

Rapport

de la Direction générale
sur la situation économique et monétaire,
remis au Conseil de banque pour sa séance
du 9 mars 1979

A. Conjoncture internationale

1. Evolution de la conjoncture dans les principaux pays membres de l'OCDE

En 1978, les fortes variations de change ont joué un rôle prépondérant dans l'évolution de la conjoncture. De ce fait, quelques Etats ont décidé de ne pas axer leur politique monétaire et budgétaire sur la lutte contre l'inflation et le chômage seulement, mais de vouer aux cours du change davantage d'attention que par le passé. Ce changement de priorité dans la politique monétaire a influé sur la conjoncture de nombreux pays.

Les différences de croissance qu'avaient enregistrées les grands pays industrialisés se sont atténuées l'an passé. Aux Etats-Unis, le produit national brut réel a augmenté moins fortement que prévu. De 1977 à 1978, la croissance y a passé de 4,9% à 3,9%.

En revanche, l'activité économique a repris vigoureusement en Europe et au Japon. En République fédérale d'Allemagne et au Japon surtout, l'accroissement du produit national brut réel a dépassé nettement le taux atteint en 1977. Les partenaires commerciaux de l'économie allemande ont bénéficié également de sa croissance.

La reprise conjoncturelle qui s'est produite dans les grands pays d'Europe et au Japon était due surtout à une forte augmentation de la demande intérieure de biens et de services. En République fédérale d'Allemagne et au Japon, la consommation a contribué fortement à la croissance, alors que l'importance des exportations, à cet égard, a nettement diminué. De plus, des mesures budgétaires ont stimulé la conjoncture de ces deux pays. Par contre, l'accroissement de la consommation réelle s'est ralenti aux Etats-Unis.

Dans la plupart des pays membres de l'OCDE, le niveau des investissements n'a pas été satisfaisant. Le Royaume-Uni, où la demande de biens d'équipement s'est renforcée, a fait exception.

En moyenne, le taux de chômage n'a guère diminué dans les pays membres de l'OCDE. Néanmoins, l'utilisation de l'appareil de production a atteint le niveau élevé de 85%. Dans certaines branches, des goulots d'étranglement se sont déjà formés. Le fait que la forte utilisation de l'appareil de production n'a pas entraîné d'accélération sensible des investissements est dû principalement aux perturbations qui se sont produites sur le marché des changes, en

raison surtout de la chute du dollar. Dans quelques pays, l'utilisation de l'appareil de production est demeurée faible.

La plupart des pays membres de l'OCDE ont obtenu des succès notables dans la lutte contre l'inflation. Les autorités britanniques et italiennes sont parvenues à réduire leur taux élevé de renchérissement. Par contre, les résultats obtenus ont été moins satisfaisants aux Etats-Unis. En France, un affaiblissement prononcé de l'inflation ne s'est pas encore produit.

2. Evolution des changes

A la fin du mois d'octobre, le cours moyen pondéré du dollar par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis a atteint le point le plus bas de l'année. Après que les autorités américaines eurent annoncé, le 1er novembre, des mesures visant à soutenir leur monnaie, le dollar s'est raffermi par rapport à toutes les monnaies importantes, pour fléchir de nouveau aux mois de décembre et de janvier. Du début du mois de novembre à la fin du mois de janvier, la hausse s'est inscrite à 8% par rapport au mark, à 14% par rapport au yen et à 11% par rapport au franc suisse. Pendant cette période, la hausse moyenne pondérée du dollar, par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis, s'est chiffrée à environ 5%. Durant l'année 1978, le dollar a subi, en moyenne pondérée, une baisse de 5%.

Le raffermissement du dollar est dû en grande partie aux achats massifs que les banques centrales des Etats-Unis et de l'étranger ont effectués. En émettant des titres libellés en monnaie étrangère – baptisés Carter Bonds –, le département américain du Trésor a l'intention de se procurer des devises pour la contre-valeur de 10 milliards de dollars au maximum. Jusqu'à maintenant, le placement de ces titres a atteint la contre-valeur de 1,5 milliard de dollars en République fédérale d'Allemagne et de 1,2 milliard en Suisse. Les effets des achats de devises sur la masse monétaire sont plus importants que les conséquences directes et immédiates sur le cours du change, car la comparaison entre la masse monétaire dans le pays et à l'étranger est un des principaux facteurs qui déterminent l'évolution des changes. Le chapitre suivant montre l'évolution de la masse monétaire dans les principaux pays industrialisés, ainsi que ses perspectives.

Il est capital, pour l'évolution des changes, que les Etats-Unis continuent de mener une politique monétaire restrictive. En outre, l'amélioration de la balance américaine des revenus devrait avoir des effets positifs sur le cours du dollar. Cependant, on a souvent tendance à surestimer les conséquences d'un déficit sur l'évolution des changes. L'évolution du cours n'est pas due avant tout au déficit de la balance des revenus, c'est-à-dire à la constitution de créances sur l'étranger, mais elle résulte surtout de la décision que prennent les créanciers de conserver leurs avoirs en une monnaie déterminée. Cette décision dépend principalement des prévisions relatives au cours du change et, partant, de l'évolution des masses monétaires.

En 1978, l'évolution du mark a été très calme. Du mois de décembre 1977 au mois correspondant de 1978, son cours par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne est monté, en moyenne pondérée, de 4%, alors que celui du franc suisse s'est élevé de 12%. Durant le premier semestre, le cours du mark est resté presque stable. Du mois de juillet au mois d'octobre, il n'est monté que de 4%. Par la suite, il est demeuré au niveau atteint au début du mois de novembre. L'entrée en vigueur du SME, qui a été reportée en raison de divergences de vues sur le plan agricole, réduirait les marges de fluctuation d'une monnaie par rapport à chacune des autres monnaies incluses dans le système à 2,25% de part et d'autre de la parité. Il y aurait lieu de procéder à des modifications de cours plus importantes, c'est-à-dire à des ajustements de parités, au cas où les pays participants enregistreraient des différences fondamentales dans l'évolution de leur économie. Graduellement, les politiques économiques de ces Etats devraient atteindre un point de convergence rendant superflu, espère-t-on, tout changement de parités.

