrait s'inscrire à environ 29 milliards de dollars en 1979, pourrait atteindre 31 milliards en 1980. L'évolution différera sensiblement d'un pays à l'autre. Le déficit d'environ 5 milliards de dollars que la balance américaine des revenus accusera en 1979 pourrait se transformer en un excédent de 2 milliards en 1980. Par contre, les déficits de la République fédérale et du Japon devraient augmenter. Si ces prévisions s'avéraient exactes, les divergences s'atténueraient tout au moins à l'intérieur de la zone de l'OCDE.

Ces prévisions reposent sur la supposition que l'approvisionnement en pétrole ne se heurtera à aucune difficulté en 1980 et que le prix réel du pétrole ne se modifiera pas. Le récent conflit entre l'Iran et les Etats-Unis montre la précarité de cette supposition. On sait que les Etats-Unis n'importent plus de pétrole iranien, alors que l'Iran a mis en question le rôle du dollar comme

moyen de paiement. Si l'instabilité politique a augmenté ces derniers temps, la situation économique est devenue un peu plus claire. Au cas où les Etats-Unis parviendraient à mener une politique monétaire restrictive pendant assez longtemps, le cours du dollar s'en trouverait raffermi. En même temps, la question du remplacement du dollar par des droits de tirage spéciaux ou par une autre monnaie de compte perdrait de son actualité.

3. Evolution des agrégats monétaires

Dans la plupart des grands pays membres de l'OCDE, soit en République fédérale d'Allemagne, en France, au Royaume-Uni, en Italie et aux Etats-Unis, les autorités ont accentué la politique monétaire restrictive qu'elles menaient depuis le début de l'année. Afin de juguler les nouvelles tendances inflationnistes, les banques centrales ont majoré les taux officiels d'intérêt et pris d'autres mesures visant à restreindre la liquidité et, par conséquent, à modérer la croissance de la masse monétaire. Le risque que les tendances à la récession en soient renforcées n'est pas totalement exclu.

Pour freiner le renchérissement et la dévaluation du dollar, le Système de Réserve Fédérale des *Etats-Unis* mène une politique restrictive, depuis le début du mois d'octobre. Le taux de l'escompte a été porté à 12%, soit au plus haut niveau jamais fixé par les autorités monétaires américaines. En outre, le Système de Réserve Fédérale a exigé la constitution de réserves minimales spéciales, calculées surtout sur l'accroissement des dépôts d'euro-dollars et sur des dépôts à terme d'une certaine importance. Il faut souligner la décision du Système de Réserve Fédérale d'influer sur la masse monétaire en agissant sur les réserves bancaires ou la base monétaire, et non plus sur le taux d'intérêt des fonds fédéraux.

Ce changement de conception a entraîné une hausse immédiate du niveau général des taux d'intérêt. Le taux appliqué aux fonds fédéraux a passé de presque 12% au début d'octobre à plus de 15% à la fin du mois. Durant la même période, les taux d'intérêt à long terme sont montés d'environ 1%. Par la suite, le dollar s'est raffermi sensiblement sur les marchés des changes.

L'évolution des agrégats monétaires ne permet pas encore d'estimer les effets des récentes mesures. Du mois de mai au mois de septembre, l'accroissement de la base monétaire s'est accéléré. Malgré plusieurs majorations du taux de l'escompte et une hausse rapide du taux d'intérêt des fonds fédéraux, la politique monétaire n'a pas été restrictive durant cette période, à en juger d'après l'évolution de la base monétaire, dont le taux d'accroissement n'a baissé qu'à partir du mois d'octobre. Si les autorités continuent de mener une politique restrictive ces prochains mois, il faut s'attendre à ce que la demande de crédit, en forte hausse au troisième trimestre, diminue sensiblement au quatrième trimestre.

Il semble que les autorités poursuivront leur politique restrictive: le taux d'inflation atteignant presque 13%, le président du Système de Réserve Fédérale et les autres dirigeants du Système partagent à peu près les mêmes points de vue. Actuellement, l'administration soutient la politique du Système de Réserve Fédérale. Dans l'opinion publique, l'avis prévaut toujours davantage que, à long terme, un taux d'inflation élevé est plus nocif que la politique monétaire restrictive. La résistance surprenante que l'économie américaine a opposée, au troisième trimestre, aux tendances à la récession a renforcé cette opinion. Le Comité de l'open market, qui avait décidé cet été, à une faible majorité seulement, de majorer le taux appliqué aux fonds fédéraux, défend fermement la nouvelle politique et accepte des variations plus fortes des taux d'intérêt.

En République fédérale d'Allemagne, on s'attend à ce que le taux de renchérissement atteigne presque 6% à la fin de l'année. Cette poussée d'inflation est due à la majoration du prix du pétrole, à la hausse des prix à l'importation et à la politique monétaire relativement expansive que les autorités avaient menée en 1978.

En raison de l'évolution défavorable des prix et d'une conjoncture restant bonne, la Banque fédérale d'Allemagne a mené cette année une politique qui est devenue toujours plus restrictive. Le 1er novembre, elle a majoré le taux des avances sur nantissement et celui de l'escompte pour la cinquième fois de l'année, les portant respectivement à 7 et à 6%. En même temps, les autorités monétaires ont accru de 4 milliards de marks le contingent de réescompte, augmentant d'autant les réserves de liquidité auxquelles les banques peuvent recourir. A la suite de ces mesures, l'accroissement en un an de la monnaie centrale s'est ralenti quelque peu. Après s'être inscrit à environ 10% au premier semestre, il s'est chiffré à 7,5% au mois d'octobre. La Banque fédérale atteindra vraisemblablement son objectif relatif à l'accroissement de la monnaie centrale, qu'elle avait fixé entre 6 et 9% du quatrième trimestre de 1978 au trimestre correspondant de 1979.

La politique restrictive de la Banque fédérale s'est reflétée aussi dans l'évolution des masses monétaires M_1 et M_2 , dont le taux d'accroissement en un an a passé de 11,4 et 12,8% au mois de février à 5,7 et 10% au mois de septembre. Au troisième trimestre, les taux d'intérêt ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 1975. Cette situation est due aussi bien à la politique des autorités monétaires qu'à l'accélération de l'inflation. A cet égard, les changements intervenus dans la structure des taux sont très intéressants. Alors que les taux à court terme étaient encore inférieurs aux taux à long terme au mois de juillet, on observait une situation inverse à la fin du mois d'octobre. La structure actuelle des taux d'intérêt montre que, à long terme, on s'attend à une baisse des taux d'intérêt. Cette opinion résulte vraisemblablement d'un changement dans les anticipations inflationnistes. Tandis qu'une accélération du renchérissement était prévue généralement cet été, on compte maintenant sur un ralentissement de l'inflation l'an prochain.

Le taux de renchérissement au Royaume-Uni continue de susciter l'inquiétude, car il s'est inscrit à environ 16,5% au mois de septembre. Depuis le début de l'année, il est monté continuellement, et un changement de tendance n'est pas encore en vue. La lutte contre l'inflation est donc le but principal de la politique monétaire britannique.

La Banque d'Angleterre mène une politique visant à réduire le taux d'accroissement de la masse monétaire M_3 , qui est monté à plus de 12% cet été, pour le faire correspondre à son objectif, fixé entre 7 et 11%. Afin de juguler l'expansion du crédit, qui est l'élément le plus important de la masse monétaire M_3 , les autorités ont majoré le taux de l'escompte au mois de novembre, le portant de 14 à 17%. Décidée au mois d'octobre, l'abrogation des contrôles restreignant les mouvements de capitaux renforcera la politique restrictive de la Banque d'Angleterre. Les reflux de capitaux qui devraient résulter de ce démantèlement pourraient faire baisser le cours de la livre. La capacité concurrentielle de l'économie britannique s'en trouverait améliorée, et l'application de la politique restrictive, facilitée.

Au troisième trimestre, l'accroissement de la masse monétaire M_3 a correspondu à l'objectif visé. Par tous les moyens, la Banque d'Angleterre s'efforcera de respecter son but. Pour la période allant jusqu'à la mi-octobre 1980, elle a maintenu son objectif au même niveau. Il faut donc s'attendre à ce que les taux d'intérêt restent relativement élevés ces prochains temps.

