

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale
remis au Conseil de banque
pour sa séance du 19 décembre 1980

Le rapport, achevé à la fin du mois de novembre, se fonde avant tout sur des informations publiées du mois d'août au mois d'octobre.

A. Conjoncture dans les principaux pays industrialisés

1. Conjoncture générale

Le ralentissement de l'activité économique, apparu aux Etats-Unis et au Royaume-Uni surtout pendant le deuxième trimestre, s'est étendu à d'autres pays industrialisés durant le trimestre suivant. Même au Japon, un retournement de la conjoncture a commencé à se manifester. En revanche, l'activité s'est de nouveau accélérée aux Etats-Unis depuis le mois d'août. Toutefois, la forte hausse des taux d'intérêt qui s'est produite au quatrième trimestre pourrait interrompre cette reprise.

Bien que la croissance économique se soit réduite parfois sensiblement et que les taux de chômage soient montés de manière très nette, on ne s'attend pas à un affaiblissement conjoncturel comparable à celui de 1974 et 1975. Dans la zone de l'OCDE, l'augmentation du produit national brut réel a passé, selon les estimations, de 3,3% en 1979 à 1,2% cette année et pourrait être légèrement inférieure à ce taux l'an prochain. Si le ralentissement de la conjoncture est plus modéré qu'au cours du cycle précédent, il faut l'attribuer au niveau des stocks, moins excessif qu'il y a cinq ans. Le ralentissement actuel est dû avant tout à l'évolution de la consommation et non à une forte réduction des investissements. Il a été provoqué principalement par les majorations du prix du pétrole, dont les effets négatifs sur la conjoncture ont été renforcés par des politiques économiques restrictives. Dans quelques pays, les autorités espèrent que la récession fera baisser le taux d'inflation et améliorera la balance des revenus.

2. Evolution et perspectives conjoncturelles dans différents pays

Aux *Etats-Unis*, le produit national brut réel a augmenté de 0,9% au troisième trimestre. L'accélération sensible de la demande intérieure a stimulé la conjoncture. Le chiffre d'affaires du commerce de détail, en particulier dans le domaine des biens durables de consommation, est monté depuis le mois d'août. L'indice composé des indicateurs économiques avancés a progressé en septembre pour le quatrième mois consécutif. D'autres signes d'amélioration apparaissent tels que l'accroissement notable des entrées de commandes et le meilleur degré d'utilisation de l'appareil de production. L'augmentation de la production industrielle s'est chiffrée à 1% au mois de septembre. Dans l'industrie de la construction, la reprise a commencé durant l'été déjà.

La récession n'a pas eu d'effets durables sur le taux d'inflation. Après avoir diminué quelque peu au mois de juillet, le renchérissement s'est accru dès le mois d'août. Au mois d'octobre, l'indice des prix à la consom-

mation était en hausse d'environ 13% par rapport à l'année précédente. Au cours du même mois, le taux de chômage a atteint 7,6%, malgré l'accélération de la conjoncture. Le produit national brut réel, qui avait augmenté de 2,3% en 1979, pourrait avoir diminué de 0,6% cette année. Pour 1981, l'OCDE prévoit une croissance économique de 1%.

En *République fédérale d'Allemagne*, la conjoncture s'est détériorée sensiblement depuis le mois d'août. Le produit national brut réel, qui avait augmenté à un rythme annuel de 2,8% au premier semestre, a probablement diminué de 2,5% au second. La production industrielle a fléchi; à la fin du mois d'août, elle était inférieure de 0,8% au niveau observé durant la période correspondante de 1979. Les entrées de commandes, en particulier celles de l'étranger, ont diminué de 2% du mois de juillet au mois d'août. En volume, le chiffre d'affaires du commerce de détail a baissé de 4% au mois d'août. Durant les huit premiers mois de l'année, il a dépassé quelque peu le chiffre correspondant de 1979.