Supérieure à celle du franc suisse, la hausse du yen par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Japon a atteint 19%, en moyenne pondérée, du mois de décembre 1977 au mois correspondant de 1978. Du mois de décembre au mois d'août, la hausse a été presque continue et s'est inscrite à 25%. Par la suite, le cours s'est stabilisé. Du mois d'octobre au mois de décembre, il a baissé de 5%.

Comparée à celle du yen et du franc suisse, l'évolution de la livre sterling et de la lire, ainsi que du franc français, a été calme en 1978. Du mois de décembre 1977 à la période correspondante de 1978, le cours des devises britannique et italienne est descendu respectivement de 2% et de 7%, tandis que celui du franc français est resté stable.

Il n'est pas encore possible de se prononcer sur les conséquences que les modifications de cours survenues l'an passé, en particulier durant les derniers mois de l'an-

née, ont eues sur l'économie, car les variations de changes ne se répercutent qu'avec beaucoup de retard sur les marchés des biens. De plus, d'autres phénomènes ont tendance à masquer ces effets. Au chapitre B, chiffre 1, nous examinerons encore les rapports entre les variations de change et la conjoncture. L'évolution réelle* des changes, qui indique les changements des capacités concurrentielles nationales, nous fournit déjà certaines données.

Du mois de décembre 1977 à la période correspondante de 1978, le cours du dollar est descendu, en valeur réelle, de 2%. Du mois de décembre au mois d'octobre, la baisse a atteint 5%, puis le cours est remonté de 3% jusqu'au mois de décembre. Cette stabilité relative est due surtout à l'importance que le dollar canadien a pour l'économie américaine.

Sans établir de relation étroite de causalité, il faut constater que l'augmentation réelle des exportations américaines s'est accélérée au premier semestre surtout, conformément à l'évolution réelle des changes. Toutefois, cette dernière ne semble pas avoir influé sur l'évolution des importations. Selon les prévisions de l'OCDE, le volume des exportations continuera d'augmenter en 1979, mais à un rythme plus lent que l'année passée, alors que les importations réelles subiront une stagnation. Ainsi, la balance américaine des revenus devrait se solder par un déficit de 8 milliards de dollars, contre 18 milliards en 1978. Cependant, l'évolution du secteur énergétique constitue un facteur d'incertitude dans toutes les prévisions relatives au commerce extérieur.

Du mois de décembre 1977 à la période correspondante de 1978, le yen a subi, en moyenne pondérée en fonction du commerce extérieur, la hausse réelle la plus forte; elle s'est inscrite à 9%. En raison de cette évolution, le volume des exportations japonaises a diminué fortement du mois de janvier au mois d'avril. Par la suite, il est resté à ce bas niveau, pour descendre légèrement vers la fin de l'année. Par contre, les importations ont continué de monter pendant toute l'année. Selon le Secrétariat de l'OCDE, les importations réelles augmenteront, en 1979, à peu près au même rythme que l'année précédente, alors que le volume des exportations restera à un niveau identique à celui de 1978. Par conséquent, l'excédent de la balance des revenus passera de 20 à 12 milliards de dollars.

Contrairement au cours réel du yen et à celui du franc suisse, le cours du mark ne s'est guère modifié en 1978. Le volume des importations allemandes et celui des exportations ont continué d'augmenter, le taux réel d'accroissement des exportations étant légèrement supérieur à celui des importations. Selon le Secrétariat de l'OCDE, l'expansion réelle du commerce extérieur allemand se poursuivra en 1979. Toutefois, l'excédent de la balance

* Variation nominale du cours du change corrigée des écarts entre les taux nationaux d'inflation - mesurés ici à l'indice des prix de gros.

des revenus devrait se réduire à 2,5 milliards de dollars, contre 6 milliards en 1978, car les perspectives de croissance économique se sont assombries dans les principaux pays industrialisés.

3. Evolution monétaire dans les principaux pays industrialisés

En 1977, les banques centrales de la plupart des Etats ont continué de suivre leur nouvelle politique de la masse monétaire, axée sur le moyen terme, sans y apporter de changements notables. Les taux d'expansion monétaire ont été relativement modestes par rapport aux taux enregistrés au début de la décennie. Au Japon, les taux se sont affaiblis sensiblement; en Italie et au Royaume-Uni, ils ont été supérieurs à la moyenne.

En 1977 déjà, l'accroissement de la masse monétaire M_1 , aux Etats-Unis avait excédé fréquemment le taux fixé comme objectif. L'an passé, le dépassement a été presque continu, l'objectif étant de 6,5% au maximum. Pendant assez longtemps le taux effectif peut s'écarter sans inconvénient de l'objectif fixé, si la vitesse de la circulation monétaire modifie sa tendance à long terme. Lorsque l'institut d'émission croit constater un changement dans la demande de monnaie, il doit en tenir compte pour maintenir la stabilité des prix. Comme l'objectif fixé par les autorités monétaires influe sur la situation future, sa modification entraîne une insécurité croissante et, partant, perturbe les marchés monétaires et financiers, ce qui a des conséquences défavorables sur l'évolution des prix et des changes. En outre, une devise aura tendance à se déprécier si les autorités surestiment les changements dans la demande de monnaie et tolèrent, par conséquent, un accroissement excessif de la masse monétaire.