En France, le taux d'inflation a atteint 11% au mois de septembre et les taux d'intérêt à court terme plus de 12%. La Banque de France a donc pu maintenir les taux d'intérêt au-dessus du taux d'inflation, comme elle le désirait. Malgré la hausse des taux d'intérêt et les efforts de la Banque de France tendant à réduire la liquidité du système bancaire par une diminution de la base monétaire, la masse monétaire M_2 continue d'augmenter plus rapidement qu'il n'est souhaitable. Au mois de juillet, elle s'est accrue de 12,6%, bien que l'objectif fixé ait été de 11%. Néanmoins, les autorités se sont proposé de nouveau 11% comme objectif pour 1980. A cette fin, la Banque de France a limité davantage l'accroissement du crédit, restreint depuis 1974, en abaissant de $\frac{1}{2}$ % le taux de l'augmentation autorisée.

En Italie, l'augmentation de la masse monétaire et celle du crédit ont dépassé, depuis le début de l'année, les 18% que l'institut d'émission s'était fixés comme objectif dans les deux cas. Pour freiner l'accroissement de la masse monétaire, qui avait atteint 20,1% au mois de juillet, la Banque d'Italie a porté de 10,5 à 12%, au début du mois d'octobre, le taux officiel de l'escompte. Les banques ont alors fixé à 16,5% le taux des fonds prêtés à des débiteurs de premier ordre. Les restrictions de crédit décrétées récemment jouent un rôle encore plus important que les majorations de taux d'intérêt. Selon les nouvelles dispositions, les banques commerciales ne peuvent accorder à leurs clients davantage de crédits qu'en mai de cette année. Comme elles n'avaient alors pas

utilisé la totalité du contingent à leur disposition, les nouvelles mesures ont un effet restrictif. Ces dispositions doivent faciliter la lutte contre le renchérissement, qui a atteint 16,8% au mois de septembre et qui pourrait s'inscrire à 18,5% à la fin de l'année.

Au Japon, la hausse des prix de gros s'est inscrite à 12,6% au mois de septembre, et celle des prix à la consommation, à 3,1%. Les autorités monétaires craignent que la hausse des prix de gros ne se répercute bientôt sur le coût de la vie. Au début du mois de novembre, elles ont donc majoré le taux officiel de l'escompte pour la troisième fois cette année, le portant ainsi à 6,25%.

Cette mesure doit également réduire la différence entre les taux d'intérêt appliqués au Japon et les taux en vigueur aux Etats-Unis. Selon la Banque du Japon, la faiblesse du yen est due en grande partie à l'exode des capitaux que la différence entre les taux d'intérêt attire aux Etats-Unis. La hausse du taux de l'escompte et une application plus restrictive de la limitation du crédit devraient modérer l'accroissement des agrégats monétaires ainsi que le renchérissement.

4. Evolution des changes

Le calme n'a pas régné sur les marchés des changes au-delà du premier semestre. Si, pondéré en fonction du commerce extérieur, le cours de la monnaie la plus importante, c'est-à-dire le dollar, était monté de façon presque continue pendant les six premiers mois de l'année, il a baissé de 3% aux mois de juin et de juillet. Une crise monétaire analogue à celle de l'an passé n'a pu être évitée que par des achats massifs de dollars. En 1979 comme en 1978, les banques centrales ont montré qu'elles ne sont plus disposées à tolérer une évolution indésirable des changes et qu'elles sont en mesure de s'y opposer par une action concertée. Aux mois d'août et de septembre, le cours du dollar est resté à un niveau relativement bas.

Depuis le troisième trimestre, l'inflation surtout inquiète les autorités monétaires des Etats-Unis. Au mois de septembre, la hausse en un an des prix à la consommation a atteint presque 13%. Comme la conjoncture s'est améliorée de façon surprenante et que la masse monétaire a augmenté excessivement, le Système de Réserve Fédérale a décidé, le 6 octobre, de modifier sa politique monétaire (cf. chiffre 3). Par la suite, les taux réels d'intérêt sont redevenus positifs, pour la première fois depuis un certain temps. L'écart entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans d'autres pays industrialisés importants, qui avait diminué sur les marchés à court terme depuis le mois d'octobre 1978, a augmenté de nouveau. A la fin du mois d'octobre, il a atteint 6% dans le cas de la République fédérale d'Allemagne, soit presque le niveau de l'année précédente. Ce changement de politique a augmenté sans doute la confiance dans les autorités monétaires, qui, au cours des dernières années, n'ont souvent pas tenu les objectifs fixés en matière de croissance de la masse monétaire. La confiance repose

aussi sur la certitude que les autorités accordent maintenant priorité à la lutte contre l'inflation. Le raffermissement rapide du dollar prouve le regain de confiance. Deux semaines après l'annonce des nouvelles dispositions, le cours du dollar pondéré en fonction du commerce extérieur était monté déjà de 2%. Ainsi, il a atteint le niveau du mois de juin, soit le plus élevé de l'année.

Comparées aux dispositions prises au mois de novembre 1978, les mesures de politique monétaire décidées au mois d'octobre prennent toute leur importance. L'an passé, il s'agissait d'opérations intéressantes tout d'abord les marchés des changes, alors que les mesures récentes portent sur la politique monétaire elle-même. La différence est fondamentale. Comme les opérations effectuées sur le marché des changes ne sont qu'un élément de la politique monétaire, des achats massifs de dollars ne peuvent provoquer une hausse durable des cours si, comme le montre l'exemple des Etats-Unis, la politique monétaire est expansive dans l'ensemble. En outre, les opérations effectuées sur le marché des changes se rapportent constamment à deux monnaies. Pour des raisons évidentes, la Réserve Fédérale a cherché à influencer sur le cours du dollar en vendant surtout des marks. Toutefois, les autorités monétaires de la République fédérale ne sont pas disposées à accepter l'accroissement de la masse monétaire allemande découlant des opérations de soutien en faveur du dollar et refusent de résoudre à long terme le problème que pose cette monnaie en accélérant l'inflation dans leur propre pays. Cette situation paraît avoir incité les autorités américaines à modifier leur politique monétaire.

Le cours de la livre sterling, qui était monté durant plus d'une année presque sans interruption, a atteint son niveau maximal au mois de juillet. De la fin de ce mois au 19 octobre, il est descendu de 7%, ce qu'il faut considérer comme la correction d'une hausse excessive. Il est difficile de prévoir l'évolution du cours de la livre ces prochains mois, car la mesure dans laquelle la hausse était excessive n'est pas connue et la faiblesse de la conjoncture rend incertain le succès de la politique monétaire et budgétaire restrictive. Durant la période examinée, les autorités britanniques ont pris d'importantes mesures de politique des changes. Après avoir assoupli le contrôle des changes dès l'été, le ministère des finances a abrogé, le 23 octobre, les dernières mesures restrictives, à l'exception de celles concernant la Rhodésie. Si la décision était attendue, sa date et son ampleur ont surpris. Il est toutefois difficile d'en prévoir la portée. Comme les taux d'intérêt à court terme sont plus élevés aux Etats-Unis qu'en Grande-Bretagne, contrairement à la situation observée au début du mois, on s'attend à ce que les exportations de capitaux augmentent et qu'elles exercent une pression sur le cours de la livre.

Le cours du yen a continué de baisser au troisième trimestre. Pondéré en fonction du commerce extérieur, il était inférieur de 21%, le 19 octobre, au cours maximal enregistré au mois d'octobre 1978. La baisse persistante semble due à une série de facteurs. Le fait que

l'approvisionnement en produits énergétiques, en pétrole en particulier, dépend beaucoup de l'étranger a contribué dans une mesure prépondérante à la détérioration de la balance des revenus et, partant, à l'évolution du yen. Une autre cause de la baisse est le niveau relativement élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis; les placements en yens paraissent moins attrayants. A plus ou moins long terme, il faut s'attendre à ce que la vigueur et le dynamisme naturels de l'économie japonaise provoquent un raffermissement du cours.