Le fléchissement de la conjoncture internationale a influé fortement sur l'économie allemande. Au mois d'août, la balance commerciale s'est soldée, pour la première fois en 1980, par un déficit, qui s'est chiffré à 100 millions de marks. Pour les huit premiers mois de l'année, l'excédent commercial s'est inscrit à 4,5 milliards de marks, contre 16,5 milliards durant la période correspondante de 1979. Le déficit de la balance des revenus a été une source de préoccupations: il a été en effet nettement supérieur aux prévisions puisqu'il a dépassé 21 milliards de marks au cours des huit premiers mois de l'année. Pendant la même période de 1979, il s'était chiffré à 6 milliards de marks. Sur l'ensemble de l'année en cours, il pourrait atteindre entre 25 et 30 milliards de marks.

La politique monétaire restrictive et le ralentissement de la conjoncture ont tempéré l'évolution des prix. Aux mois d'août et de septembre, le taux d'inflation s'est stabilisé aux environs de 5%. Par contre, le taux de chômage est monté, passant de 3,5% au mois de septembre à 3,8% au mois d'octobre. À la fin de l'année, il pourrait atteindre 4% en chiffre rond. L'OCDE s'attend à une légère hausse de ce taux en 1981.

En raison de l'évolution récente de la conjoncture, les autorités ont révisé à la baisse leurs prévisions relatives à la croissance du produit national brut réel en 1980. Alors que le taux envisagé tout d'abord était de 2,5%, le taux effectif ne devrait pas dépasser 2%. Comme on ne peut guère envisager une reprise pour le début de l'an prochain déjà, il faut s'attendre à une stagnation en 1981. Par ailleurs, on prévoit une baisse de 1% du taux d'inflation.

Au *Royaume-Uni*, la récession s'est accentuée. Le produit intérieur brut réel a diminué à un rythme annuel de 1,2% au premier semestre, et de 6% environ au second. La production industrielle a baissé fortement; à la fin du mois d'août, elle était au même niveau qu'il y a

cinq ans. Pour le second semestre, on prévoit une diminution de la consommation de 4%, par rapport à la période correspondante de 1979. Les dépenses publiques, qui avaient augmenté de 0,5% au premier semestre, pourraient fléchir de 2% au second semestre.

En raison de la diminution des importations qu'a entraînée la récession, la balance des revenus s'est améliorée. Elle se soldera cette année par un excédent d'environ 3,3 milliards de dollars, après avoir accusé un déficit de 3,9 milliards en 1979. Le surplus n'est vraisemblablement que passager. Le cours élevé de la livre et le fléchissement général de la conjoncture en Europe occidentale auront tendance à freiner les exportations britanniques. Pour 1981, l'OCDE prévoit que la balance des revenus se soldera par un excédent de 1 milliard de dollars en chiffre rond.

A la suite du fléchissement conjoncturel, le niveau de l'emploi a baissé. Au mois d'août, le nombre de chômeurs s'inscrivait à 2 millions. La politique monétaire restrictive que les autorités ont menée au début de l'année a commencé d'exercer ses effets sur les prix. Après que le taux annuel du renchérissement fut monté au-dessus de 20% au commencement de l'été, il est descendu à 15,9% au mois de septembre. Le succès de la lutte contre l'inflation dépendra notamment des hausses de salaires que prévoieront les conventions collectives du secteur public et des entreprises nationalisées.

Pour l'an prochain comme pour cette année, l'OCDE prévoit une diminution réelle du produit intérieur brut.

En France également, la conjoncture s'est ralentie. Au second semestre, le produit intérieur brut réel ne paraît pas devoir augmenter de plus de 0,6% par rapport au premier semestre. Au mois d'août, la production industrielle était en baisse de 3% par rapport à l'année précédente. La demande évolue de manière analogue. Les ménages manifestent une plus grande retenue dans leur consommation, et les entreprises font de même dans leurs investissements. Le nombre de chômeurs a atteint le record absolu de 1,5 million. Toutefois, la forte augmentation enregistrée résultait partiellement de variations saisonnières. Abstraction faite de ces variations, le taux de chômage a passé de 6,6% au mois d'août à 6,5% au mois de septembre.

