

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 7 mars 1980

A. Conjoncture dans les principaux pays industrialisés

1. Problèmes pétroliers et perspectives économiques

Au quatrième trimestre de 1979, les problèmes énergétiques ont marqué plus que jamais la conjoncture internationale. A la mi-décembre, les prix pétroliers ont de nouveau été majorés fortement. En outre, les conflits politiques qui se sont durcis au Moyen-Orient ont rendu plus incertaines les perspectives d'approvisionnement en énergie. Le prix moyen du pétrole a doublé en 1979. Au début du mois de février 1980, il atteignait 29 dollars le baril.

Cette évolution a incité l'OCDE à réviser à la baisse ses prévisions concernant la croissance économique de ses pays membres. Selon ses nouvelles estimations, le produit national brut réel de l'ensemble de la zone ne devrait pas augmenter en 1980, et pourrait même diminuer si le prix du pétrole montait encore. L'évolution des prix est particulièrement inquiétante. Durant les trois derniers mois de 1979, la hausse moyenne des prix à la consommation a dépassé constamment 11%. En 1980, elle ne se réduira qu'à 10% dans le meilleur des cas, et les taux d'inflation différeront encore fortement d'un pays à l'autre. De plus, les balances des revenus des pays importateurs de pétrole se détérioreront considérablement. L'OCDE estime que les balances des revenus des pays industrialisés se solderont en 1980 par un déficit de 55 milliards de dollars en chiffre rond, contre 30 milliards l'année précédente. Au mois de décembre, elle prévoyait pour 1980 un déficit de 31 milliards de dollars.

Sur le plan conjoncturel, l'année 1979 s'est moins bien terminée qu'on ne l'attendait. Toutefois, l'économie a remarquablement bien résisté aux perturbations politiques et énergétiques. Au quatrième trimestre, l'activité était encore soutenue dans plusieurs pays.

2. Evolution de la conjoncture dans certains pays

Aux *Etats-Unis*, les indices conjoncturels reflètent toujours des tendances contradictoires. La croissance du produit national brut réel, qui avait atteint un taux de 3,1% en termes annuels au troisième trimestre de 1979, s'est chiffrée à 1,4% au trimestre suivant, dépassant ainsi les prévisions. Les exportations et la consommation, qui demeurait très élevée, ont été les moteurs de l'expansion. Les fortes anticipations inflationnistes ont incité les consommateurs à accélérer leurs achats et à réduire leur épargne. L'inflation s'est accentuée durant les deux derniers mois de 1979. A la fin du mois de décembre, le taux de renchérissement s'inscrivait à 13,3%, ni-

veau qui n'avait plus été atteint depuis 1946. Les prix pétroliers ne contribuaient que pour moins d'un quart à cette hausse. Sous l'effet de la conjoncture favorable, le niveau de l'emploi s'est amélioré légèrement. A la fin du mois de décembre, le taux de chômage était de 5,9%, comme un an auparavant. De même, l'équilibre des échanges avec l'étranger s'est amélioré. La balance des revenus, qui avait accusé un déficit de 13,9 milliards de dollars en 1978, s'est soldée, selon les estimations, par un excédent de 0,8 milliard l'année suivante. Cette évolution était due surtout à l'accroissement vigoureux des exportations, qui a plus que compensé les effets négatifs exercés par la hausse des prix à l'importation.

Aucun des indicateurs avancés ne laisse présager de changement de tendance. L'indice composé de ces indicateurs a baissé de 1,2% au mois d'octobre, ainsi qu'au mois de novembre, puis s'est stabilisé. Les entrées de commandes des biens de consommation durable ont augmenté sensiblement au mois de décembre, après avoir diminué durant les deux mois précédents. L'indice de la production industrielle a évolué de manière analogue. Néanmoins, le président Carter a annoncé dans son message sur l'état de l'Union qu'une légère récession se produirait au premier semestre de 1980. Après une phase de stagnation au troisième trimestre, il s'attend à une reprise au quatrième trimestre. Selon ces prévisions, le taux de chômage atteindra 7,5% vers la fin de 1980, alors que celui de l'inflation se réduira à 10,4% en moyenne annuelle. Toutefois, aucun signe de ralentissement de la hausse des prix n'apparaît. De plus, l'augmentation des dépenses militaires pourrait entraîner des poussées inflationnistes supplémentaires.

En *République fédérale d'Allemagne*, l'investissement privé a été le principal élément à l'origine de la conjoncture favorable observée au second semestre de 1979. Pendant le quatrième trimestre, la majeure partie des indices indiquaient que la situation économique continuait de s'améliorer. Le produit national brut réel a augmenté de 4,4% en 1979, contre 3,5% l'année précédente.

Cette évolution favorable devrait se poursuivre ces prochains mois, bien que certains éléments de la demande, telles les exportations, se soient affaiblis vers la fin de 1979. Depuis le mois de novembre, la construction et l'investissement se sont accélérés. La vivacité de la demande intérieure durant les derniers mois de l'année a provoqué une hausse constante des prix à la consommation. A la fin du mois de décembre, le taux d'inflation s'est inscrit à 5,4%, contre 2,6% un an auparavant.

La balance des revenus s'est détériorée en 1979. Le renchérissement des matières premières et les tensions conjoncturelles plus fortes que celles observées dans

les pays acheteurs ont influé négativement sur la balance allemande des revenus, qui a accusé un déficit de 9 milliards de marks, après s'être soldée par un excédent de 17,6 milliards en 1978. Pour l'année en cours, le déficit pourrait s'élever à 20 milliards de marks en chiffre rond.

La conjoncture favorable dont la République fédérale d'Allemagne bénéficie depuis trois ans déjà ne se modifiera pas sensiblement ces prochains mois. Cependant, l'activité économique pourrait ralentir quelque peu au second semestre. Pour 1980, le gouvernement s'attend donc à ce que le produit national brut réel augmente de 2,5% en chiffre rond et à ce que le taux d'inflation s'inscrive à environ 4,5%.

Au *Royaume-Uni*, la politique de stabilisation a exercé tout d'abord des effets négatifs sur la conjoncture, comme on pouvait le prévoir. Au quatrième trimestre, les principaux indices ont reflété un ralentissement très net de l'activité économique. La production industrielle, qui avait augmenté de 2% au mois d'octobre, a diminué depuis lors. Le chiffre d'affaires enregistré par le commerce de détail a varié de manière analogue.

Après s'être soldée par un excédent l'année précédente, la balance des revenus a été déficitaire en 1979, malgré les recettes considérables tirées des exportations de pétrole et de gaz naturel. Cette tendance a persisté au quatrième trimestre, bien que les échanges avec l'étranger se soient améliorés légèrement au mois de novembre. La capacité concurrentielle insuffisante de l'industrie britannique et l'accroissement vigoureux des importations, qui s'est poursuivi jusqu'au troisième trimestre en raison de la vigueur de la consommation, ont été les causes principales du déficit. Par rapport à l'année précédente, le taux de la hausse des prix à la consommation a doublé. Au mois de décembre, il se chiffrait à 17,2%.

Pour les prochains mois, les perspectives de l'économie britannique paraissent peu favorables. Il faut compter sur une diminution du produit national brut réel jusqu'au milieu de l'année, puis sur une stabilisation. Sur l'ensemble de l'année, le produit national fléchira de 2% en chiffre rond. Néanmoins, les autorités entendent maintenir, voir renforcer leurs mesures restrictives.

En *France*, l'évolution de la conjoncture est restée satisfaisante au quatrième trimestre, mais l'inflation s'est encore accélérée. En raison de la demande extérieure vigoureuse, la production industrielle et les entrées de commandes ont augmenté. Vers la fin de l'année, les investissements ont aussi progressé. Par ailleurs, la lutte contre l'inflation n'a pas eu le succès espéré. La hausse des prix à la consommation s'est accentuée au quatrième trimestre, pour atteindre 11,8% au mois de décembre, contre 9,1% un an auparavant. Les fortes anticipations inflationnistes semblent être la cause de l'accroissement vigoureux que la consommation a connu ces derniers temps. Le taux de l'épargne ayant baissé sensiblement ces derniers mois, il est très peu probable que la consommation continue d'augmenter.

Si l'on admet que la bonne marche des affaires au quatrième trimestre était due surtout aux achats anticipés de biens de consommation, les perspectives conjoncturelles en France n'incitent guère à l'optimisme. En outre, le renchérissement du pétrole freinera la vente et la production d'automobiles, affaiblissant ainsi un pilier de la conjoncture. Selon les prévisions de l'OCDE, le taux de la croissance économique réelle passera de 3% à 2%, tandis que le taux d'inflation se maintiendra à 11%. Au cours de l'année, le nombre de chômeurs augmentera sans doute. A la fin du mois de décembre, il atteignait déjà 1,3 million, soit 10% de plus qu'un an auparavant.