Le Système monétaire européen (SME) a surmonté un obstacle important: un premier ajustement des parités a eu lieu le 24 septembre, le mark étant réévalué de 5% par rapport à la couronne danoise et de 2% par rapport aux autres monnaies. Pendant assez longtemps, le cours du mark avait oscillé dans la partie supérieure de sa marge de fluctuation. Finalement, la politique monétaire de plus en plus restrictive que menait la Banque fédérale d'Allemagne, inquiète de l'accélération du renchérissement, a rendu un ajustement des parités inévitable. Il est donc possible, malgré un processus de décision difficile, de procéder à un ajustement sans provoquer une spéculation perturbatrice. Evidemment, une telle opération ne s'effectue pas toujours de manière aussi aisée. Durant la période examinée, le cours du franc français a évolué calmement, tandis que celui de la lire s'est affaibli quelque peu, en raison surtout de l'accélération considérable du renchérissement.

Un examen du SME devait avoir lieu dans les six mois suivant l'entrée en vigueur du Système. Le Conseil y a consacré sa séance du 17 septembre, qui s'est déroulée dans le calme et n'a pas entraîné de modifications du SME. Si le mécanisme mis sur pied a fonctionné sans trop de difficultés jusqu'à maintenant, le rapprochement prévu des conditions économiques n'a guère progressé. En particulier, les différences entre les taux d'inflation demeurent très fortes, le niveau général des taux étant élevé. S'il n'est pas possible de mener une politique monétaire unitaire en Europe et de réduire les taux d'inflation, ce système de changes fixes se heurtera bientôt à de grandes difficultés.

5. Assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale

A l'Assemblée annuelle du FMI, qui a eu lieu à Belgrade au début du mois d'octobre, presque tous les délégués ont relevé que la lutte contre l'inflation constitue la tâche la plus importante de la politique économique. Selon le FMI, il faut prendre le risque de réduire éventuellement l'emploi et la croissance, car seuls des prix plus stables permettent une expansion économique. Evidemment, la stabilité des prix ne résultera pas de la proclamation du FMI, mais dépendra de la volonté que les gouvernements et les autorités monétaires des différents pays auront de mener une telle politique. Néanmoins, l'appel du Fonds est important. En effet, c'est la première fois qu'une organisation internationale donne si nettement priorité à la lutte contre l'inflation.

L'Assemblée n'a pas pris de décision importante qui pourrait influencer directement sur la situation monétaire internationale. Cependant, il faut mentionner les directives que le Comité intérimaire a données au Conseil des administrateurs. Les administrateurs doivent examiner la possibilité de réduire le taux d'intérêt appliqué au système de financement dit facilité Witteveen et de proroger de huit à dix ans le délai de remboursement des tirages effectués dans le cadre de cette facilité. De plus, ils continueront à envisager la création d'un compte de substitution. Les administrateurs présenteront leur rapport au Comité intérimaire lors de sa prochaine séance, qui aura lieu le 25 avril.

Le compte de substitution repose sur un système dans lequel les autorités monétaires des Etats membres et d'autres autorités monétaires remettent au FMI des avoirs en dollars, alors que le Fonds leur bonifie la contre-valeur en droits de tirage spéciaux (DTS). Ce système permettrait de consolider l'excédent de dollars et de renforcer la position des DTS en tant qu'instruments de réserve. Le compte de substitution devra correspondre aux besoins des pays industrialisés aussi bien qu'à ceux des pays en développement. La possibilité d'échanger les créances contre des disponibilités, la rémunération de ces avoirs et le maintien de leur valeur malgré les fluctuations des changes, tels sont les problèmes qu'il faut encore résoudre.

B. Conjoncture suisse

1. Evolution monétaire

Marché des capitaux

La tendance à la hausse que les taux d'intérêt à moyen et à long terme avaient suivie depuis le mois de mars s'est renforcée au second semestre. Malgré certaines objections, le rendement moyen des obligations fédérales est un bon indice à cet égard. Au début du mois de mars, il a atteint son point minimal, soit 3,06%. Il a passé à 3,2% en chiffre rond jusqu'à la fin de ce mois, puis s'est maintenu à ce niveau. Du mois de juin à la mi-octobre, le rendement moyen a oscillé aux environs de 3,5%. A partir de la fin du mois d'octobre, il est monté continuellement, pour s'inscrire à la fin du mois de novembre à 4% en chiffre rond. La hausse des taux a influé de manière durable sur les exportations de capitaux et sur les conditions d'émission des nouveaux emprunts par obligations.

Les changements de climat qui se produisent sur le marché des capitaux se reflètent dans l'évolution des conditions appliquées aux émissions de la Confédération. Au mois de février, la Confédération a lancé avec succès un emprunt 2¼% de 250 millions de francs, au prix d'émission de 100,50%, pour une durée de douze ans. Durant la seconde quinzaine du mois d'août, elle a émis au pair un emprunt 3¼%, d'un montant de 200 millions de francs et d'une durée de onze ans. Au début du mois de novembre, le manque d'intérêt l'a obligée à

réduire de 50 millions un emprunt dont la somme prévue était de 250 millions de francs. Elle a subdivisé l'émission en deux tranches, l'une à 3¼%, d'un montant de 120 millions de francs et d'une durée de 9 ans, et l'autre à 4%, d'une durée de 13 à 15 ans et d'un montant de 80 millions de francs.

Comme le rendement des obligations fédérales le montre, l'évolution sur le marché des capitaux ne s'est pas produite de manière continue. La stabilité des cours observée depuis le milieu de l'année s'est maintenue durant les premières semaines de la période examinée. Jusqu'à la mi-octobre, les émetteurs ont placé tous les emprunts avec succès. Le taux appliqué aux emprunts de premier ordre est resté à 3¼%, la durée étant de huit à dix ans. Au mois d'octobre, des banques ont lancé des emprunts à 4%, pour des durées allant jusqu'à quatorze ans.

A la mi-octobre, les cours avant cotation en bourse sont tombés lentement au-dessous des prix d'émission. Comme les souscriptions à l'emprunt d'une durée de 10 ans que la Ville de Zurich a lancé peu après à 3¼% n'ont couvert que 58 millions de francs sur les 75 millions offerts, le niveau général des taux a commencé à se modifier.

L'emprunt de 200 millions de francs que la Confédération a lancé en deux tranches a été émis dans cette situation défavorable. Si les banques elles-mêmes avaient considéré lors des négociations préalables que les conditions étaient conformes à l'évolution du marché, les cours de titres comparables ont baissé à chaque séance pendant la période de souscription. Le montant désiré n'a pu être recueilli, bien que la Confédération ait offert un taux de 4% pour la première fois depuis le mois de septembre 1976, la durée de l'emprunt s'étendant entre 13 et 15 ans toutefois. Dans ces conditions, les deux tranches ont été limitées au montant couvert par les souscriptions.

Par la suite, le marché des capitaux est resté instable, le chiffre d'affaires étant faible. Avant cotation en bourse, le cours de l'emprunt 3¼% de la Confédération s'est inscrit à 98,25%, et celui de l'emprunt 4%, à 99,75%. Ces conditions détermineront dans les grandes lignes celles des autres émissions.

Les événements récents ont incité les syndicats d'émission à faire preuve d'une grande flexibilité lorsqu'ils fixent les conditions des emprunts. L'adaptation à la situation nouvelle du marché s'effectue rapidement, parfois même pendant la période de souscription. Le prix d'émission de l'emprunt que la Swissair a lancé au cours de la première quinzaine du mois de novembre a été ramené de 100% à 99% pendant la période de souscription, alors que la durée d'autres emprunts a été réduite jusqu'à neuf ans. Néanmoins, le montant des souscriptions n'a pas correspondu toujours à la somme désirée. Durant la seconde quinzaine du mois de novembre, L'Union de Banques Suisses a lancé un emprunt 4½% d'une durée de quatorze ans.

Malgré la hausse des taux d'intérêt, le recours net au marché des capitaux pendant les dix premiers mois de l'année a dépassé de 1,1 milliard de francs le montant enregistré un an auparavant et s'est inscrit à 4,5 milliard de francs. La manière dont le volume s'est accru semble signifier que les entreprises n'ont pas adapté immédiatement leur demande de capitaux à l'évolution des taux, mais ont attendu que celle-ci atteigne son point minimal. Une augmentation sensible du recours net au marché n'a eu lieu qu'à partir du mois de mai, où le changement dans l'évolution des taux a commencé à se manifester.