Il est difficile de savoir à quel point les perturbations qui, dès le milieu de 1977, ont entraîné une forte dévaluation du dollar étaient dues au fait que l'objectif relatif à la masse monétaire américaine M_1 , n'a pas été réalisé. Par contre, il est certain que la baisse du dollar a conduit les autorités monétaires allemandes et suisses à intervenir fortement sur le marché des changes, afin de freiner la réévaluation de leur monnaie. A la suite de ces interventions, les objectifs relatifs à la masse monétaire fixés dans ces pays n'ont pu être atteints, ce qui a augmenté l'insécurité du marché.

Ce dernier a ressenti lentement tout d'abord, mais avec toujours plus d'acuité, les différences dans l'évolution des taux d'inflation enregistrés par les divers pays. Si le taux a baissé aux Etats-Unis depuis le début de cette décennie, il s'inscrivait encore à 6,5% en 1977, puis est monté l'année suivante. En revanche, la République fédérale d'Allemagne, le Japon et la Suisse ont remporté de grands succès dans la lutte contre l'inflation. Le taux moyen en 1977 s'est chiffré à 3,9% en Allemagne, à 8% encore au Japon et à 1,5% en Suisse. Chacun de ces trois pays, mais surtout le Japon, pouvait s'attendre alors à une nouvelle baisse de taux.

De ce fait, les perspectives du dollar ont été jugées mauvaises, ce qui a entraîné la baisse de l'automne dernier.

En renforçant leurs mesures anti-inflationnistes, le 1er novembre, les autorités américaines ont voulu rétablir la confiance dans leur politique monétaire et, par conséquent, dans le dollar. Il est malaisé d'estimer le changement qu'a subi la politique monétaire des Etats-Unis. Une interprétation des dernières données relatives à la masse monétaire est difficile, car des mesures techniques et législatives ont modifié le système américain des paiements. Cependant, l'évolution de toutes les statistiques monétaires durant ces derniers mois montre que la politique des autorités est devenue plus restrictive que précédemment.

Comme l'a prouvé l'évolution monétaire en 1978, les pays pour lesquels le commerce extérieur joue un rôle important ne peuvent éviter que soit limitée, même dans un système de changes flexibles, l'autonomie de leur politique monétaire. Aussitôt qu'un pays industrialisé important a modifié les priorités de sa politique monétaire et que le marché en a pris conscience, les autorités monétaires de ses partenaires commerciaux doivent réagir si elles veulent éviter que la capacité concurrentielle de l'économie nationale ne s'affaiblisse. Il y a lieu de tenir compte de ce fait en examinant l'évolution monétaire dans les pays dont la monnaie est forte. Afin de maintenir des relations de change adéquates, la République fédérale d'Allemagne, le Japon et la Suisse ont dû s'écarter de leurs conceptions antérieures de politique monétaire. En République fédérale d'Allemagne, l'expansion monétaire qui a commencé au début de 1978 s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année. Par rapport à la période correspondante de 1977, la masse monétaire M_1 s'est accrue de 12,5% durant les onze premiers mois de l'année, la masse monétaire M_2 d'environ 14%, et la masse monétaire M_3 de 11,5% en chiffre rond. Les moyens de paiement créés par l'institut d'émission ont augmenté de 8,5%, alors que l'objectif fixé était de 8%. Pour 1979, la Banque fédérale d'Allemagne s'est fixé de nouveau un objectif relatif à la masse monétaire. Du quatrième trimestre de 1978 à la période correspondante de 1979, les moyens de paiements qu'elle crée doivent augmenter dans des proportions allant de 6% à 9%. Depuis le mois d'octobre, la Banque fédérale a pris une série de mesures restrictives. Des dispositions ont encore été adoptées au mois de janvier, avec une majoration des taux des avances sur nantissement et des réserves minimales.

Le troisième pays à monnaie forte ne mène pas de politique de la masse monétaire à proprement parler: les autorités japonaises s'efforcent de contrôler l'évolution monétaire en limitant le crédit. En 1977, l'accroissement moyen de la masse monétaire M_1 s'est inscrit à 7%. Ainsi, les autorités monétaires ont créé les conditions permettant que le renchérissement se ralentisse. Le taux d'inflation a passé de 8% en 1977 à 3,8% en 1978. L'accroissement de la masse monétaire M_1 , en 1978 s'est inscrit, en moyenne, à 10%. Ce taux élevé était dû, comme dans d'autres pays, aux achats massifs de dollars qu'a provoqués la faiblesse de la monnaie américaine.

Le Royaume-Uni fait partie de ce groupe de pays qui ont exprimé l'intention de vouer davantage d'attention à l'évolution des agrégats monétaires. En 1976, il s'était fixé pour la première fois un objectif d'expansion de la masse monétaire. Les autorités ont adopté le même objectif pour l'année suivante. En 1977, l'augmentation moyenne de la masse monétaire M_1 , s'est chiffrée à 13,1%, et celle de la masse monétaire M_2 à 16,3%. Quand l'évolution monétaire a menacé de devenir chaotique, au mois d'octobre 1977, les autorités ont renoncé à leur politique antérieure des changes et ont donné la priorité au contrôle de la masse monétaire. Pendant un certain temps, le cours du change est monté. Les taux d'accroissement de la masse monétaire M_1 , montrent nettement que la Banque d'Angleterre est décidée à contrôler l'expansion monétaire. Du début de 1978 à la fin de l'année, le taux a passé de plus de 20% aux environs de 14%.

4. Perspectives de la conjoncture internationale

Les différentes prévisions relatives à l'évolution économique des pays industrialisés concordent en une large mesure. Dans sa publication du mois de décembre, le Secrétariat de l'OCDE se montre un peu plus optimiste que l'été dernier.