Comme celle d'autres pays, l'évolution de la conjoncture en *Italie* a été encore satisfaisante pendant le quatrième trimestre de 1979. La production industrielle a continué d'augmenter pour atteindre, au mois de novembre, son niveau le plus élevé depuis 1975. La consommation est demeurée également vigoureuse, et les exportations ont encore progressé. La balance des revenus s'est soldée, en 1979, par un excédent de 6,3 milliards de dollars, identique à celui de 1978. Cette année, le surplus devrait diminuer quelque peu et se chiffrer à 5,5 milliards de dollars.

La politique économique italienne est axée sur la lutte contre le renchérissement. En intensifiant ses mesures de stabilisation, le gouvernement se propose de réduire ces prochains mois à quelque 15% un taux d'inflation qui avait atteint 20% à la fin de l'année dernière. Cependant, les dépenses publiques représentent une hypothèque importante à cet égard.

Au *Japon*, l'évolution de la conjoncture au quatrième trimestre a été également favorable. La production industrielle a augmenté encore et a dépassé de 10% le niveau enregistré un an auparavant. Selon les prévisions, la croissance économique atteindra 6% au cours de l'année fiscale se terminant au mois de mars 1980, et 4,8% durant les douze mois suivants. Bien que le pays dépende fortement de l'étranger pour son approvisionnement en énergie, le renchérissement du pétrole ne s'était pas encore répercuté intégralement, au quatrième trimestre, sur les prix à la consommation. L'indice du coût de la vie est monté de 5,8% en 1979. Cependant, l'évolution des prix de gros donne une image beaucoup moins favorable: leur indice s'est élevé de 17,5% et, au mois de décembre, la hausse a atteint un rythme annuel de près de 24%. Au Japon également, la lutte contre l'inflation est donc une des tâches principales de la politique économique. Par conséquent, les mesures de stabilisation devraient être poursuivies, voire renforcées durant les prochains mois. Elles devraient empêcher le fléchissement du yen et, partant, le renchérissement des importations.

L'excédent de 16,5 milliards de dollars, par lequel la balance des revenus s'était soldée en 1978, s'est transformé en un déficit de 8,6 milliards l'année suivante.

3. Evolution des agrégats monétaires

La politique monétaire restrictive que différents pays industrialisés avaient adoptée au début de 1979 a été poursuivie au quatrième trimestre. Les mesures prises pour ralentir la croissance de la masse monétaire sont allées de la majoration du taux officiel de l'escompte à des changements profonds dans la conception de la politique monétaire. Les effets exercés sur les agrégats monétaires ont été aussi différents que les dispositions prises.

La décision que le Système de Réserve Fédérale a prise au début du mois d'octobre de renoncer à une gestion de la masse monétaire fondée sur le taux d'intérêt des fonds fédéraux, et d'influer sur cette masse par l'intermédiaire des réserves bancaires ou de la base monétaire, a provoqué des réactions très vives sur le marché monétaire des *Etats-Unis*. Les taux d'intérêt sont montés en flèche, atteignant un niveau record à la fin du mois d'octobre et au début du mois de novembre. Le taux des fonds fédéraux s'est élevé à 15,6%, et celui des bons du Trésor à trois mois, à 12,6%. Le taux des avances à des débiteurs de premier ordre s'est même inscrit à 15,5%. A la fin du mois de novembre, le marché monétaire s'est calmé. Depuis lors, les taux d'intérêt, n'ont plus varié que modérément. Au mois de décembre, ils dépassaient d'environ 2% le niveau observé deux mois auparavant. Eu égard au renchérissement, qui a atteint 13% environ durant les derniers mois de 1979, et à la politique monétaire restrictive, le niveau très élevé des taux d'intérêt ne doit pas surprendre.

Dans une phase d'inflation, l'évolution de la base monétaire ou de la masse monétaire M_1 reflète mieux que celle des taux d'intérêt la politique monétaire suivie. Le taux d'accroissement des agrégats monétaires a baissé depuis le mois d'octobre. Calculé sur une base annuelle pour les trois derniers mois, le taux d'expansion de la base monétaire a passé de 12,7% au mois d'octobre à 6,3% au mois de janvier, ce qui reflète une politique légèrement plus restrictive qu'auparavant. Pendant la même période, l'accroissement de la masse monétaire M_1 a baissé de 7,5% à 3,2%. Le Système de Réserve Fédérale s'efforce visiblement de poursuivre sa politique restrictive. Il ne parviendra à faire baisser le taux de l'inflation que si le marché considère le resserrement de la liquidité comme durable et si, par conséquent, il réduit les anticipations inflationnistes.

En *République fédérale d'Allemagne*, l'institut d'émission s'est fixé comme objectif d'augmenter la base monétaire de 5% à 8% entre le quatrième trimestre de 1979 et la période correspondante de 1980. L'année précédente, cet objectif se situait entre 6% et 9%. Deux raisons ont incité la Banque fédérale d'Allemagne à se montrer un peu plus restrictive qu'auparavant: premièrement, l'augmentation en un an de la base monétaire ne s'est chiffrée qu'à 6,5% au quatrième trimestre de 1979 et n'a donc pas dépassé la partie inférieure de la marge prévue; en second lieu, l'institut d'émission a jugé opportun, vu l'évolution des prix, d'empêcher autant que possible que l'expansion monétaire n'offre des possibilités de majorer les prix.

La Banque fédérale d'Allemagne s'attend à ce que le taux d'inflation passe de 5,4% en 1979 à environ 4% en 1980. Cette prévision repose sur la politique menée l'an dernier, qui visait à restreindre la liquidité bancaire. En effet, l'accroissement de la masse monétaire M_1 et celui de M_2 ont faibli sensiblement en 1979. Par rapport à 1978, l'augmentation de la masse monétaire M_1 a passé d'environ 11% au début de l'année à 4% au mois de décembre, et celle de la masse monétaire M_2 , de 12,7% au mois de mai à 8% au mois de décembre. Les conditions nécessaires à un ralentissement de l'inflation sont ainsi réunies.

En raison de la politique monétaire restrictive et de l'accélération du renchérissement, les taux d'intérêt se sont élevés fortement en République fédérale d'Allemagne. Le taux des dépôts à trois mois a passé d'environ 4% au mois de janvier 1979 à presque 10% vers la fin de l'année, alors que les taux à long terme sont montés de 6,5% à un peu plus de 8%. Du mois d'août au mois d'octobre, le niveau élevé des taux d'intérêt et la conjoncture favorable ont provoqué des importations massives de capitaux, qui se sont chiffrées à 14 milliards de marks.

Au *Royaume-Uni*, les autorités mènent une politique monétaire restrictive depuis l'été dernier. La Banque d'Angleterre a porté son taux d'escompte à 14% au mois de juin et à 17% au mois de novembre. Le resserrement de la liquidité commence à se refléter dans l'évolution des agrégats monétaires. Après s'être chiffré entre 12% et 13% jusqu'au mois d'octobre, le taux annuel d'accroissement de la masse monétaire M_1 et de celui de la masse monétaire M_3 (dans sa définition limitée aux dépôts libellés en livres sterling) se sont inscrits respectivement à 8,4% et à 11,7% au mois de décembre. Il faut remonter à 1976 pour trouver un taux d'accroissement de la masse monétaire M_1 aussi bas. Cependant, le taux de la masse M_3 est considéré au Royaume-Uni comme le plus significatif. Pour la période allant du mois de juin 1979 au mois de juin 1980, la Banque d'Angleterre s'est fixé comme objectif un taux d'augmentation de M_3 se chiffrant entre 7% et 11%. Par conséquent, l'accroissement ne devait pas dépasser 5,5% entre les mois de juin et de décembre 1979. En fait, il s'est inscrit à 5,4%. Si l'on considère toutefois que l'assouplissement du contrôle des changes au mois de juin, puis son abolition au mois d'octobre, a ralenti l'expansion de M_3 , les résidents effectuant depuis lors davantage de placements en monnaie étrangère, il faut admettre que la politique de la Banque d'Angleterre est plus expansive que ne l'indique l'évolution de M_3 .

La lutte contre l'inflation demeure le but principal de la politique monétaire britannique. Au mois de décembre, le taux de renchérissement a atteint 17,2%. Selon les dernières prévisions, il devrait se chiffrer à environ 21% au milieu de 1980. En comparant le taux de l'inflation et l'évolution de la masse monétaire, on constate que, corrigée du renchérissement, la masse monétaire M_3 a diminué constamment depuis le début de 1979. La politique monétaire pourrait donc provoquer un resserrement extrême des liquidités, dont souffrirait l'économie. Par

ailleurs, les mesures restrictives et l'inflation ont entraîné une forte hausse des taux d'intérêt qui, à la fin de l'année, dépassaient nettement le niveau observé dans les autres pays industrialisés.