La hausse des taux d'intérêt dans notre pays a rendu le marché suisse des capitaux moins attrayant pour les emprunteurs étrangers. Les banques se sont donc montrées circonspectes, renonçant à lancer certains emprunts étrangers prévus pour les mois de novembre et de décembre. La statistique relative aux exportations de capitaux soumises à l'autorisation de la Banque nationale indique une diminution constante depuis le mois d'août.

Néanmoins, les exportations de capitaux soumises à autorisation atteindront un volume record en 1979. Durant les neuf premiers mois de l'année, elles se sont inscrites à 23,1 milliards de francs et ont dépassé de 1,2 milliard, ou de 37,5%, le montant enregistré pendant la période correspondante de 1978. Pour la période allant du mois d'août au mois d'octobre, l'augmentation s'est chiffrée à 27,4%. Elle était due surtout à l'accroissement des crédits que les banques ont octroyés à des débiteurs domiciliés à l'étranger. Ces crédits ont progressé de 68%, tandis que l'émission d'emprunts a augmenté de 27,7% seulement et que le placement de «notes» a même diminué de 8%.

Cette modification de structure est due au fait que les emprunts et les «notes» sont soumis à des modalités de remboursement moins flexibles que les crédits bancaires. Or les débiteurs attachent une grande importance à cette flexibilité lorsque l'évolution des taux d'intérêt et des changes est incertaine.

Marchés des changes et de l'argent

Si le cours du dollar est descendu fortement au mois de juillet, le marché des changes s'est apaisé par la suite, après que la Banque nationale eut procédé à quelques achats de dollars. Jusqu'à la mi-septembre, l'évolution des cours a été relativement calme. L'accélération du renchérissement aux Etats-Unis, où la politique monétaire continuait d'être axée sur l'expansion, a entraîné une hausse en flèche du prix de l'or. Du marché de l'or, les perturbations se sont répercutées sur le marché des changes pendant la seconde moitié du mois de septembre. A la fin de ce mois, le cours du dollar a passé en quelques jours de fr. 1,6255 à fr. 1,5335, et celui du mark de fr. 0,8925 à fr. 0,8855. Pour stabiliser les cours, la Banque nationale a dû procéder à des interventions massives.

Au mois d'octobre, le marché des changes s'est calmé. Le changement de politique que les autorités monétaires américaines ont décidé a provoqué une revalorisation persistante du dollar. Durant ce mois, le cours du franc a baissé respectivement de 7 et de 3,4% par rapport au dollar et au mark.

La valeur nominale du franc, mesurée par rapport aux monnaies de 15 pays importants pour nos exportations, a augmenté de 3,8% du mois d'août au mois d'octobre, puis a diminué de 1,9% au mois de novembre. Elle a fléchi de 4,6% en un an. Au mois de novembre, la valeur réelle du franc correspondait à celle du début de 1978.

Bien que la Banque nationale ait dû procéder ces derniers mois à des achats considérables sur les marchés des changes, la base monétaire a varié relativement peu depuis le mois d'avril, grâce à l'utilisation flexible de swaps. Au mois de juillet par exemple, lorsque le cours du dollar et celui du mark ont eu tendance à baisser, l'institut d'émission a acheté des devises pour un montant d'environ 2,7 milliards de francs. En même temps, elle a dénoué des swaps dollars contre francs d'une valeur de 3 milliards de francs en chiffre rond. Pendant cette période, la base monétaire a diminué de 200 millions de francs, malgré des interventions massives sur le marché des changes. De la mi-septembre à la mi-octobre, la Banque nationale a procédé de manière analogue. A vrai dire, elle a réduit alors la liquidité en concluant aussi des swaps francs contre dollars. Malgré des interventions qui s'inscrivaient à 2,8 milliards de francs, la base monétaire a augmenté de moins de 400 millions pendant cette période.

La stabilisation de la base monétaire a influé aussi bien sur l'accroissement des divers agrégats monétaires que sur l'évolution des taux d'intérêt. Par rapport au mois correspondant de 1978, l'augmentation de la masse monétaire M_1 a passé de 15,3%, à fin mars, à 0,9%, à fin octobre. L'accroissement des masses monétaires M_2 et M_3 , qui s'inscrivait respectivement à 7,1 et à 8,8% au mois de mars, est monté par contre à 11,9 et à 10,3%.

L'évolution opposée des masses monétaires M_1 et M_2 s'explique par la forte hausse des taux d'intérêt ces derniers mois et par les efforts de la Banque nationale tendant à différer la hausse de certains taux à long terme. En raison de la hausse des taux d'intérêt, des bailleurs de fonds ont transformé leurs dépôts à vue en dépôts à terme. Du mois de mars au mois de septembre, les dépôts à vue ont diminué de 6 milliards de francs en chiffre rond et les dépôts à terme ont augmenté de 10 milliards. Le volume global des dépôts s'étant accru sensiblement, il faut supposer que non seulement des dépôts à vue, mais aussi d'autres avoirs ont été placés en dépôts à terme. Une telle situation se produit lorsque les investisseurs comptent sur une hausse des taux à long terme et placent, en attendant, leurs fonds à court terme.

Ces derniers mois, la Banque nationale a tenté, comme on le sait, de freiner aussi bien la hausse du rende-

ment des obligations fédérales que celle des taux appliqués aux obligations de caisse. Par la suite, la demande d'obligations de caisse a fléchi. Certaines banques ont donc émis des emprunts par obligations pour se procurer les fonds nécessaires au refinancement. Du mois de mars au mois de septembre, le volume des obligations de caisse émises par 71 banques a diminué de 2 milliards de francs en chiffre rond. Les banques ont reçu une part de ces fonds en dépôts à terme. Les statistiques disponibles ne permettent pas de constater dans quelle mesure il s'agit de placements à long terme et de dépôts à court terme.

La forte hausse du taux d'intérêt des euro-francs à trois mois, qui, en moyenne mensuelle, a passé de 1,13% au mois de juillet à 2,52% au mois d'octobre, était due en partie aux anticipations inflationnistes croissantes et à la politique un peu plus restrictive qu'a menée la Banque nationale. Toutefois, d'autres facteurs ont influé aussi sur les taux d'intérêt. Comme les investisseurs ne comptaient pas sur une revalorisation prononcée du franc, les taux d'intérêt élevés appliqués à l'étranger ont accéléré les exportations de capitaux, ce qui a fait monter les taux d'intérêt en Suisse. Malgré cette hausse, la différence entre les taux appliqués en Allemagne et en Suisse a augmenté: du mois d'avril au mois d'octobre, l'écart entre le taux du marché monétaire de Francfort et celui de l'euro-franc a passé de 4,44 à 6,18%.

La hausse des taux sur le marché de l'euro-franc a incité les grandes banques à modifier les taux appliqués aux dépôts à terme fixe de leur clientèle, afin d'empêcher un exode de fonds. Du mois de juillet à la mi-novembre, le taux appliqué aux dépôts d'une durée de trois mois a passé de 3/4% à 3%. En raison de la nouvelle situation sur le marché monétaire, la Banque nationale a porté à 2% et à 3% respectivement, le 5 novembre, les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement. A la même date, elle a réduit le taux de la commission (intérêt négatif) qu'elle prélève sur les dépôts en banque effectués par des personnes domiciliées à l'étranger, le faisant passer de 10 à 2 1/2% par trimestre.

Le 25 octobre, l'institut d'émission a placé une deuxième série de créances comptables d'une durée de trois mois sur la Confédération. Cette émission a porté sur 406 millions de francs qui ont été attribués à un taux d'intérêt de 2,54%; la part revenant à des conversions s'est chiffrée à 211 millions de francs. Une troisième émission a eu lieu le 20 novembre. Son montant s'est inscrit à 199 millions de francs, et son taux, à 3,76%.