Selon l'OCDE, les divergences qui s'étaient produites en 1978 dans l'évolution conjoncturelle des Etats-Unis d'une part, de l'Europe occidentale et du Japon d'autre part, s'accroîtront cette année. Dans l'ensemble des pays membres de l'OCDE, la croissance passera de 3,5% à 3% en chiffre rond. Il est cependant plus important de considérer la demande de biens de consommation et d'équipement, dont l'évolution varie d'un pays à l'autre, que la croissance économique globale. La demande devrait s'affaiblir aux Etats-Unis et s'accroître en Europe occidentale, ainsi qu'au Japon. Pour la première fois depuis la fin de 1975, l'accroissement de la demande intérieure aux Etats-Unis pourrait atteindre un taux nettement inférieur à ceux de l'Europe occidentale et du Japon. Par rapport à la période correspondante de 1978, ce taux pourrait dépasser 7%, au Japon, au premier semestre et s'inscrire à environ 5% au second semestre. Cette estimation coïncide avec un objectif de 7% pour l'ensemble de l'année. En République fédérale d'Allemagne, le taux d'expansion de la demande intérieure devrait se chiffrer à 5,25% au premier semestre. Par la suite, la majoration de la taxe à la valeur ajoutée devrait entraîner une réduction de la croissance, qui devrait s'inscrire à 4,75% pour l'ensemble de l'année. Aux Etats-Unis, la politique monétaire restrictive devrait provoquer une diminution sensible de la demande intérieure, qui pourrait baisser d'environ 2% par rapport à 1978.

A la suite des fortes variations de change qui se sont produites ces derniers mois, les exportations américaines devraient augmenter et les exportations japonaises, en particulier, devraient diminuer. A long terme, cette évolution devrait permettre de rétablir l'équilibre des balances des revenus dans les différents pays membres de l'OCDE. Selon les prévisions de l'OCDE, le déficit des Etats-Unis

et l'excédent du Japon devraient diminuer de moitié si les rapports de change ne se modifient pas.

Outre l'inflation, qui, malgré un affaiblissement léger en 1978, continue à menacer la plupart des pays, le chômage sera un des principaux problèmes économiques cette année. Après la forte progression du niveau de l'emploi durant le premier semestre de 1978 surtout, le chômage pourrait de nouveau s'accroître dans les plus importants pays industrialisés. Aux Etats-Unis, il s'est stabilisé à un taux de 5,8% à 5,9% depuis quelques mois, car l'offre de travail a augmenté assez fortement. Toutefois, il faut s'attendre à ce que le ralentissement de la croissance dû à la politique économique restrictive fasse baisser le niveau de l'emploi au cours de l'année. L'OCDE craint qu'une augmentation du chômage incite différents Etats à prendre des mesures protectionnistes qui, dans le cas le plus favorable, amélioreraient la situation à court terme sur le marché du travail, mais l'aggravaient à long terme. Selon le Secrétariat de l'OCDE, le taux de chômage dans les pays membres passera de 5,25% à 5,5% du premier au second semestre.

Dans les prévisions qu'elle a publiées au mois de décembre, l'OCDE se basait sur un renchérissement du pétrole de 5% à 6% en 1979. Les majorations de 14,5% que l'OPEP a décidées depuis lors et qui doivent s'effectuer jusqu'au mois d'octobre influenceront évidemment sur l'économie des pays industrialisés. Si les Etats membres de l'OPEP procèdent aux majorations dans la mesure envisagée, les pays industrialisés enregistreront, en moyenne annuelle, un taux d'inflation nettement supérieur aux 6,75% prévus à l'origine. En outre, le fait que certains Etats doivent axer davantage leur politique monétaire sur l'expansion, en raison des troubles survenus sur les marchés des changes, pourrait influencer défavorablement sur le niveau des prix.

B. Conjoncture suisse

1. Consommation privée

Le chiffre d'affaires du commerce de détail, qui reflète l'évolution de la consommation privée, a baissé en 1978, malgré la hausse des salaires. Jusqu'alors, les enquêtes sur la consommation en Suisse avaient montré que, en période de hausse continue des revenus, la consommation augmentait à peu près continuellement. Selon les indications de la CNA, les salaires sont montés en 1978 un peu plus fortement que l'année précédente, la hausse en un an s'inscrivant à 3,4% au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le chiffre d'affaires du commerce de détail n'est monté que de 1,1% au premier semestre, puis est même descendu de 1,3% au second semestre, de sorte que la hausse s'est réduite à 0,5% dans l'ensemble de l'année. Au mois de janvier 1979, la hausse nominale a atteint 4,6%, et la hausse réelle, 3,7%, ce qui était dû peut-être aux soldes.

Beaucoup d'observateurs ont attribué aux variations de change la divergence habituelle entre l'évolution de la consommation et celle des revenus. Selon une enquête de l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, les places de travail ont paru moins sûres que par le passé, en raison de la réévaluation du franc suisse. Cette insécurité a eu pour conséquence que les ménages se sont montrés circonspects dans leur consommation. Toutefois, cette explication ne concorde pas avec les observations faites lors de périodes antérieures d'insécurité.

Il est plus vraisemblable que l'évolution des achats dans les régions frontalières a influé très fortement sur le chiffre d'affaires du commerce de détail. Dans ces régions, les cours du change incitent, selon la situation, soit les étrangers à acheter en Suisse, soit les Suisses à acheter à l'étranger. Il s'est avéré que la forte réévaluation du franc l'an passé a fait baisser considérablement le chiffre d'affaires du commerce de détail suisse dans les régions frontalières. Les perspectives de ventes se sont améliorées ces derniers mois seulement, lorsque le cours du franc s'est stabilisé.

Les achats de touristes étrangers influent également sur le chiffre d'affaires. En 1978, aussi bien le nombre de touristes que le montant de leurs achats ont baissé.

Tout en fléchissant quelque peu, le taux d'accroissement en un an des biens de consommation importés est resté élevé.