En France, la politique restrictive annoncée par l'institut d'émission n'a pas encore influé sur l'évolution des agrégats monétaires. Au mois de décembre, l'accroissement annuel de la masse monétaire M_2 a excédé 13%, dépassant ainsi sensiblement l'objectif fixé pour 1979, qui était de 11%. Le taux d'inflation est monté plus fortement que l'on ne s'y attendait au début de l'année. Bien que l'intention du gouvernement ait été de le maintenir bien au-dessous de 10%, le renchérissement a atteint 11,8% au mois de décembre.

Malgré cet échec, la Banque de France a maintenu à 11% son objectif d'expansion de la masse monétaire en 1980. Cette politique vise à réduire le taux d'inflation au-dessous de 10%. Toutefois, il n'est pas certain que l'institut d'émission atteigne son but. En effet, la hausse des prix n'est pas due à la politique monétaire de l'année en cours, mais résulte de la politique menée durant les années précédentes. Par ailleurs, le renchérissement du pétrole continue de déployer ses effets.

Au Japon, la hausse en un an des prix à la consommation a atteint 5,8% au mois de décembre, soit le niveau le plus élevé observé depuis le mois de novembre 1977. La Banque du Japon a tenté de s'opposer à ces tendances inflationnistes. Par trois fois, elle a majoré le taux de l'escompte en 1979, le portant de 3¼% à 6¼%. De plus, elle a renforcé les restrictions de crédit. Le renchérissement des crédits de refinancement et le contrôle direct du crédit ont provoqué le ralentissement désiré de l'expansion monétaire. L'augmentation annuelle de la masse monétaire M_1 a passé de 15,5% au mois d'avril à 7,8% au mois de novembre, et celle de la masse monétaire M_2 , de 12,7% à 10,3%.

Si la Banque du Japon poursuit la politique menée l'an dernier, elle pourra modérer le renchérissement. A vrai dire, l'évolution des taux d'intérêt montre que l'économie persiste dans ses anticipations inflationnistes. Au mois de janvier, les taux à court terme se sont inscrits à quelque 7,5%, et les taux à long terme, à 9%; leur hausse par rapport à l'année précédente s'est montée à environ 3%.

4. Evolution des changes

Malgré les nouvelles majorations du prix du pétrole, la hausse des taux d'inflation, les perspectives économiques défavorables et l'accentuation des conflits politiques, les marchés des changes n'ont pas été perturbés fortement au quatrième trimestre. Si, du mois d'octobre 1979 au mois de janvier 1980, les cours des principales monnaies ont varié plus fortement qu'au premier semestre, les conditions du marché sont restées ordonnées. Par contre, le chaos a régné aux mois de décembre et de janvier sur les marchés de l'or, où les prix ont atteint des niveaux records.

Sans interventions importantes, le cours du dollar s'est raffermi au quatrième trimestre. Son cours moyen, pondéré en fonction du commerce extérieur, est monté de 1% entre le début de mois d'octobre et la mi-janvier; il s'est inscrit alors à un niveau voisin de celui enregistré au début de 1979. La transition que nécessite l'application des nouvelles conceptions monétaires du Système de Réserve Fédérale semble être pour une bonne part à l'origine des fluctuations du dollar pendant cette période. Le choix des réserves bancaires comme point de référence de la politique monétaire, et l'abandon de la stabilisation des taux d'intérêt, ont eu pour conséquence que les taux du marché monétaire sont montés très vigoureusement au mois d'octobre, pour fléchir au mois de novembre. Les variations des taux d'intérêt ont influé sur les mouvements de capitaux à court terme et, partant, sur le cours du dollar.

Différents facteurs monétaires et économiques ont contribué à la fermeté du dollar l'an passé. Il convient d'en mentionner deux: d'une part, la politique monétaire restrictive, accompagnée d'une forte hausse des taux d'intérêt; d'autre part, l'excédent de la balance des revenus, estimé à 0,8 milliard de dollars, qui a fait suite à un déficit de 13,9 milliards de dollars en 1978, et cela malgré le renchérissement considérable des importations de pétrole. L'amélioration de la balance des revenus s'explique par le ralentissement de la croissance économique et par les effets différés qu'a exercés la dévaluation réelle du dollar en 1978. De plus, le mouvement de diversification des actifs en d'autres monnaies que le dollar semble s'être ralenti.

Le Système de Réserve Fédérale a confirmé sa résolution de maintenir le cours du dollar stable par une nouvelle émission de bons Carter. Au mois de janvier, le département du Trésor a recueilli des marks en République fédérale d'Allemagne, pour la contre-valeur de 1,2 milliard de dollars.

Au quatrième trimestre, le mark a suscité davantage d'intérêt. Son cours moyen, pondéré en fonction du commerce extérieur, est monté quelque peu depuis le mois d'avril, et la hausse s'est accélérée au quatrième trimestre. A la mi-janvier 1980, il dépassait de 4% le niveau observé au mois de décembre 1978. Cette évolution était due surtout à l'évolution de la conjoncture allemande, plus favorable que celle d'autres pays, ainsi qu'à la politique monétaire restrictive, qui a provoqué une forte hausse des taux d'intérêt et, partant, des importations de capitaux.

La livre sterling, dont le cours pondéré en fonction du commerce extérieur était monté durant plus d'un an presque sans interruption, a atteint son point maximal à la fin du mois de juillet. Par la suite, le cours est descendu de 10% jusqu'au début du mois de novembre. Cette baisse était en partie une correction de la hausse excessive intervenue précédemment. Depuis le début du mois de novembre, la livre s'est raffermie vigoureusement. L'évolution des changes correspond à celle des taux d'intérêt au Royaume-Uni, qui sont restés stables au troisième trimestre, mais sont montés fortement au qua-

trième, ce qui a amplifié l'écart entre les taux appliqués dans le pays et à l'étranger. L'abolition, le 29 octobre, des dernières dispositions restreignant les opérations de change ne semble guère avoir influé sur l'évolution des cours pendant cette période; si la possibilité d'acquérir librement des actifs en monnaies étrangères favorise en principe les exportations de capitaux, les taux d'intérêt élevés qui sont appliqués au Royaume-Uni freinent fortement l'exode de fonds.

Le cours qui s'est modifié le plus sensiblement au quatrième trimestre est celui du yen. Bien que la Banque du Japon soit intervenue intensivement sur le marché des changes, le cours de la monnaie japonaise, pondéré en fonction du commerce extérieur, était inférieur de 27%, à la fin du mois de novembre, à son niveau maximal enregistré au mois d'octobre 1978. Le 27 novembre, l'institut d'émission a pris des dispositions pour défendre sa monnaie, qui consistaient notamment à stimuler les importations de capitaux. Quoique ces mesures n'aient pas été très substantielles, elles ont permis d'arrêter la chute du yen. Au mois de décembre, le cours pondéré en fonction du commerce extérieur est monté de 4%. Par rapport au dollar, l'évolution du yen a été analogue: le cours a atteint son point minimal à la fin du mois de novembre, puis est remonté de 4% jusqu'à la fin du mois de janvier.

Dans le *Système monétaire européen* (SME), un deuxième ajustement des taux pivots a eu lieu le 30 novembre, la couronne danoise étant dévaluée de 5% par rapport à toutes les autres monnaies du système. Les cours se sont modifiés très rapidement dans le SME. Au mois d'octobre, la couronne danoise était encore la monnaie la plus forte. Son cours par rapport au franc belge se situait à la limite supérieure de la marge de fluctuation. Vers la fin de ce mois et au mois de novembre, il a baissé en raison surtout de l'incertitude régnant au sujet de la politique économique du nouveau gouvernement danois.

Pendant tout le quatrième trimestre, le franc belge a été la monnaie la plus faible du SME. Au mois d'octobre et au début du mois de décembre, son cours par rapport à la couronne danoise s'est maintenu à la limite inférieure de la marge de fluctuation. A la fin du mois de décembre, le cours par rapport au franc français a atteint le point inférieur d'intervention. Des opérations en dollars et en monnaies des Etats membres des Communautés européennes ont été effectuées pour défendre le franc belge. En outre, la Banque nationale de Belgique a relevé les taux d'intérêt.

Les autres monnaies du SME n'ont pas posé de problèmes. Les écarts entre les taux d'inflation des pays participants, qui ont atteint jusqu'à 12% au quatrième trimestre, restent néanmoins un sujet de préoccupation.

Les marchés de l'or ont attiré particulièrement l'attention pendant la période examinée. Depuis le début de décembre en effet, les prix sont montés d'environ 50% en un mois. A la mi-janvier, le prix de l'or dépassait de presque 150% le cours enregistré au début du mois de

juillet 1979. Durant la seconde moitié du mois de janvier, il a baissé quelque peu. Par moments, la situation sur les marchés a été si chaotique qu'il a fallu suspendre passagèrement les transactions.

B. Conjoncture suisse

Les taux d'intérêt sont montés fortement ces derniers mois. En décrivant de manière relativement détaillée la situation sur les marchés financiers, le présent rapport s'attache à examiner les causes de cette hausse et ses effets sur la politique monétaire.