2. Evolution de l'économie

Consommation privée

Les facteurs qui déterminent la consommation privée ne se sont pas modifiés dans la période récente. Cette remarque concerne, en particulier, l'évolution des sa-

lares et la situation sur le marché du travail. La statistique des importations montre que la demande de biens durables de consommation continue d'être forte. L'intérêt le plus marqué se porte sur les meubles, les appareils électroniques destinés aux loisirs et les automobiles.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail, en particulier le chiffre réel, continue de suivre une évolution opposée à celle des autres données relatives à la consommation privée. En effet, ce chiffre d'affaires, en termes réels, a atteint au troisième trimestre un volume de 2,6% inférieur à celui de la période correspondante de 1978.

Les facteurs liés au renchérissement du pétrole, qui peuvent fausser le calcul du déflateur appliqué au chiffre d'affaires du commerce de détail, ont déjà fait l'objet d'une brève analyse, dans le dernier rapport trimestriel. Selon des recherches ultérieures, la consommation réelle n'a pas diminué par rapport à l'an dernier, contrairement à ce qui ressort des statistiques de l'OFIAMT. Il y a tout lieu de croire qu'elle est restée au niveau de l'an dernier ou qu'elle l'a même dépassé quelque peu.

Entre-temps, l'OFIAMT s'est efforcé, en limitant la pondération du pétrole dans le déflateur du chiffre d'affaires, d'obtenir des données réelles correspondant mieux à la réalité.

En tenant compte des problèmes relatifs au déflateur, on aboutit à la conclusion que la consommation privée, réalisée à raison d'environ 50% sous forme de services, n'a pas subi de changement de tendance. Cependant, la construction de très nombreuses maisons familiales semble avoir modifié la structure de la consommation privée, car les dépenses destinées à l'aménagement et à l'ameublement des logements ont augmenté plus fortement que les autres.

Commerce extérieur

Comme le cours nominal du franc s'est stabilisé depuis un an et que la conjoncture s'est accélérée dans les principaux pays industrialisés, la situation des branches axées sur l'exportation s'est améliorée. Toutefois, cette tendance ne se manifeste pas encore dans la statistique du commerce extérieur. L'évolution favorable des entrées de commandes et les réserves de travail croissantes ou inchangées, qui coïncident avec une augmentation de la production, sont par contre des signes indéniables d'amélioration. Néanmoins, une incertitude marquée continue de régner dans l'industrie d'exportation, de sorte que l'euphorie n'est pas de mise.

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le volume des exportations a augmenté de 2,8% durant les dix premiers mois de 1979. Pour l'ensemble de l'année, il devrait s'accroître d'environ 3%. Enregistrée depuis trois trimestres, la hausse des va-

leurs moyennes à l'exportation prouve que le renchérissement en Suisse a commencé à se répercuter sur les exportations.

En général, les modifications de la conjoncture et des changes influent rapidement sur les exportations de textiles et d'articles d'habillement. La forte augmentation des ventes que cette branche a effectuées à l'étranger n'est donc pas surprenante.

L'accélération de la conjoncture dont bénéficie l'économie suisse a continué de provoquer une forte croissance des importations. Les achats très élevés de bijoux et de pierres précieuses à l'étranger, dont les prix varient fortement, faussent toutefois la statistique.

Comme les importations réelles ont augmenté fortement et que les produits énergétiques ont renchéri de manière considérable, la balance commerciale a accusé un déficit quatre fois plus élevé que l'année précédente. Des dix premiers mois de 1978 à la période correspondante de l'année en cours, le déficit a passé de 0,8 milliard à 3,9 milliards de francs en chiffre rond.

Si l'excédent de la balance des revenus s'est inscrit à 7,9 milliards de francs en 1978, il se chiffrera vraisemblablement entre 3,5 et 4 milliards cette année, en raison de la détérioration de la balance commerciale. La diminution du surplus semble passagère. L'an prochain, les exportations s'accroîtront légèrement par rapport à celles de 1979. En outre, le fléchissement prévu de la conjoncture devrait réduire quelque peu l'augmentation des importations, de sorte que le déficit de la balance commerciale diminuera sans doute.

Tourisme

Conformément aux prévisions, les hôtels et les établissements de cure ont enregistré, durant la saison d'été, des nuitées inférieures à celles de la période correspondante de l'année précédente. Du mois de mai à celui de septembre, la baisse s'est inscrite à 4%. Si la clientèle suisse a augmenté très légèrement, la clientèle étrangère a diminué de manière sensible. La stabilisation nominale des changes n'a donc pas encore provoqué d'accroissement de la clientèle étrangère. Selon les premiers résultats de l'enquête relative à la saison d'hiver, les touristes s'intéressent un peu plus qu'un an auparavant aux possibilités d'accueil. Toutefois, il est invraisemblable que la Suisse regagne le terrain perdu dès cet hiver, car l'étranger a accru et amélioré son offre touristique ces dernières années.

Construction

Les possibilités de financement étant avantageuses et la construction destinée à l'industrie et à l'artisanat progressant à un rythme relativement moins fort que la construction de logements, cette dernière a continué de s'accélérer au cours de l'été et de l'automne. Au milieu

de l'année, 28 465 logements étaient en construction dans les communes de plus de 2000 habitants, ce qui correspond à peu près au chiffre enregistré en 1975, mais dépasse nettement le niveau minimal de la récession. L'accélération diffère sensiblement d'une région à l'autre. Les données relatives aux logements terminés dans 92 villes montrent que l'expansion s'est presque limitée aux agglomérations de Zurich, de Berne et de Lausanne.

L'augmentation de mois en mois des promesses de crédit auxquelles la clientèle peut encore recourir et le montant élevé des promesses de crédit de construction laissent présager que la construction de logements restera importante. La progression que l'on a observée dans la construction de maisons familiales semble ralentir quelque peu, alors que la construction d'appartements s'accélère légèrement.

A en juger d'après les projets déposés par les entreprises, en particulier par l'industrie et par l'artisanat, d'après les promesses de crédit de construction et d'après l'utilisation de l'appareil de production, les investissements des entreprises sous forme de constructions devraient s'accélérer aussi ces prochains temps. Toutefois, selon les informations recueillies par nos succursales, les investissements resteront axés pour l'essentiel sur des rationalisations et des modernisations.

L'augmentation des travaux publics se rapporte surtout à quelques projets importants de routes dans les cantons du Tessin, de Saint-Gall et de Berne. Une enquête de l'Association suisse des entrepreneurs montre que les plans de travaux publics ont continué de diminuer dans 13 cantons.

Emploi

L'augmentation de l'emploi, qui avait commencé au troisième trimestre de 1977, s'est poursuivie cet été et cet automne. Dernière donnée disponible, l'indice de l'emploi au deuxième trimestre de 1979 a atteint le niveau le plus élevé depuis le troisième trimestre de 1975.

Diminuant dans le secteur secondaire, le nombre d'emplois a augmenté dans le secteur tertiaire. Ainsi, le nombre de personnes qui travaillent dans le secteur des services semble avoir atteint environ la moitié de tous les effectifs. Le personnel des compagnies d'assurances, des services d'hygiène publique, des banques et des bureaux de consultants s'est accru de manière particulièrement forte.

La légère diminution qui a eu lieu dans l'industrie était due surtout aux secteurs du textile, de l'habillement, du papier et de la montre. En particulier dans ce dernier cas, le processus de restructuration n'est pas encore terminé, comme le montre le nombre d'entreprises qui ont fermé leurs portes. Grâce à l'afflux des saisonniers, l'industrie de la construction a pu main-

tenir ses effectifs. A elle seule, elle a recouru à 75% des saisonniers supplémentaires, alors que 10% de ceux-ci ont trouvé du travail dans l'hôtellerie et que le reste de ces travailleurs s'est réparti dans les autres secteurs.

La forte demande de constructions et, partant, celle de personnel adéquat a coïncidé avec une offre constante de main-d'œuvre dans cette industrie, où la pénurie s'est donc accentuée. La situation s'est détériorée d'autant plus que des travailleurs suisses qualifiés ont cherché un emploi dans d'autres branches. Pour une demande d'emploi, il y avait 12 places vacantes au mois de septembre, alors qu'il y en avait 6 au mois de juin 1979 et 3 au mois de septembre 1978. La pénurie s'est concentrée dans ce secteur, dans l'industrie hôtelière, ainsi que dans certaines branches de l'industrie textile, de la métallurgie et de l'industrie des machines.