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, l'augmentation réelle s'est inscrite à 12,5% au premier semestre de 1978 et à 6,5% au second semestre. Au mois de janvier 1979, cette tendance dégressive s'est poursuivie, mais la baisse s'est ralentie. Le fléchissement enregistré au second semestre était dû surtout aux objets et appareils ménagers, dont l'augmentation ne s'est chiffrée qu'à 0,7%. Les importations d'appareils de radio et de télévision ont diminué de 11,7%, et celles des autres biens de consommation durable, de 4,9%. La demande d'appareils électroniques de divertissement, qui avait repris vigoureusement après la récession, semble maintenant satisfaite en grande partie.

Dans le secteur de l'automobile, la situation est différente. Du premier au second semestre, l'accroissement des importations d'automobiles par rapport à la période correspondante de 1977 s'est accéléré, pour atteindre 13,1% durant la seconde moitié de l'année. Par contre, la progression nominale des ventes effectuées en Suisse s'est ralentie, le taux d'accroissement passant de 10,9% à 7,4%. Cet écart entre les deux statistiques indique une tendance accrue des consommateurs à importer directement leurs voitures. Des données qui permettraient de savoir dans quelle mesure le surplus d'importations a servi à la constitution de stocks font défaut.

Dans le secteur des meubles et de l'aménagement intérieur, le chiffre d'affaires du commerce de détail et la valeur des importations ont évolué aussi de façons divergentes. Cependant, l'écart est moins grand que dans

l'industrie automobile. Selon les enquêtes conjoncturelles, une constitution des stocks a eu lieu durant presque toute l'année. En même temps, les ventes ont fléchi. Il se pourrait aussi que les acheteurs aient importé directement. Le niveau des stocks, excessif selon 60% des entreprises incluses dans l'enquête ERFA, n'est pas dû seulement à la faiblesse de la demande des consommateurs. La baisse des prix à l'importation, que les variations de change ont entraînée, pourrait avoir incité les importateurs à effectuer des achats anticipés.

Il y a lieu d'être optimiste en ce qui concerne les perspectives de la consommation et, surtout, du chiffre d'affaires du commerce de détail pour 1979. En effet, les salaires ont tendance à monter sensiblement. De plus, dix cantons et de nombreuses communes procéderont à des réductions d'impôts, ce qui accroîtra le revenu disponible. La légère hausse des devises depuis l'an passé atténuera la propension des consommateurs à effectuer leurs achats à l'étranger. Les commerçants continueront à réduire les prix des produits qui sont en concurrence directe avec des produits étrangers, ce qui stimulera la consommation. En outre, l'accélération de la construction de logements accroîtra la demande de produits d'aménagement. Outre ces stimulants directs, le niveau extraordinairement bas des taux d'intérêt incitera les consommateurs à augmenter leur demande. La réduction des taux d'intérêt hypothécaires, qui aura lieu dans presque toute la Suisse le 1er juillet, stimulera également la consommation. Les craintes relatives à l'emploi devraient s'atténuer, si bien que la propension à épargner ne devrait en aucun cas augmenter. Le chiffre d'affaires du commerce de détail au mois de janvier, dont la hausse n'est pas due seulement aux soldes, semble confirmer notre hypothèse. Nous ne partageons donc pas l'opinion assez pessimiste sur la consommation qui figure dans le rapport d'experts relatif à la situation économique en 1979 et en 1980.

2. Investissements

Les chiffres relatifs aux promesses de crédits de construction et aux crédits de construction accordés sont très élevés.

a) Construction de logements

La demande de logements varie en fonction de la population. Abstraction faite de l'immigration et du retour au pays de la main-d'œuvre étrangère, elle évolue de façon relativement constante. Par conséquent, les variations que l'on a constatées dans la construction de logements étaient dues en grande partie à l'offre; l'attitude des promoteurs, des différentes entreprises participant à la construction et des bailleurs de fonds joue donc un rôle décisif.

En Suisse également, on explique les fluctuations constatées dans la construction de logements par la théorie dite résiduelle. Des facteurs de production, tels la main-d'œuvre et le crédit, affluent dans un secteur de l'écono-

mie, selon cette théorie, si la demande de ces facteurs est relativement faible dans les autres secteurs. D'après certaines enquêtes, la tendance des banques à placer des fonds sur le marché hypothécaire dépend fortement de la différence entre le taux d'intérêt hypothécaire et le rendement des obligations. L'activité des établissements de crédit dans ce domaine varie en fonction de cet écart. Actuellement, l'écart atteint 1% en chiffre rond, ce qui est considérable. Il est donc compréhensible que les banques fassent, ces derniers temps, des placements hypothécaires importants. L'expérience montre qu'il faut près d'un an pour que l'octroi accéléré de crédits se répercute sur la construction.

Comme la situation sur le marché du crédit hypothécaire s'est améliorée, l'automne dernier surtout, on peut compter sur une accélération sensible de la construction cet été. L'augmentation des permis de construire délivrés dans 92 villes confirme cette supposition. En 1978, le nombre de permis octroyés a atteint 10 983, soit 11,4% de plus qu'un an auparavant. Durant la même année, les promesses de crédit de construction se sont accrues nettement.

Le nombre de logements vacants a baissé de 8679 unités, ce qui devrait stimuler également la construction. Toutefois, les effets de cette diminution ne devraient se déployer qu'avec un retard d'une année à deux ans, car il faut du temps pour préparer et pour exécuter des travaux de construction. Durant le second semestre au plus tard, la construction de logements devrait s'accélérer sensiblement. Les données relatives au mois de janvier confirment aussi cette tendance: par rapport à la période correspondante de 1978, le nombre de logements achevés a augmenté de 28% et celui des permis de construire, de 4,5%. Au quatrième trimestre de 1978, l'augmentation en un an des permis de construire s'était inscrite à 19%.

b) Constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat

De même, le volume de la construction destinée à l'industrie et à l'artisanat semble avoir dépassé, en 1978, celui de l'année précédente; selon les indications du Délégué aux questions conjoncturelles, les projets de constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat ont augmenté de 12%. Au quatrième trimestre de l'an passé, l'octroi de crédits de construction s'est accru aussi dans ce secteur. Les plans de constructions industrielles font supposer que l'accélération de l'activité se concentrera dans la construction d'installations d'exploitation, ainsi que dans les constructions nouvelles et les agrandissements. En effet, les plans relatifs à ces deux catégories de constructions ont augmenté respectivement de 8,0% et de 17% de 1977 à 1978. Comme les cours du change se sont améliorés fortement ces derniers mois et que l'importance accrue accordée aux changes dans la politique monétaire a réduit l'insécurité des perspectives de change, les entreprises devraient réaliser ces prochains temps une plus grande partie de leurs plans que par le passé. Les perspectives économiques favorables dont bénéficient quelques pays d'Europe pourraient renforcer cette tendance.