Après avoir analysé les perspectives économiques pour 1980 dans le dernier rapport, il y a lieu de voir maintenant de plus près le comportement de l'économie suisse en 1979.

1. Evolution monétaire

Marché des capitaux

Au début de 1980, la hausse des taux d'intérêt s'est poursuivie sur les marchés des capitaux. Un recul général des cours est intervenu à la bourse, certains titres baissant même de manière sensible. De la fin de 1979 à la fin du mois de janvier, le rendement des obligations fédérales a passé de 4,04% à 4,62%. Il est descendu à 4,48% le 14 février, pour monter à 4,65% à la fin du mois. Sur le marché à long terme, les taux d'intérêt ont excédé de 1,5% environ, au mois de janvier, le niveau observé un an auparavant.

Durant la période examinée, l'émission publique d'emprunts s'est soldée par de bons, voire par de très bons résultats. Parfois, les souscriptions ont dépassé fortement les montants offerts, de sorte que les banques ont dû réduire les attributions. Le succès des émissions provenait de l'ajustement constant des conditions à la situation du marché, le taux d'intérêt, la durée de l'emprunt ou le prix d'émission étant modifiés selon les besoins. Les bons résultats étaient dus également à la réduction de l'écart entre les taux à court et à long terme. Par ailleurs, certains investisseurs institutionnels ne peuvent, en vertu de la loi ou de leurs statuts, procéder à d'autres placements que dans une mesure limitée. Cela explique le fait que, parfois, une baisse des cours a fait suite à une souscription relativement bonne; il est vraisemblable que, dans ce cas, les investisseurs institutionnels soient intervenus sur le marché primaire, mais non sur le marché secondaire.

Lors de sa séance du 12 décembre, la commission chargée du contrôle des émissions a admis sans réduction tous les emprunts annoncés pour le premier trimestre de 1980, après que la Banque nationale eut approuvé la somme globale de ces emprunts. Déduction faite des conversions, le prélèvement net sur le marché s'est chiffré à 2050 millions de francs en chiffre rond et a dépassé d'environ 800 millions le montant enregistré un an auparavant. Par contre, les remboursements anticipés n'ont

pas dépassé 900 millions de francs, alors qu'ils s'étaient inscrits à 3264 millions au premier trimestre de 1979.

Le résultat du premier emprunt fédéral émis selon un système d'appel d'offres, dont la souscription publique a eu lieu durant la semaine du 14 janvier, était attendu avec intérêt. Il s'agissait d'un emprunt 4½%, d'un montant de quelque 200 millions de francs, et d'une durée de 12 ans. Ce type d'émission, nouveau pour la Suisse, a la particularité que chaque souscripteur doit indiquer le montant qu'il désire et le prix maximal qu'il est prêt à payer pour ce montant. Comme auparavant, la Confédération fixe le taux d'intérêt et la durée de l'emprunt. Lors de l'attribution, on prend en considération toutes les offres, jusqu'à un prix d'émission minimal permettant de couvrir le montant demandé par le débiteur. Ce prix minimal devient le prix d'émission valable pour tous les souscripteurs. Afin de sauvegarder les intérêts des petits investisseurs, il est prévu que chaque souscripteur peut présenter une offre portant sur 20 000 francs au maximum sans indication de prix; ces offres sont automatiquement prises en considération au prix d'émission fixé.

Sur la base des offres reçues, le montant de l'emprunt a été fixé à 205 millions de francs et le prix d'émission, à 100,2%. La durée de l'emprunt étant de 12 ans, le rendement s'inscrit à 4,48%. De nombreux petits investisseurs ont recouru à la possibilité de souscrire sans indication de prix. Le montant qui leur a été attribué s'est chiffré à 38 millions de francs.

L'appel d'offres éliminant les risques inhérents à la prise ferme d'un emprunt, les banques participant au syndicat d'émission ont reçu une commission de 1%, alors que le taux habituel est de 1,5%. Ainsi, des frais importants ont été épargnés à la Confédération. En outre, ce système a l'avantage d'être plus flexible que la méthode traditionnelle. Comme la situation peut changer assez rapidement sur le marché des capitaux, en raison surtout de l'incertitude plus grande que par le passé, il est devenu toujours plus difficile, ces derniers temps, de fixer à l'avance des conditions correspondant à la situation du marché lors de l'émission. L'objection selon laquelle l'appel d'offres tend à accélérer un mouvement de hausse des taux d'intérêt n'est pas valable, pour autant que le marché fonctionne correctement. Hors bourse, le cours du nouvel emprunt fédéral s'est inscrit entre 99,60 et 101,50.

Dans ce contexte, il convient de mentionner l'emprunt à taux d'intérêt flottant que le Crédit Suisse a lancé au début du mois de février. Son montant était de 100 millions de francs, son prix d'émission, de 100%, et sa durée, de 12 ans au maximum. La particularité de cet emprunt est que son taux est révisé le 20 janvier de chaque année, pour la période suivante. Il dépasse de ¼% le taux que les grandes banques appliquent à cette date aux dépôts à un terme fixe d'un an. Toutefois, le taux ne peut être inférieur à 3% ou supérieur à 8%. Du 20 février 1980 au février 1981, il se chiffre à 5%.

Des taux flottants traduisent une insécurité économique plus forte qu'auparavant. Ils favorisent les investis-

seurs peu enclins à prendre des risques. Tandis que l'évolution à long terme des taux d'intérêt doit faire l'objet d'une estimation avant toute souscription à un emprunt ordinaire, la rémunération d'un emprunt à taux flottant est ajustée périodiquement à la situation du marché, de sorte que le cours oscille en principe autour du pair. Le résultat de la souscription a montré que la nouvelle forme de placement correspondait à un besoin; après le premier jour de souscription déjà, le succès de l'emprunt était assuré.

Durant le trimestre examiné, des décisions importantes ont été prises dans le domaine des taux d'intérêt. Soucieuses de rétablir une structure normale des taux, les banques ont majoré par deux fois, avec l'approbation de la Banque nationale et avec effet au 9 et au 28 janvier, les taux des obligations de caisse. Dans les grandes banques et dans les banques cantonales, le taux appliqué aux titres d'une durée de trois à quatre ans a été relevé à 4¼% et celui des titres de 5 à 8 ans, à 4½%. Le taux appliqué aux titres d'une durée de 7 à 8 ans, qui avait été fixé à 4¼% lors de la première majoration, s'est avéré bientôt insuffisant. En effet, le Crédit Suisse avait lancé à la fin de 1979, au prix de 99,50%, un emprunt 4¼% d'une durée de 7 ans. Le 9 janvier, le rendement de cet emprunt coté en bourse atteignait 4,33%.

Le 17 janvier, les banques ont décidé de modifier les taux des crédits hypothécaires et de l'épargne. Elles ont décidé de majorer de ½%, avec effet au 1er avril, les taux appliqués aux dépôts d'épargne, aux livrets et carnets de dépôts, aux placements privés et aux comptes de salaires. Les taux des placements hypothécaires et des prêts garantis par hypothèque ont été relevés également de ½%. Selon les régions, les taux appliqués aux crédits hypothécaires en cours seront modifiés le 1er avril ou le 1er mai. A partir de ces dates, le taux des hypothèques en 1er rang se chiffrera en principe à 4½%.

Exportations de capitaux soumises à autorisation

En 1979, les exportations brutes de capitaux soumises à autorisation ont augmenté de 26,5% par rapport à l'année précédente, atteignant ainsi le montant record de 27,7 milliards de francs. Les chiffres mensuels ont baissé sensiblement vers la fin de l'année. En effet, l'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger a augmenté jusqu'en automne, pour diminuer par la suite. L'évolution des exportations de capitaux soumises à autorisation montre que la stabilité croissante des changes a accru le rôle des écarts entre les taux d'intérêt dans les mouvements internationaux de capitaux.

De 1978 à 1979, la structure des exportations de capitaux s'est modifiée. Les crédits bancaires ont augmenté plus fortement que les emprunts et, surtout, que les «notes». Leur part s'est élevée de 38,7% en 1978 à 43,9% en 1979. Cette évolution résultait en partie des prescriptions relatives au remboursement, qui s'appliquaient aux emprunts et aux «notes» seulement. Le 29 novembre, la règle interdisant le remboursement anticipé de «notes» a été abrogée. Les débiteurs devraient donc être un peu plus enclins à recourir à cette forme d'emprunt.

La part des pays industrialisés aux exportations de capitaux soumises à autorisation a augmenté nettement, tandis que celle des pays en développement a diminué. De 1978 à 1979, elle a passé de 64% à 73,8%, et celle des pays à commerce d'Etat, de 3,4% à 6,2%. Par contre, la part des pays en développement et des organisations internationales de développement, c'est-à-dire de la Banque mondiale, de la Banque asiatique et de la Banque interaméricaine de développement, a baissé de 25,7% à 14,9%; il y a même eu une diminution en valeur par rapport à l'année précédente. Ce changement était dû surtout au renchérissement massif du pétrole, qui, en chiffre absolu, a grevé moins fortement les balances des revenus des pays en développement que celles des pays industrialisés. Selon les estimations de l'OCDE, le solde de la balance des revenus s'est détérioré de 39 milliards de dollars dans les pays industrialisés, et de 11 milliards seulement dans les pays en développement non producteurs de pétrole. Des besoins croissants de financement ont incité les pays industrialisés à s'endetter davantage sur les marchés des capitaux. Il en est résulté une plus grande différenciation des conditions selon les catégories de débiteurs, ce qui a rendu plus difficile l'accès des pays en développement aux marchés financiers.