Le nombre de chômeurs a continué de diminuer et s'est chiffré cet automne, pour la première fois de l'année, au-dessous du niveau enregistré en 1978. Au mois de novembre, il s'inscrivait à 8334. L'accroissement de la demande n'a pas entraîné toutefois, parmi les femmes, de réduction correspondante du chômage. Au cours de l'année, la part des femmes au chômage complet a augmenté, s'inscrivant à 50% au mois de septembre. Parmi les personnes qui ont un emploi, la part des femmes ne se chiffre cependant qu'à 30%. Ainsi, un phénomène observé à l'étranger depuis un certain temps déjà commence à s'étendre à notre pays. Deuxième membre de la famille qui exerce un métier, la femme manque souvent de mobilité, changeant avec peine de profession ou de région. A long terme, il ne faut guère s'attendre à une diminution de ce type de chômage.

Bien que le nombre de chômeurs partiels ait diminué sensiblement par rapport aux trimestres précédents, il a dépassé, au troisième trimestre, le niveau enregistré un an auparavant. Il ne faut pas s'attendre non plus à la disparition du chômage partiel. L'assurance-chômage donne la possibilité aux entreprises de transformer en frais variables une partie de leurs frais fixes, les salaires. Lorsque la demande diminue, certaines entreprises peuvent tenter de réduire le coût de leur main-d'œuvre en mettant leur personnel au chômage partiel et en faisant payer une partie des salaires par les caisses de chômage. Le chômage partiel donne aux travailleurs davantage de loisirs et ne les prive que d'une modeste part de leurs revenus, au début en tout cas.

Prix

Ces derniers mois, le renchérissement des marchandises et des services importés a continué d'exercer une influence déterminante sur la hausse des prix. Les cours nominaux des changes restant stables, l'inflation à l'étranger et les majorations du prix du pétrole se sont répercutées sur le niveau des prix en Suisse. Les effets positifs que la revalorisation du franc a exercés sur les prix, en 1978 surtout, ne se sont presque plus manifestés

cette année. Durant les mois derniers, on a observé aussi l'apparition de plus en plus nette d'un renchérissement d'origine suisse.

Après que la hausse en un an des prix à la consommation eut passé de 4,3% au mois de juillet à 4% au mois d'août, elle s'est inscrite à 4,8% au mois de septembre et à 5% au mois d'octobre. La montée du taux au mois de septembre était due principalement à la baisse de l'indice pendant le mois correspondant de 1978 et celle enregistrée au mois d'octobre l'était entièrement.

L'évolution des taux d'intérêt qui s'est produite sur les marchés monétaire et financier laisse présager une majoration des taux hypothécaires. L'expérience montre qu'une majoration de ¼%, par exemple, peut faire monter les loyers de 3,5% et l'indice des prix à la consommation de 0,7%. De plus, ce calcul approximatif ne tient pas compte du renchérissement des produits agricoles que pourrait entraîner l'endettement hypothécaire élevé du secteur primaire.

L'indice des prix de gros, qui se rapporte aux matières premières, aux produits semi-ouvrés et aux biens de consommation, est monté de 6,8% du mois d'octobre 1978 au mois d'octobre 1979, alors qu'il avait baissé de 4% un an auparavant. Le renchérissement du pétrole a joué un rôle prépondérant dans cette évolution, puisque l'indice partiel des produits énergétiques et connexes est monté de 23,7% en un an. Le rapport entre l'indice des prix de gros et celui des prix à la consommation n'étant pas encore très clair, il serait hasardeux de prédire quelles conséquences la hausse des prix de gros aura sur le coût de la vie.

Salaires

Presque aucun secteur ne s'oppose à la compensation du renchérissement, qui aura lieu à partir du début de l'an prochain. Les dernières nouvelles relatives aux majorations de salaires budgétées indiquent que celles-ci différeront fortement d'une branche à l'autre et qu'elles s'élèveront jusqu'à 10% dans certaines entreprises, ce qui permet de conclure que bon nombre de travailleurs recevront des augmentations réelles. Les majorations de salaires influenceront sur l'évolution des prix, car la demande des salariés s'accroîtra et les entreprises chercheront à reporter les coûts supplémentaires sur les prix.

Sans doute, les majorations de salaires seront-elles plus élevées dans le secteur tertiaire que dans le secteur secondaire. De nombreuses personnes qui travaillent dans les industries de la construction et des textiles, où les salaires subissent des fluctuations relativement importantes, continueront donc à chercher un nouvel emploi. Si ces deux branches veulent garder leur personnel, elles devront accorder des majorations de salaires supplémentaires.

Finances publiques

Les données relatives aux budgets cantonaux et communaux ne sont pas encore très nombreuses. Néanmoins, on distingue une certaine tendance. Les dépenses et les recettes que la Confédération et quelques cantons ont budgétées pour 1980 n'excèdent pas la croissance nominale prévue du produit national brut, soit environ 5%. La part des dépenses publiques au produit national brut n'augmentera donc pas en 1980, il se pourrait même qu'elle diminue quelque peu. Le budget de la Confédération prévoit que les recettes s'accroîtront de 5,9% pour atteindre 16 milliards de francs et que les dépenses augmenteront de 5,1%, s'inscrivant ainsi à 17,3 milliards de francs. Le déficit sera analogue à celui de l'année précédente.

3. Prévisions pour 1980

Consommation

Les majorations de salaires effectuées à la fin de 1979 influenceront longtemps sur l'évolution de la consommation privée l'an prochain. Comme la situation est tendue sur le marché du travail, de nombreuses branches accorderont non seulement la compensation totale du renchérissement en 1979, mais encore une modeste majoration réelle. La tendance à la réduction des impôts cantonaux et communaux entraînera des allègements fiscaux: la période fiscale étant de deux ans, la hausse des revenus ne se répercutera souvent qu'en 1981 sur les déclarations. Il faut donc s'attendre à une augmentation des revenus réels disponibles en 1980.

Le ralentissement de la croissance prévu dans d'importants pays industrialisés influera également sur la situation économique en Suisse et restreindra les perspectives de revenus à long terme. Néanmoins, la répartition des revenus entraînera un accroissement de la consommation privée réelle.

La hausse des taux sur le marché monétaire s'étendra aux autres marchés. En particulier, les taux hypothécaires monteront. Il en résultera des majorations de loyers et une hausse des intérêts versés par les personnes logeant dans leur propre maison, ce qui réduira les autres dépenses de consommation. Ces dernières seront restreintes aussi par les autres effets d'une majoration des taux d'intérêt, tels le renchérissement des crédits à la consommation et l'attrait croissant de l'épargne.

En 1979, la diminution du nombre de touristes étrangers a influé négativement sur la consommation privée. Cette situation pourrait cesser l'an prochain, car l'évolution des changes s'est améliorée sensiblement. Pour la saison en cours, l'optimisme se propage déjà. Toutefois, il ne faut pas oublier que l'offre touristique de la Suisse a perdu de son attrait ces dernières années et que l'industrie hôtelière devra résoudre des problèmes de structure dans un proche avenir.

Les perspectives de vente de biens durables de consommation diffèrent d'une branche à l'autre. Souvent mentionnés cette année, les achats de voitures destinés à compenser les acquisitions qui avaient été différées à la suite de la crise pétrolière de 1974 devraient cesser. Le renchérissement récent du pétrole renforcera cette évolution. En 1980, les ventes de voitures devraient donc augmenter à un rythme plus faible qu'auparavant. En revanche, l'accélération très nette de la construction devrait se répercuter sur les ventes de meubles.

Dans l'ensemble, il est vraisemblable que la consommation privée réelle augmentera, mais à un rythme inférieur à celui de 1979.

Au sujet des finances publiques, il faut souligner la tendance à des réductions d'impôts qui se manifeste dans les cantons et les communes. Les dépenses relatives aux salaires et à certains travaux publics augmenteront. Cependant, il ne faut pas s'attendre à ce que l'ensemble des dépenses publiques provoquent une expansion conjoncturelle. L'amélioration des finances cantonales et communales compensera la détérioration des finances fédérales.