En résumé, les informations relatives à l'ensemble de la construction font présager que l'activité s'accélénera dans ce secteur.

c) Investissements d'équipement

Depuis 1978, les investissements d'équipement ont augmenté. Les données définitives relatives à l'an passé ne sont pas encore disponibles. Néanmoins, on sait que les importations de biens d'équipement se sont accrues de plus de 20%. Même si les cours de change semblent avoir incité parfois les entreprises à remplacer des biens d'équipement suisses par des produits étrangers, l'ensemble des biens d'équipement paraît avoir augmenté sensiblement. Cette situation est due en partie aux changes favorables dont les acheteurs suisses ont bénéficié en 1977.

Il est très difficile de prévoir comment les investissements d'équipement se développeront cette année. En effet, on ne sait pas jusqu'à quel moment la réévaluation du franc qui s'est produite avant le changement de politique monétaire déploiera ses effets, et à partir de quand ce changement de politique influera sur les investissements. Vraisemblablement, la réévaluation se fera sentir au premier semestre, alors que l'investissement s'accélénera de façon sensible par la suite.

Actuellement, environ 80% de l'appareil de production est utilisé. Au troisième trimestre de 1978, le taux s'inscrivait à 78% dans l'ensemble, à 84% dans l'industrie de l'habillement et à 74% seulement dans l'industrie du caoutchouc et des matières synthétiques. Pendant la haute conjoncture, le taux global atteignait 90% en chiffre rond. Cette comparaison montre qu'il ne faut pas compter, à court terme, sur une hausse fulgurante des investissements d'équipement. En outre, l'insécurité relative aux perspectives économiques à moyen terme pourrait inciter les entreprises à observer une certaine circonspection dans leurs investissements. Toutefois, la situation pourrait se modifier rapidement si l'essor économique en Europe s'avérait plus fort que prévu et si les autorités monétaires poursuivaient leur politique visant à stabiliser les changes.

La nécessité de rationaliser la production pourrait stimuler les investissements d'équipement. Le cours élevé du franc et les progrès de la technologie, en particulier dans le secteur de l'électronique, continuent d'accélérer les investissements de rationalisation. Cette prévision n'est pas en contradiction avec le fait que, ces dernières années, la part des investissements d'équipement au produit national brut a diminué. En effet, la période pendant laquelle ce rapport était plus favorable comportait surtout les années où l'on considérait comme infondée la crainte que l'appareil suisse de production ne devienne vétuste, en raison de l'afflux de travailleurs étrangers. Ces réflexions nécessitent une analyse approfondie du rapport entre la rationalisation et l'emploi; l'OFIAMT en est chargée.

3. Commerce extérieur

L'an passé, l'accroissement des exportations suisses s'est ralenti. Comme le cours du franc est monté durant la même période, on est tenté d'établir une relation entre les deux phénomènes. Si cette double évolution n'avait pas coïncidé avec un fléchissement de la croissance économique à l'étranger, ce lien de causalité pourrait être admis. Toutefois, la situation effective nécessite une explication différenciée.

Des études empiriques ont montré que les exportations suisses dépendent fortement de la conjoncture, mais peu des prix. En outre, on sait que le cycle conjoncturel des exportations suisses retarde de six mois à un an sur celui de l'économie mondiale. A l'exception de quelques produits chimiques et textiles, l'industrie suisse fabrique en effet surtout des biens qui, tels les produits d'équipement, ne sont guère commandés au début d'une reprise conjoncturelle, et des biens, tels les machines, pour lesquels les délais de livraison sont assez longs. Si l'on admet que ces caractéristiques persistent dans un système de changes flexibles, il faut attribuer en grande partie le rythme des exportations suisses l'an passé au fléchissement que la conjoncture internationale a subi à la fin de 1977 et au début de 1978.

Une analyse des exportations, ventilées selon les pays et selon les catégories de produits, confirme cette thèse. Il est frappant que le taux d'accroissement des exportations ait baissé surtout par rapport aux pays, tels l'Italie, l'Autriche et les Pays-Bas, dans lesquels la croissance économique s'est affaiblie.

En revanche, les exportations destinées aux pays comme le Royaume-Uni et le Japon, dans lesquels la croissance économique s'est accélérée, ont augmenté à un rythme soutenu l'an passé. Par contre, les statistiques des ventes suisses à l'étranger n'indiquent pas de corrélation entre l'ampleur des exportations et l'évolution de la monnaie dans les différents pays. Ainsi, les exportations destinées au Japon et au Royaume-Uni se sont accrues fortement, tandis que les livraisons en Autriche et en Italie ont diminué de manière sensible. Si le rythme des exportations l'an passé était dû en partie seulement à l'évolution des changes, il faut remarquer que les acheteurs étrangers ont considéré souvent comme passagère la réévaluation extrême du franc, et que la hausse du cours a donc peu influencé leur demande. D'autre part, la structure de nos exportations a obligé la clientèle étrangère à accepter, en partie tout au moins, le renchérissement occasionné par la réévaluation. Lorsque l'industrie suisse n'est pas parvenue à ce résultat, elle a dû faire des concessions considérables sur le prix, afin de défendre sa position sur le marché.