Le fléchissement de l'inflation, que le gouvernement avait prévu pour le second semestre, n'a pas eu lieu; du mois de septembre au mois d'octobre, le renchérissement s'est de nouveau accéléré. Le ralentissement observé aux mois de mai et de juin, où l'on avait enregistré une hausse mensuelle des prix de 0,9% et de 0,6%, a cessé au mois de juillet, le taux montant à 1,5%. Depuis lors, il s'est inscrit à 1% en moyenne. Il s'est chiffré à 1,1% au mois d'octobre, de sorte que la hausse a atteint 11,9% pour les dix premiers mois de l'année. Si l'évolution actuelle se poursuit, il n'est pas exclu que le taux annuel de renchérissement s'élève à 14% au mois de décembre.

Le ralentissement de la conjoncture à l'étranger a influé fortement sur les exportations françaises, en particulier dans le domaine de l'automobile. Durant les neuf premiers mois de l'année, la balance commerciale a accusé un déficit de 46 milliards de francs en chiffre rond, alors que celui-ci s'était inscrit à 6 milliards un an auparavant. Le déficit de la balance des revenus s'est monté à 22,5 milliards de francs.

Le produit national brut réel a probablement augmenté d'environ 1,6% cette année. En recourant à certaines mesures fiscales, en particulier à des réductions d'impôts, le gouvernement se propose de réaliser une croissance de 2,2% du produit intérieur brut l'an prochain. Sans ces mesures, la progression ne serait que de 1,6%, selon les autorités. Les prévisions de l'OCDE sont un peu moins optimistes, celle-ci envisageant un taux de 1,1%.

Au troisième trimestre, l'Italie a connu des problèmes économiques, politiques et sociaux particulièrement difficiles. Le changement de gouvernement intervenu au mois de septembre a eu lieu durant une période déjà peu favorable sur le plan économique. Le produit intérieur brut réel, qui a augmenté à un rythme annuel de 6,4% au premier semestre, semble avoir reculé de 3,6% durant le reste de l'année. La production industrielle a diminué; au mois d'août, elle était inférieure de 5,2% à son niveau de l'année précédente. Depuis l'été, les composantes intérieures et extérieures de la demande faiblissent. Si le ralentissement de la conjoncture étrangère joue un rôle prépondérant à cet égard, l'influence d'une politique monétaire de plus en plus restrictive et de la progression fiscale à froid n'est pas négligeable. Le taux de renchérissement est monté légèrement pendant le troisième trimestre, pour s'inscrire à 21,5% au mois de septembre. Ainsi, parmi les pays industrialisés, l'Italie enregistre de nouveau l'inflation la plus forte.

Les échanges avec l'étranger se sont aussi détériorés. Contrairement aux importations, les exportations n'ont guère augmenté cette année. Durant les huit premiers mois de 1980, le déficit de la balance commerciale a atteint environ le double du montant enregistré au cours de toute l'année précédente. En 1980, il devrait s'élever à environ 20 milliards de lires. De plus, la balance des revenus a été déficitaire tout au long de l'année, sauf au mois de juillet.

Pour 1980, l'OCDE s'attendait à une croissance réelle du produit intérieur brut de 2% en chiffre rond. A la suite de l'expansion vigoureuse enregistrée au premier semestre, elle a révisé ses prévisions, portant le taux à 3,7%.

La situation économique de l'Italie risque de se détériorer l'an prochain. L'OCDE s'attend à une diminution de 1% du produit intérieur brut. Malgré cela, il ne faut guère espérer une diminution du renchérissement.

Au Japon également, des signes de fléchissement conjoncturel se sont manifestés durant l'été. Le produit

national brut réel a augmenté au premier semestre à un rythme annuel de 5,5%, mais il ne devrait s'accroître que de 3,1% au second semestre.