Marchés des changes et de l'argent

La politique monétaire restrictive menée dans les pays industrialisés importants, tels les Etats-Unis, la République fédérale d'Allemagne et le Royaume-Uni, n'est pas étrangère au calme relatif que le marché des changes a connu ces derniers mois. Ni les événements du Moyen-Orient, ni les fluctuations considérables des prix sur les marchés de l'or et de l'argent n'ont influé durablement sur les cours de change. Par rapport au dollar et au mark, le cours du franc suisse a varié dans des limites relativement étroites, si bien que la Banque nationale n'a guère dû intervenir sur le marché. Du 5 novembre au 5 février, ses achats nets se sont chiffrés à environ 82 milliards de francs.

Au début du mois de novembre, le cours du dollar s'est inscrit à fr. 1,65, et celui du mark, à fr. 0,92. Par la suite, le cours du dollar s'est affaibli légèrement, revenant à fr. 1,614 à la fin du mois de novembre. En revanche, le cours du mark est monté à près de fr. 0,95 durant la dernière semaine du mois, pour redescendre à environ fr. 0,92 au début du mois de décembre.

Pendant le dernier mois de l'année, le cours du dollar a oscillé aux environs de fr. 1,60 et celui du mark, autour de fr. 0,92. A la fin de décembre et au commencement de l'année 1980, le dollar s'est affaibli, son cours descendant à fr. 1,56. Du début du mois de novembre à la fin du mois de décembre, la baisse s'est inscrite à 4,6%.

Pendant la première quinzaine du mois de janvier, le cours du dollar s'est raffermi, remontant à fr. 1,58. Le cours du mark a peu varié. Vers la fin du mois, le franc s'est affaibli encore. Le 1er février, le cours du dollar s'est inscrit à fr. 1,6355 et celui du mark, à fr. 0,9375. Ainsi, la baisse du dollar depuis le début du mois de novem-

bre s'est limitée à 1,2%. Pendant cette période, la hausse du mark a atteint 2%.

En moyenne pondérée, le cours du franc a baissé légèrement par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux de la Suisse. A la fin du mois de janvier, il était inférieur de 0,8% au niveau enregistré à la fin du mois d'octobre, et de 2% au niveau observé un an auparavant.

Au quatrième trimestre, l'évolution calme des changes a facilité la stabilisation de la base monétaire – qui comprend les avoirs de l'économie en comptes de virements et le numéraire en circulation – au niveau souhaité de 29 à 30 milliards de francs. Un dépassement n'est intervenu qu'à la fin de l'année, en raison de l'échéance.

Le financement de celle-ci a été un peu plus difficile que l'année précédente, car la Banque nationale menait une politique plus restrictive. Elle a offert aux banques une aide financière de près de 12 milliards de francs au mois de décembre, leur accordant des crédits de refinancement sous la forme de swaps dollars contre francs, de prises en pension de rescriptions de stérilisation, d'avances sur nantissement et de crédits d'es-compte. Sur ces 12 milliards de francs, 9,7 milliards ont servi au financement de l'échéance annuelle. Pour la première fois, les banques ont pu recourir, pour une échéance, à des swaps d'une durée d'un mois et de quinze jours. Le 29 décembre, la base monétaire s'élevait à 37 milliards de francs; elle était ainsi inférieure de 2,9% seulement au niveau de 38,1 milliards de francs atteint un an auparavant. En moyenne, elle s'est chiffrée à 31,6 milliards de francs au mois de décembre et a été inférieure de 11% au montant enregistré en 1978.

L'aide massive que l'institut d'émission a octroyée aux banques a freiné la hausse des taux d'intérêt à court terme. Sur le marché de l'euro-franc, le taux des dépôts à trois mois a passé de 6 $\frac{1}{16}$ % le 18 décembre – niveau maximal – à 5 $\frac{3}{4}$ % à la fin de l'année. Au mois de janvier, la base monétaire s'est inscrite à 30,4 milliards de francs en moyenne, en raison surtout du remboursement des crédits de refinancement. Cependant, les avoirs de l'économie en comptes de virements ont atteint 8,3 milliards de francs, alors que l'objectif fixé pour 1980 est de 7 milliards en chiffre rond.

Lors de la quatrième émission de créances comptables à trois mois sur la Confédération, qui a eu lieu au mois de janvier, et qui a servi au remboursement de la deuxième émission, l'offre a dépassé considérablement le montant offert de 200 millions de francs. Les attributions ont totalisé 196,5 millions de francs et le prix d'émission s'est fixé à 98,71%, ce qui correspond à un taux d'intérêt de 5,227% par an. Ce rendement reflétait bien la situation du marché monétaire et a servi de point de repère pour la fixation des taux d'intérêt à court terme. Il n'était donc pas surprenant que les grandes banques majoraient le taux des dépôts à trois mois de $\frac{1}{4}$ %, et le portent à 5% avec effet au 23 janvier.

Toutefois, l'approvisionnement dont le marché monétaire a bénéficié au début du mois de février a incité les grandes banques à ramener ce taux à 4¼%.

Agrégats monétaires

Par rapport au mois correspondant de l'année précédente, le taux de croissance de la masse monétaire M_1 , qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts en banque à vue de résidents est négatif depuis le mois de juillet 1979. La diminution annuelle s'est chiffrée respectivement à 2,4% et à 7,9% aux mois de novembre et de décembre. La masse monétaire M_1 a augmenté en moyenne de 8,7% en 1979. La masse monétaire M_2 , qui comprend la masse monétaire M_1 et les dépôts à terme, s'est accrue de 9,6%, et la masse monétaire M_3 , qui englobe la masse monétaire M_2 et les dépôts d'épargne, a progressé de 9,2%.

La diminution de la masse monétaire M_1 aux mois de novembre et de décembre était due au recul des dépôts à vue, qui ont baissé respectivement de 7% et de 13% par rapport à l'année précédente. En revanche, le numéraire en circulation a augmenté de 8,1% et de 3,8%, en raison de l'inflation et de la consommation croissantes. La hausse des taux d'intérêt qui a eu lieu depuis le printemps de 1979 a incité les investisseurs à transformer leurs placements non rémunérés en dépôts et en titres portant intérêt. Cette tendance s'est reflétée nettement dans l'évolution des dépôts à terme, dont le taux annuel d'accroissement a passé de 0% au mois d'avril à 72,8% au mois de décembre.

La hausse des taux des dépôts à terme, plus forte que celle des autres taux du marché financier, a provoqué la transformation en dépôts à terme non seulement de dépôts à vue, mais aussi d'obligations de caisse et de dépôts d'épargne.

L'accroissement des dépôts d'épargne a passé d'environ 10% au début de 1979 à 5,6% au mois de décembre. Il s'agit du taux le plus bas enregistré depuis le mois d'avril 1975.

Il ne faut pas surestimer l'importance du fléchissement que la masse monétaire M_1 a subi aux mois de novembre et de décembre. Après une augmentation démesurée à la fin de 1978, la diminution indique seulement que la masse monétaire s'est stabilisée à un niveau inférieur. En moyenne, elle s'est inscrite à 61,4 milliards de francs depuis le mois de mai. Ainsi, elle a été inférieure de 3,4% au montant moyen atteint entre les mois de septembre 1978 et d'avril 1979, mais supérieure de 9,7% au niveau enregistré du mois de janvier au mois d'août 1978.

Evolution et structure des taux d'intérêt

En examinant l'évolution qu'ont suivie, depuis le milieu de 1979, le taux de l'intérêt versé par les grandes ban-

ques sur les dépôts à trois mois, le taux appliqué aux placements de même durée sur le marché de l'euro-franc et le rendement des créances comptables sur la Confédération, on constate une hausse presque ininterrompue des taux à court terme, plus forte que celle des taux du marché financier. Pendant le trimestre examiné, les taux d'intérêt à court terme ont été supérieurs d'environ 4,5% au niveau enregistré un an auparavant. Du mois de décembre 1979 au mois de février 1980, ils ont dépassé le rendement des obligations fédérales et cantonales, ainsi que les taux des obligations de caisse.

La structure actuelle des taux d'intérêt traduit surtout les anticipations inflationnistes. Cette année, on ne s'attend pas à ce que le renchérissement ralentisse de manière décisive. Toutefois, la politique monétaire restrictive que mène la Banque nationale devrait, à plus long terme, freiner l'inflation. Les investisseurs comptent donc à court terme, mais non à long terme, sur une baisse de la valeur de leurs actifs due à l'inflation. Pour compenser celle-ci, les taux d'intérêt à court terme doivent monter plus fortement que les taux à long terme.