L'accumulation de facteurs défavorables a provoqué l'évolution observée l'automne dernier. Ainsi, la réévaluation extrême du franc a eu lieu durant une phase conjoncturelle où la demande de produits suisses était très faible. Comme les acheteurs étrangers se sont montrés circonspects en raison de la réévaluation constante du franc

et ont attendu vraisemblablement, pour passer commande, que la relation de change s'améliore, l'industrie d'exportation s'est trouvée tout à coup dans une situation sans issue.

Par la suite, le calme est revenu. Les acheteurs étrangers ont cessé de spéculer sur un changement de cours pour passer commande et la conjoncture s'est améliorée à l'étranger. L'hypothèse la plus favorable contenue dans le rapport d'experts nous paraît donc réaliste. Selon cette hypothèse, l'augmentation réelle des exportations en 1979 devrait atteindre le niveau de l'an passé, soit environ 5%.

4. Tourisme

Le nombre de nuitées a diminué de 2,8% en 1978; la clientèle étrangère a décru de 4,7% et la clientèle suisse, de 0,1%. Ce résultat défavorable est dû surtout à l'évolution des changes et aux conditions météorologiques.

Les hôteliers estiment que la saison d'hiver a été plutôt mauvaise. Selon les premières données disponibles, le nombre de nuitées a diminué d'environ 16% au mois de janvier. En revanche, le rythme des réservations pour l'été prochain paraît soutenu.

5. Budgets des collectivités publiques pour 1979

Les budgets des pouvoirs publics ne donneront pas de fortes impulsions à l'économie ces prochaines années. Pour la Confédération, il y aura lieu d'atteindre l'équilibre budgétaire au début des années quatre-vingt au plus tard. Par ailleurs, l'infrastructure des communes a atteint un niveau qui fait paraître invraisemblable une augmentation sensible des investissements dans un proche avenir.

En élaborant leur budget pour 1979, la Confédération, les cantons et les communes devaient tenir compte des nécessités conjoncturelles à court terme et de la politique financière à moyen terme. Dans le cadre de cette politique, les pouvoirs publics doivent éliminer les déséquilibres budgétaires, c'est-à-dire adapter leurs dépenses aux recettes fiscales, dont l'augmentation s'est ralentie à la suite du fléchissement de l'activité économique. Dans les communes et dans une grande partie des cantons, l'équilibre est déjà réalisé, alors que la Confédération n'a pas encore atteint cet objectif. En se procurant de nouvelles recettes par une réforme fiscale et en réduisant l'accroissement de ses dépenses, elle entend y parvenir graduellement.

Le budget de la Confédération pour 1979 prévoit une augmentation plus rapide des dépenses que des recettes. Les dépenses s'accroîtront de 2,2%, ou de 361 millions de francs, pour s'inscrire à 16,1 milliards. A cet égard, la part des recettes fédérales qui est attribuée aux cantons joue un rôle important. Après que les mesures financières prises en 1977 eurent réduit cette part de 15% pour un an, les cantons reçoivent de nouveau le montant fixé par la loi. En raison des pertes de change, la garantie contre les

risques à l'exportation entraîne aussi des dépenses accrues. Le budget de la Confédération prévoit une légère réduction des investissements, des subventions destinées à des investissements, ainsi que des prêts et participations. Ces dépenses doivent diminuer de 2%, pour s'inscrire à 2,4 milliards de francs. Ainsi, elles se chiffrent à 14,6% des dépenses totales, contre 15% en 1978.

Les recettes de la Confédération ne devraient augmenter que de 224 millions de francs, ou de 1,5%, pour s'inscrire à 15,3 milliards de francs. Sur cette somme, 150 millions de francs proviennent des PTT, qui, pour la première fois depuis 1969, procureront un bénéfice à la Caisse fédérale. En raison de la conjoncture, l'augmentation des recettes fiscales pourrait être un peu plus faible qu'antérieurement.

Les budgets des cantons et des communes également prévoient une augmentation des dépenses moins forte que par le passé. Les recettes des communes progresseront de 2,1%, et celles des cantons, de 5,1%. Les dépenses des communes s'accroîtront de 2,1%, et celles des cantons, de 2,8%.

Par rapport aux budgets de 1978, les dépenses de la Confédération, des cantons et des communes augmenteront, déduction faite des comptes doubles, de 1059 millions de francs ou de 2,4%. Comme le renchérissement de la consommation publique en 1979 est estimé à 1,5%, et celui de la construction, à 3,5%, les dépenses publiques s'accroîtront légèrement, en valeur réelle.

Le déficit budgétaire de la Confédération, des cantons et des communes s'inscrit à 2,1 milliards de francs pour 1979, ce qui semble élevé par rapport aux comptes. Comme l'année précédente, environ 5% des dépenses ne sont pas couvertes par des recettes courantes. En 1977, le taux correspondant se chiffrait encore à 9%. Au budget de la Confédération, le solde négatif atteint 1,3 milliard de francs, soit 60% du déficit total, alors que les budgets des communes sont équilibrés dans l'ensemble. La situation du secteur public paraît donc se normaliser graduellement et l'équilibre semble bientôt réalisé. A moyen terme, cette normalisation devrait exercer une influence bénéfique sur les investissements, car l'économie est convaincue de plus en plus qu'elle ne doit pas appréhender des majorations d'impôts importantes dans un proche avenir. En examinant les finances publiques depuis le milieu des années soixante, on constate que le déficit n'était pas dû à la faiblesse de l'augmentation des recettes fiscales, mais qu'il provenait de la forte croissance de la population et de l'inflation. Comme la croissance de la population et l'inflation ont à peu près cessé, les dépenses et les recettes se développeront environ au même rythme ces prochains temps. On ne peut que souhaiter que le budget de la Confédération retrouve son équilibre.