Pour la première fois depuis quinze mois, la balance commerciale s'est soldée par un excédent, dû au ralentissement de la demande intérieure, et à la dévaluation du yen qui s'est produite en 1979 et au début de 1980. Le déficit de la balance des revenus paraît se réduire plus rapidement qu'on ne s'y attendait. Il devrait diminuer de moitié en 1981 et s'inscrire à environ 6,5 milliards de dollars.

Durant la période examinée, la situation a été relativement stable sur le marché du travail. Si le nombre de

chômeurs a dépassé un million au cours de l'été, le taux de chômage a diminué quelque peu, pour se chiffrer à 2% au mois de septembre. La modération remarquable des revendications salariales a facilité la lutte contre l'inflation. Avec un taux de 8,9% au mois de septembre, la hausse annuelle des prix à la consommation était encore élevée; elle demeurait néanmoins inférieure à la moyenne enregistrée dans les principaux pays industrialisés. Les prix de gros ont évolué de manière plus favorable que les prix à la consommation; le rythme de leur hausse s'étant nettement ralenti. En ce qui concerne la croissance réelle du produit national brut, l'OCDE l'estime à 5% en chiffre rond pour cette année. Par contre, elle pourrait baisser à 3,8% l'an prochain.

Indicateurs de la conjoncture étrangère

Prix à la consommation (variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

| Pays | 1978 | 1979 | 1980 | | | | |
|----------------|------|------|-----------|----------|-------|------|-------|
| | | | 1er trim. | 2e trim. | juil. | août | sept. |
| Etats-Unis | 7,7 | 11,3 | 14,3 | 14,3 | 13,2 | 12,8 | 12,7 |
| Allemagne féd. | 2,7 | 4,1 | 5,5 | 5,9 | 5,5 | 5,5 | 5,3 |
| Royaume-Uni | 8,3 | 13,4 | 19,5 | 22,3 | 16,9 | 16,3 | 15,9 |
| France | 9,1 | 10,8 | 13,3 | 13,6 | 13,6 | 13,6 | 13,6 |
| Italie | 12,1 | 14,8 | 21,4 | 20,9 | 21,6 | 22,0 | 21,5 |
| Japon | 3,8 | 3,6 | 7,3 | 8,1 | 7,7 | 8,7 | 8,9 |

Taux de chômage (corrigés des variations saisonnières)

| Pays | 1978 | 1979 | 1980 | | | | |
|----------------|-------|-------|-----------|----------|-------|-------|-------|
| | | | 1er trim. | 2e trim. | juil. | août | sept. |
| Etats-Unis | 5,9 | 5,7 | 6,0 | 7,3 | 7,8 | 7,6 | 7,5 |
| Allemagne féd. | 3,5a) | 3,2a) | 3,4a) | 3,8a) | 3,7a) | 3,9a) | 4,0a) |
| Royaume-Uni | 6,1a) | 5,8a) | 6,1a) | 6,9a) | 6,5a) | 6,9a) | 7,3a) |
| France | 5,2a) | 5,9a) | 6,0a) | 6,3a) | 6,7a) | 6,6a) | 6,5a) |
| Italie | 8,3 | 7,4 | 7,8 | 7,5 | 7,5 | - | - |
| Japon | 2,0 | 2,2 | 1,8 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 2,0 |

a) estimations de l'OCDE

Produit national brut (variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

| Pays | 1978 | 1979 | 1980 | | | |
|----------------|------|------|-----------|----------|------|------|
| | | | 1er trim. | 2e trim. | a) | a) |
| Etats-Unis | 4,4 | 2,3 | 0,9 | -0,9 | -0,6 | 1,0 |
| Allemagne féd. | 3,5 | 4,5 | 5,8 | 1,5 | 1,8 | -0,1 |
| Royaume-Uni b) | 3,3 | 1,5 | 1,0 | -4,0 | -2,3 | -2,1 |
| France b) | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 2,6 | 1,6 | 1,1 |
| Italie b) | 2,6 | 5,0 | 6,5 | 6,4 | 3,7 | -1,0 |
| Japon | 5,6 | 5,9 | 6,4 | 5,3 | 5,1 | 3,8 |