Investissement

Cette année, le secteur de la construction a connu une expansion marquée. Toutes les données disponibles, qui se rapportent aux crédits de construction, aux permis de construire, aux entrées de commandes et à l'état des carnets de commandes ainsi qu'aux projets déposés par l'industrie, montrent que l'activité de cette industrie continuera d'augmenter en 1980. Cependant, il faut souligner que les modifications des taux hypothécaires et les fléchissements de la conjoncture se répercutent très nettement sur l'activité de ce secteur. Or il faut s'attendre à de tels changements au second semestre. Toutefois, ils n'influenceront sur la construction qu'avec un certain retard. C'est pourquoi le ralentissement ne devrait pas avoir lieu avant la fin de l'année prochaine.

Bien que, dans l'industrie, l'appareil de production soit utilisé dans une très forte mesure¹, il est invraisemblable que les industries se lanceront dans des investissements destinés à l'expansion. L'évolution des affaires ayant été très incertaine ces dernières années, l'appareil de production doit être fortement utilisé pendant une longue période avant que les entreprises ne s'agrandissent. Si cette analyse est exacte, le degré actuel d'utilisation de l'appareil de production ne donnera pas, à lui seul, des impulsions durables au secteur de la construction.

Le rythme de la construction de maisons familiales devrait ralentir, et celui qui concerne les appartements, s'accélérer. La demande de maisons familiales qui avait été différée devrait être bientôt satisfaite. Par ailleurs, on

¹ cf. enquête conjoncturelle relative au troisième trimestre, publiée par l'Institut de recherches économiques.

s'attend à ce que l'abondance des crédits diminue et à ce que cette situation restreigne surtout la construction de maisons familiales. Les travaux publics devraient continuer à ne pas donner d'impulsions sensibles au secteur de la construction. Même si son rythme sera inférieur à celui de 1979, l'ensemble de la construction augmentera l'an prochain. Ainsi, elle restera un des moteurs de l'activité économique en Suisse.

L'incertitude qui plane encore sur les perspectives de ventes freinera aussi les investissements d'équipement. Toutefois, l'utilisation accrue de l'appareil de production et la pénurie de main-d'œuvre auront pour conséquence que ces investissements continueront d'augmenter. La concurrence sur le plan technique et l'obligation d'épargner l'énergie accentueront cette tendance.

Commerce extérieur

Selon les prévisions de l'OCDE, les exportations des pays membres s'accroîtront de 5% l'an prochain, contre 6,5% en 1979, alors que les importations augmenteront entre 2 et 3%, contre 7% en 1979. Cette évolution est la conséquence du ralentissement conjoncturel prévu pour 1980.

Au cours des dernières années, toutes les branches de l'industrie suisse d'exportation n'ont pas connu la même croissance que le commerce mondial. Cette situation était due à la forte revalorisation du franc et à des faiblesses de structures. Comme la restructuration s'est ralentie et que l'évolution des changes ces derniers temps a été très favorable à l'industrie d'exportation, l'accroissement des ventes suisses à l'étranger atteindra un pourcentage à peu près identique, au premier semestre tout au moins, à celui des exportations effectuées par l'ensemble des pays membres de l'OCDE. Au second semestre, le ralentissement de la croissance sur le plan international jouera un rôle déterminant. Le fléchissement de la conjoncture ne se répercutant d'habitude qu'avec un certain retard sur les exportations suisses, leur augmentation réelle, en 1980, dépassera légèrement celle de l'année précédente.

Par contre, un changement de conjoncture se répercute rapidement sur les importations. En particulier, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-ouvrés diminuent rapidement. A court terme, l'évolution des changes n'influe pas beaucoup sur celle des importations. La légère hausse du franc qui pourrait avoir lieu l'an prochain provoquerait un accroissement modeste des importations réelles; la conjoncture aura cependant des effets opposés beaucoup plus importants. Une augmentation des importations due à un nouveau renchérissement du pétrole pourrait toutefois compenser la diminution qu'entraînera le fléchissement de la conjoncture.

En raison de l'évolution des changes et de la conjoncture, l'accroissement des importations en 1980 sera moins important que l'année précédente, selon la majorité des experts. La balance commerciale devrait donc

se solder par un déficit plus petit qu'en 1979, et l'excédent de la balance des revenus devrait augmenter.

Produit national brut

Compte tenu de tous les éléments du produit national brut, la croissance réelle devrait ralentir l'an prochain. Néanmoins, une légère augmentation réelle devrait avoir lieu.

Salaires et prix

Quels effets l'évolution prévue aura-t-elle sur le marché du travail et sur les prix? En 1979, les chefs d'entreprise ont fait l'expérience que l'offre de travail n'est plus flexible comme auparavant. En effet, le recrutement de personnel étranger est très restreint, de sorte que le marché du travail freine davantage la croissance que lors des phases antérieures d'expansion. En raison de cette situation, les chefs d'entreprises pourraient être tentés toujours davantage de garder des effectifs aussi élevés que possible, même si le cours de leurs affaires n'est pas favorable. Ils prendront une telle décision lorsqu'ils considèrent la diminution de la demande comme passagère. S'ils l'estiment permanente, ils réduiront par contre leurs effectifs rapidement.

Au cas où les prévisions relatives à un fléchissement de la conjoncture internationale s'avèreraient exactes, les répercussions sur l'emploi en Suisse différeront beaucoup d'une région à l'autre, selon l'attitude adoptée par les entreprises. Dans les régions où prédomine une branche à structure faible, telle l'industrie horlogère, le chômage complet pourrait devenir rapidement un sérieux problème. Dans les autres parties du pays, la diminution de la demande devrait provoquer surtout du chômage partiel ou, durant une courte période, des mutations de personnel à l'intérieur des entreprises. Une augmentation du chômage partiel, mais aussi du chômage complet, n'est pas exclue au second semestre. La détérioration de l'emploi aura pour conséquence que les majorations de salaires ralentiront.

Les majorations de salaires accordées à la fin de 1979 se répercuteront l'an prochain sur les prix et accéléreront le renchérissement d'origine intérieure que l'on observe aujourd'hui déjà. La hausse des taux hypothécaires influera sur les loyers, et celle des salaires, sur les prix administrés.

Les perspectives à long terme relatives aux prix semblent un peu moins sombres que celles de ces prochains mois. Au second semestre surtout, l'inflation pourrait ralentir légèrement. Le prix du pétrole ayant atteint au mois de juin son niveau maximal provisoire, ce renchérissement n'exercera plus, à partir du milieu de l'an prochain, que des effets secondaires sur l'indice. En outre, une légère hausse du cours du franc pourrait réduire l'inflation importée. La politique de la masse monétaire quelque peu restrictive que l'institut d'émission mène depuis cette année exercera en 1980 des effets encore modestes sur l'évolution des prix. Le fléchissement de la

conjoncture internationale surtout aura des conséquences positives pour l'évolution des prix. L'expérience montre qu'une récession modère le renchérissement des matières premières. Dans ces conditions, des majorations du prix du pétrole ne pourront pas non plus, semble-t-il, s'effectuer comme en 1979. Ce point de vue, souvent exprimé avant les dernières majorations, sera confirmé seulement lorsque les effets de telles majorations, sur la demande ne provoqueront plus une augmentation des revenus perçus par les Etats membres de l'OPEP, mais entraîneront une diminution.

En moyenne, le renchérissement devrait s'inscrire entre 4 et 5% l'an prochain, le taux d'inflation atteignant son niveau le plus élevé en début de période et le plus bas à la fin de l'année.

C. Politique monétaire

La conjoncture en Suisse correspond à l'évolution prévue. Aucun fait particulièrement nouveau ne s'est produit ces derniers mois. Plus que jamais, la politique monétaire doit combattre les tendances inflationnistes accrues par le renchérissement du pétrole, sans provoquer de récession. Cette tâche serait plus facile si la situation monétaire avait évolué de façon continue durant les deux dernières années. Toutefois, les variations extrêmes des changes ont entraîné de fortes fluctuations des agrégats monétaires. Le calme qui a régné cette année sur les marchés des changes a permis non seulement de réduire l'excédent de la base monétaire, mais aussi de stabiliser celle-ci pendant les sept derniers mois. Actuellement, l'excédent créé l'an dernier pour stabiliser les changes semble résorbé. Abstraction faite des opérations liées aux échéances mensuelles, la base monétaire a fluctué ces derniers mois aux environs de la moyenne enregistrée l'an dernier et a dépassé de 17% la moyenne de 1977. Si l'on considère que la somme des bilans bancaires a augmenté depuis 1977 dans des proportions analogues et que, le franc suisse servant davantage d'instrument de réserve, la demande de monnaie s'est accrue, le volume de la base monétaire ne peut plus être jugé excessif.