Le niveau élevé des taux d'intérêt à court terme s'explique également par le fait que les taux des obligations de caisse n'ont pas correspondu, pendant une assez longue période, à la situation du marché. Si la clientèle avait mis en dépôts à vue, c'est-à-dire en position d'attente, les fonds habituellement placés en obligations de caisse, les banques auraient dû accroître leurs disponibilités dans une mesure indésirable. Ainsi, elles ont été amenées à fixer les taux des dépôts à terme de manière à attirer les fonds en attente. Par ailleurs, les dépôts à des termes relativement éloignés ne constituent pas des succédanés parfaits des obligations de caisse, notamment pour des raisons institutionnelles; il a donc fallu rémunérer davantage les dépôts à court terme, faute de quoi les fonds auraient continué d'être placés en attente sur des comptes à vue.

2. Résumé de l'évolution économique en 1979

Consommation privée

La consommation privée de biens et de services s'est développée l'an passé de façon réjouissante. L'accroissement réel de 1,5% que le Groupe de travail de prévisions économiques avait envisagé semble dépassé. L'augmentation s'explique par le rétablissement de la sécurité de l'emploi et par les anticipations inflationnistes qui sont apparues au cours de l'année.

Il n'est pas possible de commenter de manière précise l'évolution de la consommation privée, élément de loin le plus important du produit national brut, car les statistiques disponibles sont vagues, et certaines ne sont publiées qu'avec un retard considérable.

De 1978 à 1979, les importations réelles de biens de consommation ont augmenté de 7,3%. Les achats à l'étranger de vêtements, de lingerie, de souliers et d'objets en cuir, ceux d'ustensiles et appareils ménagers,

ainsi que ceux de biens destinés à l'aménagement du logement se sont accrus plus fortement que la moyenne. En effet, leurs taux d'augmentation se sont élevés respectivement à 11%, à 12,1% et à 31,2%. Ce dernier chiffre traduit l'expansion extraordinaire qu'a connue la construction, en particulier celle de maisons individuelles. La majoration prochaine des taux hypothécaires pourrait avoir une certaine influence sur la vente de biens destinés à l'aménagement du logement. Dans ce domaine, il est en effet possible de réaliser très rapidement des économies considérables si d'autres dépenses augmentent inopinément, comme c'est le cas des charges hypothécaires.

Dans le secteur de l'automobile, une tendance opposée à l'évolution généralement positive s'est dessinée vers la fin de l'année. Si les importations de véhicules ont augmenté de 4,1% en termes réels de 1978 à 1979, le taux de variation en un an a passé de + 16,8% au premier trimestre à - 3,7% au quatrième. Les ventes d'automobiles neuves ont suivi la même tendance. Par rapport à 1979, on s'attend en 1980 à une diminution d'environ 15%, en raison surtout du renchérissement de l'essence et de la disparition de la demande de rattrapage issue de la récession.

L'évolution qui ressort de la statistique du chiffre d'affaires du commerce de détail pour 1979 ne correspond ni à l'accroissement observé des importations de biens de consommation, ni aux nombreuses informations partielles provenant de tous les secteurs de la consommation privée. Selon l'OFIAMT, le chiffre d'affaires nominal est monté de 3,7% de 1978 à 1979, mais le chiffre d'affaires réel a baissé de 1%. Il a déjà été dit à plusieurs reprises que le mode de correction des valeurs nominales provoquait une sous-estimation des valeurs réelles. Il n'est pas possible de juger dans quelle mesure l'ajustement effectué au mois d'août dernier a permis d'obtenir des données plus conformes à la réalité.

Construction

Dans la construction, l'activité a progressé de manière sensible l'an dernier, au second semestre notamment. L'augmentation était due surtout au secteur du logement, mais aussi aux investissements de l'industrie et de l'artisanat.

Le Groupe de travail de prévisions économiques estime que, à prix constants, la construction a augmenté de 7% en 1979. Cette progression est la plus forte enregistrée depuis 1971.

L'accélération la plus vigoureuse a eu lieu dans le secteur du logement. L'évolution a varié selon les régions et selon les communes. Par rapport à l'année précédente, le nombre de logements terminés a augmenté de 9,7% dans 92 villes, pour atteindre 12 040 unités. Au quatrième trimestre, le taux annuel d'accroissement s'est élevé à 22,3%. L'activité a encore été particulièrement soutenue dans les communes de 1 000 à 10 000 habitants, en raison de l'accroissement considérable dans le

secteur des maisons individuelles. Cette évolution est liée à l'existence de réserves de terrains dont le prix est plus favorable que dans les villes. Selon les premières données disponibles, la construction de maisons individuelles a fléchi au cours de l'année. Les promesses de crédits de construction montrent que la part des appartements subventionnés et non subventionnés tend à s'accroître. Du mois de janvier au mois de novembre, la construction de tels appartements a augmenté respectivement de 53,6% et de 35,3%. Le nombre de logements vacants, qui a diminué de 9 000 unités en 1979 pour s'inscrire à environ 21 000 à la fin de l'année, comme le nombre de permis de construire délivrés dans 92 villes, laissent prévoir une production accrue d'appartements en 1980. Les autorisations accordées en 1979 dans 92 villes ont porté sur 15 525 logements, contre 10 938 l'année précédente.

La statistique relative aux constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat n'est pas encore disponible. Pour juger de l'évolution dans ce secteur, il faut donc recourir à d'autres données. L'octroi de crédits de construction et de promesses de crédits, les plans soumis à l'approbation de l'Inspectorat des fabriques, et les projets de construction qui sont annoncés à la Société suisse des entrepreneurs traduisent, dans ce secteur, une accélération par rapport à 1978. Selon les plans soumis à l'Inspectorat des fabriques, les investissements se sont concentrés moins sur les constructions nouvelles que sur les agrandissements.

La demande des collectivités publiques n'a guère stimulé la construction en 1979, si ce n'est dans quelques régions grâce aux routes nationales. Durant l'année en cours, la construction de routes jouera aussi le rôle le plus important à cet égard. Dans l'ensemble, il faut s'attendre à une stagnation. Pour 1981, le programme pluriannuel de travaux publics et de commandes des collectivités publiques à l'industrie prévoit une accélération passagère; par rapport à celui de 1980, le volume de la construction augmentera de 7,4%.

Equipement

Les données concernant les investissements en biens d'équipement manquent encore. Selon les estimations du Groupe de travail de prévisions économiques, ces investissements ont augmenté de 7,5%, soit à peu près au même rythme que l'année précédente. Il semble que, en raison de l'évolution des changes, l'expansion a été moins importante au premier qu'au second semestre. En volume, les importations de biens d'équipement ont augmenté de 6,2% au premier semestre et de 9% sur l'ensemble de l'année.

Le progrès technique, des goulôts d'étranglement dans l'appareil de production, ainsi que des pénuries de personnel ont incité les entreprises à renouveler et à agrandir leur parc de machines. Ces investissements ont eu lieu surtout dans l'industrie des machines et appareils, dans la métallurgie et dans l'industrie chimique. Les conditions favorables de financement ont favorisé cette évolution.

Commerce extérieur

Le volume des exportations suisses s'est accru de 2,2% l'an passé; abstraction faite des bijoux et pierres précieuses, il a augmenté de 3,2%. Le commerce mondial ayant progressé de 7%, l'industrie suisse d'exportation a donc vu sa part du marché diminuer sensiblement dans certains secteurs.

Il s'est confirmé l'an passé que les variations des changes n'influent pas beaucoup sur les exportations de biens d'équipement. A titre d'exemple, on peut indiquer que, depuis 1976, la part des machines et appareils suisses aux importations totales des Etats-Unis a augmenté, malgré la dévaluation continue du dollar.

Les cours du change relativement stables en Europe ont contribué dans une forte mesure à l'expansion accélérée du volume des exportations dont a bénéficié l'industrie textile. A en juger par les rapports des entreprises et par les valeurs moyennes des exportations, dont la hausse a repris en 1979, les bénéfices se sont améliorés. La stabilité du franc par rapport au mark et l'évolution favorable de la conjoncture allemande ont été les causes principales de l'accroissement nominal des exportations qu'a enregistré l'industrie de l'habillement. Par rapport à l'ensemble des exportations de ce secteur industriel, la part des ventes en République fédérale d'Allemagne a passé de 16% en 1974 à 45% en 1979.

En volume, les importations suisses ont augmenté de 9% par rapport à celles de l'année précédente. Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-ouvrés se sont accrus de 13,2%; abstraction faite des bijoux et pierres précieuses, ils se sont élevés de 9,9% seulement.