6. Produit national et marché du travail

Les facteurs de la demande semblent évoluer de façon favorable, le produit intérieur brut et les importations augmenteront sans doute plus fortement que l'on ne s'y attendait l'automne dernier. En raison de la stabilisation des changes, les perspectives de croissance se sont améliorées.

Sur le marché du travail, la situation commence à se normaliser. Le nombre de chômeurs complets a diminué au mois de février, pour s'inscrire à environ 15 000. Quant au nombre de chômeurs partiels, il paraît avoir décliné moins fortement.

Dans un aperçu de la situation et des perspectives économiques, les prix et les salaires jouent un rôle non négligeable. La tendance au renchérissement est indéniable. Au mois de février, l'indice des prix à la consommation est monté de 1% par rapport au mois précédent et de 2,1% par rapport à la période correspondante de 1978. La hausse était due à l'évolution des coûts, tels ceux de l'essence et du mazout, mais aussi à d'autres facteurs.

7. Marché des capitaux

Il est frappant que, dans la phase économique actuelle, les taux d'intérêt du marché financier et non ceux du marché monétaire aient tendance à monter. Ce processus ne s'explique pas facilement, à moins d'admettre que la prise en considération du renchérissement ait joué un rôle déterminant. Le taux de 2 3/4% ne semble plus correspondre aux circonstances actuelles. La Banque nationale a encore réussi à placer avec succès l'emprunt fédéral de 250 millions de francs à ce taux, au prix d'émission assez élevé de 100,50% et pour une durée de 12 ans. Dans une situation difficile, la Confédération reste donc le débiteur le plus estimé. Si les débiteurs devaient offrir un intérêt de 3% et réduire la durée des emprunts, comme il faut le supposer, la Confédération devrait se soumettre aussi à cette tendance. La Banque nationale s'efforce de ralentir cette évolution et de contribuer à un nouvel équilibre du marché. Une forte hausse des taux d'intérêt ne se justifie pas, même si l'on tient compte du renchérissement, car les disponibilités bancaires et l'offre de capitaux sont très abondantes. Le cas échéant, il faudra réduire la durée des emprunts, comme l'an passé, sans porter préjudice à l'émission d'obligations de caisse.

De la mi-décembre à la première décade du mois de janvier, le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 3,04% à 2,98%. Par la suite, il est monté à 3,08%. En examinant cette évolution, il faut tenir compte du fait que les titres pris en considération dans le calcul du rendement ont été modifiés au début de l'année; seuls les emprunts dont la durée restant à courir va de 5 à 12 ans sont inclus dans cette statistique.

En résumé, l'évolution du marché financier mérite toute notre attention. La Banque nationale s'efforcera d'em-

pêcher que ce secteur n'ait une influence conjoncturelle défavorable, en particulier sur les prix.

C. Situation monétaire

Depuis la dernière séance du Conseil de banque, qui a eu lieu au mois de décembre, les marchés des changes se sont apaisés. Le niveau des cours et l'ampleur des variations, qui avaient posé tant de problèmes à l'économie suisse, sont moins préoccupants que l'an passé.

Le raffermissement du dollar, dû aux mesures prises par les Etats-Unis le 1er novembre, a contribué de façon prépondérante au retour au calme sur le marché suisse. La méfiance internationale à l'égard de la monnaie américaine, qui a atteint son point culminant au mois de septembre, semble disparue. En raison de cette évolution, les monnaies européennes se sont stabilisées. A cet égard, les conventions relatives au Système monétaire européen (SME) ont joué aussi un certain rôle. Si des divergences de vues concernant la politique agricole ont retardé l'entrée en vigueur des conventions, les banques centrales des pays intéressés ont adopté déjà une attitude conforme aux accords.

Le calme qui est revenu sur les marchés des changes a profité à l'économie suisse, le cours du franc s'étant normalisé par rapport aux principales monnaies. Depuis qu'il a atteint son point maximal, au mois de septembre, il a baissé non seulement par rapport au mark et au dollar, mais de façon générale. Compte tenu des différences internationales dans l'évolution des prix, il correspond à peu près, par rapport à la moyenne des principales monnaies, au niveau atteint il y a un an. S'il ne satisfait pas encore les vœux de toute l'économie suisse,

son évolution depuis l'automne dernier ouvre des perspectives nettement meilleures que par le passé.

L'affaiblissement et la stabilisation du cours étaient dus à un changement de priorité dans la politique monétaire. Depuis le début du mois d'octobre, la Banque nationale a accru de plusieurs milliards de francs la base monétaire. La masse monétaire M_1 a augmenté dans des proportions analogues. En raison des menaces que faisait peser l'évolution des changes au mois de septembre, ce changement de priorité était indispensable. Jusqu'à maintenant, il n'a pas eu de conséquences inflationnistes, car les effets déflationnistes de changes excessivement élevés ont compensé les impulsions inflationnistes qui pourraient résulter de cet approvisionnement très abondant en monnaie.

L'évolution sur le marché monétaire, ainsi que le renchérissement de certains produits et de diverses prestations suisses qui ont eu lieu entre-temps mettent en danger la stabilité des prix. En outre, la baisse et la stabilisation du franc ont pour conséquence que non seulement le renchérissement du pétrole, mais aussi la hausse générale du niveau des prix à l'étranger se répercutent sur le marché suisse et affaiblissent la pression de la concurrence étrangère. Dans ces conditions, les prix de gros et les prix à la consommation sont montés sensiblement ces derniers temps.

La Banque nationale doit donc se montrer très circonspecte dans sa politique monétaire. Ces prochains temps, elle devra utiliser les possibilités que lui donnent les forces du marché de réduire prudemment l'excédent de disponibilités. Si des perturbations devaient se produire de nouveau sur le marché des changes, elle empêcherait une hausse injustifiée du franc en effectuant, le cas échéant, des achats massifs de devises.