a) estimations de l'OCDE

b) produit intérieur brut

Source: OCDE

Balance des revenus (en milliards de dollars, corrigée des variations saisonnières)

| Pays | 1978 | 1979 | 1980 | | | |
|----------------|-------|------|----------|------------|-------|-------|
| | | | 1er sem. | 2e sem. a) | a) | a) |
| Etats-Unis | -13,5 | -0,8 | -5,1 | 5,6 | 0,5 | 12,5 |
| Allemagne féd. | 8,8 | -5,5 | -7,3 | -8,8 | -16,1 | -10,0 |
| Royaume-Uni | 1,8 | -3,9 | -0,5 | 3,7 | 3,3 | 1,0 |
| France | 3,7 | 1,2 | -3,9 | -5,1 | -9,0 | -7,0 |
| Italie | 6,4 | 5,1 | -2,3 | -2,0 | -4,3 | 0 |
| Japon | 16,5 | -8,8 | -9,2 | -4,7 | -13,9 | -6,5 |

3. Evolution monétaire

Plusieurs pays ont dû adapter leur politique monétaire à l'évolution de la conjoncture ou à la situation monétaire. Dans certains cas, les autorités ont renforcé leurs mesures restrictives; dans d'autres, elles les ont assouplies sensiblement.

Aux *Etats-Unis*, la politique monétaire a été moins restrictive au troisième trimestre qu'au premier semestre.

Depuis le mois de juillet, la croissance de la masse monétaire s'est accélérée. La masse monétaire M_{1B} , qui avait augmenté à un rythme annuel d'environ 2% au premier trimestre, s'est accrue de 16% du mois de juillet au mois d'octobre, par rapport à la période correspondante de 1979.

La cause principale de cette accélération est la reprise économique récente et l'augmentation de la base monétaire. La demande de crédits commerciaux et in-

dustriels, qui avait diminué au deuxième trimestre, a progressé depuis le mois de juillet. Grâce à des disponibilités relativement abondantes, les banques ont pu satisfaire tout d'abord cette demande, sans que de fortes tensions ne se produisent sur le marché monétaire. Cependant, la situation s'est modifiée depuis le mois d'août; les banques ont épuisé leur excédent de liquidité et ont dû recourir de plus en plus aux crédits de l'institut d'émission. Les taux d'intérêt ont commencé à monter. Le taux des fonds fédéraux, qui avait oscillé aux environs de 9% pendant le mois de juillet, s'est élevé à partir de la mi-août, pour atteindre 15% au mois de novembre. En même temps, les banques ont porté de 11% à 14,5% le taux accordé à leurs débiteurs de premier ordre. Le taux de l'escompte a passé de 10% à 11% au mois de septembre et à 12% à la mi-novembre.

Le Système de Réserve Fédérale a l'intention de limiter encore l'accroissement de la masse monétaire. Du troisième au quatrième trimestre, il a abaissé de 9% à 6,5% son objectif d'expansion annuelle de la masse monétaire M_{1B} . S'il atteint son but, la progression moyenne ne dépassera pas 6,5% en 1980. Ce taux est toutefois à la limite supérieure de la marge de 4% à 6,5% qui a été choisie comme objectif en automne 1979. Le Système de Réserve Fédérale entend continuer, l'an prochain, de restreindre l'accroissement de la masse monétaire. Les objectifs fixés sont inférieurs de 0,5% aux précédents.

En République fédérale d'Allemagne, l'institut d'émission a continué de mener une politique restrictive, malgré la diminution des poussées inflationnistes et le ralentissement de la conjoncture. A la fin du mois de septembre, le taux d'augmentation de la base monétaire était légèrement inférieur à l'objectif fixé, qui se situait entre 5% et 8%. Au mois d'octobre, la masse monétaire M_1 dépassait de 3,5% le niveau enregistré un an auparavant.