L'observation de la masse monétaire conduit à la même conclusion. En moyenne, le taux d'accroissement en un an de la masse monétaire M_1 , s'est inscrit à 16,2% en 1978 et se chiffrera entre 9 et 10% cette année. Certes, ces taux sont impressionnants. La masse monétaire a diminué toutefois ces derniers mois. En poursuivant la politique menée récemment, qui est axée sur une stabilisation de la base monétaire, l'institut d'émission aura réduit la masse monétaire vers la fin de l'année, de quelques pour-cent par rapport au niveau enregistré un an auparavant.

L'évolution des cours de change montre également comment la politique monétaire est jugée. Comme les changes ne s'adaptent pas immédiatement à une modification de la politique monétaire, il serait erroné de tirer

des conclusions définitives à partir de variations de changes à court terme. Néanmoins, la stabilité du franc ces derniers mois semble indiquer que le marché juge à peu près de la même manière l'action de la Banque nationale et la politique monétaire restrictive menée à l'étranger, en particulier par la Banque fédérale d'Allemagne.

Toutes les informations disponibles incitent à penser que la politique monétaire n'est pas éloignée d'un cours axé sur la stabilité des prix et que la base monétaire actuelle peut servir de point de départ pour une politique de la masse monétaire à moyen terme. Quel sera l'aspect de cette politique?

A l'heure actuelle, on estime généralement que, dans des conditions normales, il y a lieu de préférer, comme objectif de la politique monétaire, le niveau des agrégats monétaires à celui des taux d'intérêt ou à celui des cours du change. Il ne faut envisager de renoncer à définir l'objectif en termes d'un agrégat monétaire que si la demande de monnaie ou celle de francs suisses se modifie. Une telle situation s'est produite durant l'automne de 1978. Entre-temps, le marché des changes s'est stabilisé, de sorte qu'il ne serait pas raisonnable de continuer à axer la politique monétaire trop fortement sur les changes.

L'expérience montre que, dans un monde où le renchérissement s'accélère, une politique axée sur les taux d'intérêt ou sur les cours du change comporte le danger d'une croissance inflationniste de la masse monétaire. Ni le niveau des taux d'intérêt, ni celui des cours de change ne sont des objectifs adéquats de la politique monétaire, car les anticipations inflationnistes influent sur eux. Il est donc difficile, voire impossible, de savoir dans quelle mesure un changement des taux d'intérêt ou des cours du change est dû à une modification de la politique monétaire ou des anticipations inflationnistes.

De 1975 à 1978, la Banque nationale a fixé chaque année un objectif relatif à la masse monétaire M_1 , et l'a atteint à peu près. Cette politique a contribué de manière décisive à la stabilité des prix et, partant, à la reprise économique. En 1978, il a fallu remplacer la politique de la masse monétaire par une politique axée sur les changes. Pour 1979, l'institut d'émission a renoncé à fixer explicitement un objectif relatif à la masse monétaire, car il ne considérait pas la stabilité des changes comme suffisante. Au cours de l'année, des études empiriques ont montré qu'il fallait revoir le choix de l'agrégat dans lequel l'objectif est fixé. Selon des études sur l'offre de monnaie, les prévisions des cours de change peuvent influencer directement sur la masse monétaire, sans entraîner de modification de la base monétaire. Cette analyse a des implications importantes sur le choix de l'objectif à court terme.

Dans ces conditions, un objectif à court terme défini par rapport à la masse monétaire n'est adéquat que si l'on peut prévoir avec une certaine sûreté les effets des prévisions des cours de change sur la masse monétaire. Dans le cas contraire, il est difficile de savoir si le fait que

la masse monétaire ne correspond pas à l'objectif fixé est dû au changement des prévisions dans le domaine des cours de change ou à une politique monétaire erronée. Si l'écart entre l'objectif et le résultat provient d'une politique erronée, il convient de modifier la base monétaire de manière à ce que la masse monétaire corresponde à l'objectif fixé. Toutefois, une telle modification est inadéquate si l'écart résulte d'un changement dans les prévisions concernant l'évolution des changes. Par exemple, une revalorisation prévue du franc provoquerait un accroissement de la demande de monnaie, de sorte que la masse monétaire ne correspondrait plus à l'objectif fixé et serait trop élevée. Une réduction de la base monétaire effectuée dans ces circonstances accentuerait les tendances déflationnistes dues à la revalorisation prévue.

Compte tenu de tous les facteurs qui peuvent influencer à court terme sur la masse monétaire, la conclusion s'impose qu'il ne faut pas corriger immédiatement un écart entre le résultat atteint et l'objectif relatif à la masse monétaire. Il convient de renoncer à une correction tant que la cause de l'écart n'est pas déterminée avec certitude. Comme les recherches nécessaires durent généralement quelques mois, le contrôle de la masse monétaire M_1 n'est pas l'objectif optimal à court terme. La Banque nationale a donc décidé de choisir plutôt la base monétaire, dans les circonstances actuelles, pour fixer son objectif. Le 14 décembre, elle a porté cette décision à la connaissance du public en publiant le communiqué suivant:

Le maintien d'une évolution conjoncturelle équilibrée, la sauvegarde de l'emploi ainsi que la prévention des hausses de prix et de coûts et la lutte contre le renchérissement figurent, en 1980 comme les années précédentes, au premier plan des buts de la politique de l'institut d'émission, la lutte contre le renchérissement revêtant aujourd'hui une importance particulière. La Banque nationale estime qu'une politique de la masse monétaire orientée vers la stabilité peut contribuer à la réalisation de ces buts.

Il est rappelé que la Banque nationale n'a pas fixé d'objectif relatif à la masse monétaire pour l'année 1979, car, en automne 1978, elle avait accordé une priorité sans réserve à la politique des cours de change, en vue de maintenir la capacité concurrentielle de l'économie suisse sur les marchés mondiaux. Il s'en est suivi une augmentation si forte de la base monétaire que la fixation, pour 1979, d'un objectif pour la masse monétaire n'aurait pas eu de sens.

La situation sur les marchés des changes s'étant apaisée nettement depuis plus d'un an et le surcroît de disponibilités bancaires ayant pu être réduit, il paraît indiqué de reprendre la politique qui a été pratiquée avec succès auparavant et qui consiste à assurer une évolution régulière et stable de la circulation monétaire.

D'entente avec le Conseil fédéral, la Direction générale envisage de limiter à quelque 4% seulement l'aug-

mentation de la base monétaire (numéraire en circulation et avoirs des banques en comptes de virements à la Banque nationale). Avec une expansion normale du numéraire en circulation, les avoirs en comptes de virements à la Banque nationale, qui sont déterminants pour l'évolution des crédits bancaires, devraient s'inscrire, en moyenne, autour de 7 milliards de francs en 1980.

Englobant le numéraire en circulation et les dépôts à vue des résidents du secteur non bancaire en comptes bancaires et en comptes de chèques postaux, la masse monétaire M_1 ne devrait varier que légèrement, étant donné l'augmentation envisagée de la base monétaire. Les expériences réalisées ces dernières années ont montré que M_1 se prête moins bien à la fixation d'un objectif que la base monétaire dont l'évolution peut être influencée directement par l'institut d'émission.

L'évolution envisagée de la masse monétaire tient compte des possibilités de croissance restreintes de l'économie suisse. Elle doit contribuer à faire baisser le taux de renchérissement au-dessous du niveau actuel, jusqu'à la fin de l'année 1980, pour autant que le prix du pétrole n'enregistre pas de hausses excessives. Cet objectif concernant la masse monétaire devrait être compatible également avec les efforts tendant à maintenir, à long terme, les cours de change à un niveau stable, en termes réels.

Cette stratégie suppose toutefois que les marchés des changes ne subiront pas de fortes perturbations internationales. La Banque nationale se réserve de s'écarter temporairement du cours normal de sa politique monétaire, si un tel cas devait se produire.