A la suite du renchérissement du pétrole et de la stabilité des changes l'an passé, les importations nominales de produits énergétiques ont augmenté de presque 70%. En volume, les achats d'huiles de chauffage ont diminué de 9,5%, alors que ceux de charbon se sont accrus de 52,3% et ceux de gaz, de 9,4%; il apparaît ainsi qu'un processus de substitution s'esquisse dans ce secteur. L'image qui se dégage des importations de produits énergétiques est confirmée par les informations reçues de l'industrie, qui confirment un recours accru au charbon.

Sous l'effet de l'accélération conjoncturelle et du renchérissement des produits énergétiques, la balance commerciale s'est détériorée sensiblement en 1979. Le déficit, qui n'était que de 0,5 milliard de francs en 1978, s'est élevé à 4,71 milliards l'an dernier, soit à un niveau comparable aux résultats enregistrés de 1970 à 1974.

Tourisme

Le nombre de nuitées dans les hôtels suisses a encore été nettement inférieur, pendant les mois d'été de 1979, aux chiffres correspondants de l'année précédente. Une augmentation sensible s'est ensuite produite

aux mois de septembre et d'octobre. L'évolution calme des changes, les efforts de propagande des offices touristiques et la stabilité des prix ont contribué à cette amélioration. Le nombre de réservations pour la saison d'hiver a donné lieu à des prévisions optimistes, que de bons résultats ont confirmées dès le mois de décembre. Selon les premières estimations provisoires, le nombre de nuitées a diminué de 3,5% en 1979, par rapport à celui de l'année précédente. Si les séjours de clients suisses ont augmenté de 3%, ceux d'hôtes étrangers ont diminué de 8,5%.

Marché du travail

L'accélération conjoncturelle a provoqué une hausse du niveau de l'emploi. Au troisième trimestre, il était supérieur d'environ 1% à celui de la période correspondante de 1978. La hausse résultait surtout de l'afflux de travailleurs étrangers, dont le nombre a augmenté de 2% du mois d'août 1978 au même mois de 1979. Elle provenait en particulier de l'arrivée de saisonniers, dont le nombre s'est accru de 14,8%. Comme l'expansion très nette de la construction le laissait prévoir, l'augmentation de la main-d'œuvre a été particulièrement forte dans ce secteur. Les autres branches ayant connu une hausse notable ont été le commerce, les banques et les compagnies d'assurances, ainsi que l'hôtellerie.

Au cours de l'année, les signes d'une insuffisance de personnel se sont multipliés. Des enquêtes ont montré que la faiblesse de l'offre de main-d'œuvre est devenue un problème majeur de l'économie.

Le chômage a diminué progressivement en 1979. De la fin de janvier à la fin de septembre, le nombre de chômeurs enregistrés par les offices du travail a passé de 17 153 à 7704. Par rapport au trimestre précédent, le chômage a augmenté au dernier trimestre de 1979 dans le secteur de la construction et dans l'hôtellerie, pour des raisons saisonnières surtout. De la fin de 1978 à la fin de 1979, le nombre de chômeurs a passé de 12 997 à 8903, chiffre le plus bas que l'on ait enregistré en fin d'année depuis 1974. Au mois de janvier 1980, les offices du travail ont recensé 11 371 chômeurs.

L'augmentation intervenue au dernier trimestre n'a pas modifié la structure professionnelle du chômage observée l'an passé. Comme auparavant, le chômage le plus important est enregistré parmi les employés de bureau, dans l'enseignement et l'éducation, dans le groupe des «autres professions», ainsi que dans l'industrie des métaux et des machines.

La structure du chômage selon les cantons n'a pas changé notablement. A la fin de l'année, le canton de Genève enregistrait le plus grand nombre de chômeurs. Il était suivi par les cantons du Tessin, de Zurich et de Berne. Au début de 1979, le canton du Valais figurait encore au premier rang.

Le chômage partiel a diminué également. Au mois de mars 1979, il a atteint son point maximal, soit 20 909 per-

sonnes, puis est revenu à 4407 personnes à la fin de l'année. Plus de 50% de ces dernières appartenaient à l'industrie horlogère.

Prix

L'indice des prix à la consommation, qui, par rapport à l'année précédente, était monté en moyenne de 1,7% en 1976, de 1,3% en 1977 et de 1% en 1978, s'est élevé de 3,6% en 1979. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le taux d'inflation a passé de 1,1% au mois de janvier 1979 à 5,2% aux mois de novembre et de décembre. La hausse est due avant tout au renchérissement du pétrole, qui a fait monter de 57,3% l'indice du groupe «chauffage et éclairage» entre le mois de décembre 1978 à la période correspondante de 1979. Le prix de l'essence s'étant élevé de 20%, la hausse de l'indice des transports s'est inscrite à 5,1% et a figuré au deuxième rang. L'indice relatif à l'alimentation, qui forme un cinquième de l'indice des prix à la consommation et qui est l'indice partiel le plus important, est monté de 5%. L'indice des loyers, dont la pondération est presque aussi forte, s'est élevé de 0,4%, taux le plus modéré. Si la double réduction de $\frac{1}{4}\%$ appliquée aux taux hypothécaires au début et au milieu de l'an dernier avait été répercutée pleinement sur les loyers, ceux-ci auraient baissé de 7%. En raison des tensions qui règnent sur le marché du logement, il est vraisemblable que la majoration prochaine des taux hypothécaires, fixée à $\frac{1}{2}\%$, influera davantage sur l'évolution des loyers que les réductions antérieures.

Par rapport à l'année précédente, l'indice des prix de gros est monté en moyenne de 3,8% l'an dernier, alors qu'il avait baissé de 3,4% en 1978. Comme on pouvait le prévoir, la hausse a été beaucoup plus forte que celle des prix à la consommation. A la suite du renchérissement du pétrole surtout, ce taux annuel de variation a passé de -1,2% au mois de janvier à +6,9% au mois de décembre. Si le renchérissement des produits importés a atteint 8,5% en moyenne annuelle, tandis que celui des produits suisses s'est inscrit à 1,9% seulement, il faut l'attribuer à l'inflation à l'étranger et aux majorations du prix du pétrole; en raison de la stabilité des changes, celles-ci se sont répercutées pleinement sur les prix en francs suisses. Fait positif, la hausse des prix de gros par rapport à la période correspondante de 1978 ne s'est guère accélérée durant les quatre derniers mois de l'an passé.

C. Politique monétaire

La Banque nationale s'est fixée comme but de ne pas laisser monter le niveau des prix en 1980 aussi fortement que l'année précédente. S'il ne se produit pas d'événement majeur sur lequel elle n'a aucune influence, telle une majoration exorbitante du prix du pétrole, la perspective d'atteindre cet objectif est réelle. Cependant, la grande faiblesse du franc sur les marchés des changes suscite actuellement une certaine inquiétude. Comparés aux problèmes que le cours excessivement élevé a po-

sés pendant des années, ceux que soulève la présente baisse paraissent évidemment moins graves. Néanmoins, un cours trop bas peut également causer un tort considérable à l'économie par le biais de l'inflation importée.

La Banque nationale a souligné constamment que son but était de stabiliser non les cours nominaux, mais les cours réels de change. Si l'inflation persiste à l'étranger, la stabilité des prix en Suisse est incompatible avec celle des cours de change nominaux. Selon la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, les variations à long terme des cours, dans un système de changes flexibles, sont inversement proportionnelles aux taux d'inflation des pays considérés. La capacité concurrentielle de l'industrie nationale ne diminue donc pas. En vertu de cette théorie, le cours du franc par rapport au dollar devrait monter tant que l'inflation en Suisse est inférieure à celle des Etats-Unis.

L'évolution récente sur les marchés des changes va à l'encontre de ce principe. Bien que le renchérissement augmente en Suisse également, l'écart entre les taux d'inflation enregistrés aux Etats-Unis et dans notre pays est beaucoup plus important actuellement que pendant l'automne 1978, marqué par une hausse extrême du franc. Néanmoins, le cours du franc par rapport au dollar baisse continuellement depuis quelques semaines déjà. Le cours du mark par rapport au franc, qui est monté sensiblement, confirme la faiblesse de notre monnaie. Cette évolution ne s'explique pas non plus par l'écart entre les taux de renchérissement des deux pays. Ces événements inattendus, qui se produisent sur les marchés des changes, ont donc une origine qui est sans lien avec les taux d'inflation respectifs.

Souvent mentionnées il y a quelque temps, les données économiques fondamentales ne se sont guère modifiées ces derniers mois. La Suisse demeure un des pays industrialisés dont le taux de renchérissement est le plus bas. L'inflation d'origine intérieure, qui n'a presque pas varié depuis des mois, est restée particulièrement modeste par rapport à celle d'autres pays. De même, les prévisions de l'évolution des prix sont plus favorables qu'à l'étranger. La conjoncture aussi paraît plutôt bonne en comparaison internationale. Si les possibilités de croissance réelle sont limitées, le plein-emploi est assuré. En ce qui concerne la stabilité politique, la paix sociale et les réserves monétaires, la position de la Suisse ne s'est pas détériorée depuis un an et demi.