Tenant compte de la faiblesse actuelle du mark, la Banque fédérale d'Allemagne s'est efforcée de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé. Depuis le mois de mai, le taux de l'escompte est à son plus haut niveau de l'après-guerre et n'a pas été modifié. En revanche, le taux des avances sur nantissement a passé, à la mi-septembre, de 9,5% à 9%. Au lieu d'abaisser ses taux d'intérêt, la Banque fédérale d'Allemagne a préféré satisfaire les besoins de liquidités des banques en réduisant de 10% les taux des réserves minimales et en élevant les limites d'escompte. Au cours du troisième trimestre, le marché monétaire s'est détendu quelque peu; le taux des dépôts à trois mois a passé d'environ 10% au mois de juin à 9% au mois de septembre. Depuis lors, il n'a varié que très peu.

Pour 1981, la Banque fédérale d'Allemagne a fixé une nouvelle fois un objectif d'expansion monétaire: du quatrième trimestre de 1980 à la période correspondante de 1981, l'accroissement de la base monétaire doit se maintenir entre 4% et 7%. L'année précédente, les taux minimum et maximum étaient supérieurs de 1%.

Au Royaume-Uni, l'augmentation de la masse monétaire M_3 en sterling a dépassé nettement la marge de 7% à 11% que les autorités s'étaient fixée comme objectif pour la période allant du mois de février 1980 au mois d'avril 1981. Au début de l'été, l'accroissement s'est accéléré de manière inattendue; du mois de juin au mois d'octobre, la masse monétaire M_3 en sterling a augmenté de 11%. Entre les mois de février et d'octobre, le taux moyen annuel d'expansion a atteint 24%. Il n'est donc pas vraisemblable que les autorités monétaires britanniques puissent réaliser leur objectif.

La Banque d'Angleterre attribue une partie de l'accroissement excessif à l'abrogation de certaines restrictions quantitatives. Cette mesure semble avoir provoqué, le printemps dernier, la transformation de fonds placés sur le marché financier britannique et sur les marchés monétaires étrangers en avoirs dans les banques britanniques.

L'augmentation inquiétante de la masse monétaire M_3 en sterling au troisième trimestre a coïncidé avec un accroissement sensible des crédits bancaires. Du mois de juin au mois de septembre, l'expansion réelle du crédit s'est inscrite à 6,5 milliards de livres, contre 4,9 milliards au premier semestre. L'endettement du secteur public envers les banques, qui était resté presque stable au premier semestre, a augmenté de 1,5 milliard de livres au troisième trimestre.

Afin de freiner l'expansion monétaire, le gouvernement britannique a émis des papiers-valeurs et n'a pas laissé son déficit dépasser le montant qui figurait au budget. Comme la situation économique se détériorait et que les poussées inflationnistes s'affaiblissaient, le taux de l'escompte a été réduit de 2% et fixé à 14%.

En France, l'accroissement de la masse monétaire s'est accéléré au mois d'août. L'augmentation annuelle de la masse monétaire M_2 se chiffrait alors à 11,4%, et dépassait quelque peu le taux de 11% que le gouvernement s'était fixé comme objectif pour 1980. A la fin du mois d'octobre, le cours élevé du franc et la stagnation économique ont incité la Banque de France à assouplir légèrement sa politique. Le taux principal fixé par l'institut d'émission, qui s'applique aux prises en pension et qui était de 11,5% depuis le début du mois de septembre, a été abaissé graduellement à 10,75%. Le gouvernement a l'intention de renforcer la limitation du crédit l'an prochain et de réduire à 10% le taux d'accroissement de la masse monétaire M_2 .

Au Japon, l'institut d'émission est parvenu à freiner l'expansion monétaire. L'accroissement annuel de la masse monétaire au sens large, qui comprend M_2 et les certificats de dépôt, s'est inscrit à 8,5% en moyenne, de la fin de 1979 à la fin du troisième trimestre. Jusqu'au mois de juin, ce taux atteignait encore 10%. Sur l'ensemble de l'année, le taux devrait donc être inférieur à celui de 10% que la Banque du Japon s'était fixé comme objectif.