La situation des Etats-Unis contraste de manière frappante avec celle de notre pays. Les conséquences négatives d'un taux d'inflation particulièrement élevé – et qui continue de monter – commencent à se faire sentir sur le plan politique et social. Les perspectives de modérer le renchérissement sont très limitées à brève échéance.

La faiblesse du franc ne peut donc pas s'expliquer par la situation générale des économies nationales. Il convient toutefois d'indiquer que les échanges de la Suisse avec l'étranger se sont modifiés considérable-

ment depuis quelques mois. L'excédent de la balance des revenus, qui, de 1976 à 1978, avait été chaque année de l'ordre de 8 milliards de francs, semble s'être réduit à environ 3,9 milliards en 1979. En considérant les chiffres du commerce extérieur au mois de janvier, on peut même supposer que l'excédent de la balance des revenus a déjà fait place à un déficit. Cependant, il ne faut pas oublier que des importations particulièrement élevées d'or et de pierres précieuses ont gonflé les chiffres du mois de janvier. Néanmoins, un renversement de la tendance est indéniable; il s'est peut-être manifesté par une demande supplémentaire de monnaies étrangères sur le marché des changes.

Si la Suisse établissait une balance des mouvements de capitaux, on y constaterait un changement encore plus important que dans la balance des revenus. Les entrées de fonds se sont pour le moins ralenties fortement. Les exportations, en particulier celles qui ne sont pas soumises à autorisation, ont augmenté en flèche. Dans ces circonstances, l'équilibre de la balance des paiements ne peut se réaliser que par un changement marqué des conditions, en particulier du cours de change et des taux d'intérêt.

On explique parfois la diminution de l'attrait du franc suisse par la hausse du prix de l'or, qui détournerait de notre monnaie l'attention des spéculateurs. Certes, la Banque nationale ne serait pas mécontente si le franc était quelque peu déchargé de son rôle peu enviable de monnaie internationale de réserve. Si la hausse du prix de l'or n'est pas un argument sans valeur, il n'est guère possible d'en vérifier quantitativement la plausibilité. Cependant, cet argument ne saurait constituer une explication suffisante de la faiblesse du franc, car le cours du franc a continué de fléchir ces dernières semaines malgré l'apaisement intervenu sur le marché de l'or.

La raison principale de la baisse graduelle qu'a subie le cours du franc par rapport à la plupart des monnaies importantes est la différence entre les taux d'intérêt. Depuis un certain temps, cet écart prévaut sur tous les facteurs qui tendraient à faire monter le cours du franc. Certes, les taux d'intérêt étaient également plus élevés à l'étranger qu'en Suisse à l'époque où le cours était en hausse. Ainsi, le taux des dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc était de 3% au mois de septembre 1978, alors que des placements analogues en dollars et en marks rapportaient respectivement 9¼% et 3½%. A une époque où les marchés des changes étaient particulièrement agités, les investisseurs attachaient toutefois plus d'importance à la faiblesse du risque de change qu'à la modicité de la rémunération versée sur les placements en francs suisses.

Actuellement, un placement en dollars, en marks ou en florins n'est pas seulement mieux rémunéré qu'un dépôt en francs; il implique aussi la probabilité d'un gain de change. En raison de cette situation, de nombreux placements en francs sont liquidés, ce qui entraîne une dévaluation de notre monnaie et une hausse des taux d'intérêt en Suisse.

Dans notre pays, les taux d'intérêt sont influencés en partie par des considérations politiques. Cette remarque vaut surtout pour le taux hypothécaire. Sa hausse provoque plus de critiques que le relèvement des taux des carnets d'épargne n'entraîne d'éloges. Par l'intermédiaire des loyers et des prix agricoles, la majoration du taux hypothécaire a pour conséquence une hausse de l'indice des prix à la consommation. On en tire la conclusion trop générale, donc inacceptable sous cette forme, que les majorations de taux d'intérêt favorisent l'inflation.

Dans ces conditions, il est tentant de créer davantage de liquidité et de mener une politique d'argent bon marché. Toutefois, la solution du problème ne serait que différée, en raison des tendances inflationnistes actuelles. Certes, les taux d'intérêt baisseraient à court terme, mais la politique d'expansion monétaire accroîtrait le renchérissement et provoquerait ainsi, à plus long terme, une hausse des taux d'intérêt. Il est donc préférable de laisser monter encore les taux d'intérêt, tant que la situation du marché l'exige.

Pour un observateur suisse qui se réfère au niveau des taux d'intérêt de l'année 1978, les taux actuels des dépôts à terme dans notre pays paraissent élevés; en fait, ils ne le sont pas. Si le taux des placements à trois mois sur le marché de l'euro-franc s'inscrit à 6¼% et celui des dépôts de même durée dans les banques suisses, à 5¼%, les taux correspondants atteignent, sur le marché de l'euro-mark et sur celui de l'euro-dollar, 9% et 18⅞% respectivement. En ce qui concerne les taux à moyen et à long terme, les rapports sont analogues. Les placements en francs suisses sont donc relativement inintéressants, d'autant plus que la probabilité est faible, pour l'instant, qu'un gain de change vienne s'ajouter à la rémunération.

Sur le plan suisse, les taux d'intérêt élevés des dépôts à terme provoquent le placement sous cette forme plus lucrative de dépôts d'épargne et de fonds placés en obligations de caisse. Cette transformation prive les banques cantonales et régionales de fonds à long terme nécessaires à l'octroi de crédits de construction ainsi que de crédits hypothécaires, et les grandes banques de fonds destinés au financement de crédits à l'exportation à moyen et à long terme. A elles seules, les trois grandes banques ont vu leurs placements d'obligations de caisse diminuer de 1,5 milliard de francs depuis le mois de février 1979, alors que, parallèlement, le financement des exportations s'est accru de manière vigoureuse et que la durée de ces prêts s'est allongée en raison de la concurrence internationale à laquelle l'industrie suisse doit faire face. La règle d'or du banquier, selon laquelle l'échéance de tout prêt doit coïncider avec celle de son financement n'est donc pas observée, et la structure des bilans bancaires se détériore. La situation des banques cantonales et régionales est un peu moins défavorable, bien que le ralentissement de l'afflux de fonds sous forme de dépôts d'épargne et d'obligations de caisse lèse aussi ces établissements. La Banque nationale ne peut considérer cette évolution sans réagir. Ainsi, il serait injustifiable d'empêcher une majoration

des taux des obligations de caisse, dans le seul but de maintenir le taux hypothécaire aussi bas que possible. L'an passé, la Direction générale a différé le relèvement des taux à plusieurs reprises. Cette mesure a eu certains effets positifs; mais il en est aussi résulté que les taux des obligations de caisse sont restés constamment inférieurs aux conditions du marché et que, par conséquent, les investisseurs se sont désintéressés de cette forme de placement. Par ailleurs, des mesures spécifiques, n'agissant que sur certains taux seulement, provoquent des distorsions inacceptables à la longue. Le rapport entre l'offre et la demande finit toujours par s'imposer sur les marchés monétaire et financier, comme c'est le cas sur le marché des changes.

Ces remarques ne signifient pas que la Direction générale a renoncé à modérer l'évolution des taux d'intérêt. Une escalade demeure indésirable. En n'ajustant qu'avec retard le taux officiel de l'escompte et celui des avances sur nantissement aux conditions du marché, la Banque nationale a montré qu'elle ne voulait pas précipiter le mouvement.

Cependant, il y a lieu de fixer nettement les priorités. Parmi celles-ci, la réduction du taux d'inflation figure au premier rang. Pour atteindre ce but, une hausse du cours du franc est indispensable. Toutefois, le raffermis-

sement du franc ne doit pas être le fruit d'une politique de la masse monétaire beaucoup plus restrictive que celle suivie jusqu'à maintenant. L'avantage de l'objectif annoncé au mois de décembre réside précisément dans une évolution régulière de la masse monétaire. Une politique alternant la restriction et l'expansion ne pourrait que désorienter l'économie. Il est évident que le maintien des taux d'intérêt à un niveau artificiellement bas est incompatible avec les priorités fixées. L'intensité de ses relations internationales fait que l'économie suisse ne peut être maintenue à l'écart des influences étrangères. Elle ne peut éviter, en particulier, de subir l'évolution internationale des taux d'intérêt.

A long terme, la stabilité des prix est la meilleure garantie d'un bas niveau des taux d'intérêt. Cette affirmation est non seulement fondée en théorie, mais largement confirmée par l'expérience des années 1976 à 1978. Pour lutter contre l'inflation, la Direction générale est donc décidée à accepter passagèrement une hausse légère des taux d'intérêt.

Les inconvénients économiques de la lutte contre l'inflation sont d'autant plus faibles que cette lutte est menée rapidement et énergiquement. Plus elle est différée, plus les structures de production sont faussées par l'inflation, et plus l'économie devient instable.