Si l'augmentation de la liquidité s'est ralentie, il faut l'attribuer surtout à la politique des taux d'intérêt élevés que les autorités ont menée pour renforcer la position du yen sur le marché des changes. Afin d'empêcher toutefois une trop forte réévaluation du yen, la Banque du Japon a pris, durant l'automne, une série de dispositions destinées à infléchir le cours de sa politique monétaire. Elle a assoupli la limitation du crédit à la mi-octobre et a réduit le taux de l'escompte, au début du mois de novembre, de 8,25% à 7,25%.

4. Situation des marchés des changes

Pendant la période examinée, qui couvre le troisième trimestre et le mois d'octobre, le dollar s'est raffermi sensiblement par rapport à la plupart des autres monnaies. Par ailleurs, le cours du mark a subi une baisse proportionnellement plus importante que la hausse du dollar. En outre, le cours de la livre sterling et celui du yen sont montés nettement.

Comme aux trimestres précédents, des changements dans la structure internationale des taux d'intérêt ont influé fortement sur l'évolution des cours. Le décalage, dans le cycle conjoncturel, entre les Etats-Unis et les autres pays industrialisés a provoqué une augmentation considérable des écarts entre les taux d'intérêt, et les dépôts à court terme en dollars sont devenus relativement avantageux.

Modifications des cours de certaines monnaies

| en % | du 4 juillet au 31 octobre 1980 | | de déc. 1979 à sept. 1980 |
|----------------|------------------------------------|---|--|
| | nominal | | réel |
| | par rapport au dollar | pondéré en fonction du commerce extérieur ¹ | pondéré en fonction du commerce extérieur |
| dollar | — | + 0,9 | — 1,6 |
| yen | + 3,5 | + 5,7 | + 14,3 |
| mark | — 8,2 | — 2,3 | — 6,7 |
| franc français | — 7,6 | — 1,3 | + 2,4 |
| lire | — 7,1 | — 1,0 | — 0,4 |
| livre sterling | + 3,7 | + 6,7 | + 14,8 |
| franc suisse | — 6,4 | + 1,0 | — 6,9 |

¹ jusqu'au 24 octobre 1980

Du début du mois de juillet à la fin du mois d'octobre, le cours du *dollar* est monté, par rapport à la plupart des autres monnaies importantes, de 7% à 9%. Si le cours moyen pondéré en fonction du commerce extérieur ne s'est élevé que de 1% en chiffre rond, il faut l'attribuer à la forte baisse du dollar par rapport au yen et à la livre. L'évolution des taux d'intérêt, et les anticipations qu'elle a entraînées quant à la politique monétaire américaine, ont été les facteurs principaux à l'origine des mouvements du dollar. L'augmentation de la demande de cré-

aits, liée à l'évolution de la conjoncture, ainsi que la politique monétaire restrictive ont fait monter les taux d'intérêt à court terme de 4% entre le début du mois de juin et la fin du mois de septembre; dans divers autres pays industrialisés, ces taux ont au contraire baissé sous l'effet du ralentissement conjoncturel. Si la politique monétaire demeure restrictive ces prochains mois, le dollar restera fort.

Le cours du *mark* a baissé au troisième trimestre. Ce fléchissement est dû avant tout aux conversions en dollars et en livres que les détenteurs de marks ont effectuées en raison de la structure internationale des taux d'intérêt. Cependant, les anticipations des investisseurs, qui s'attendaient à ce que la Banque fédérale d'Allemagne adopte une politique axée sur l'expansion en raison de la tendance à la récession, semblent avoir contribué aussi à la baisse du cours. Compte tenu du déficit élevé de la balance des revenus, les autorités monétaires n'ont accepté qu'en partie une baisse des taux d'intérêt qui aurait été souhaitable sur le plan conjoncturel.

Dans le Système monétaire européen (SME), le mark a atteint la limite inférieure de la marge de fluctuation par rapport au franc français et au florin. A l'instar de la Banque fédérale, une série de banques centrales sont intervenues sur le marché, afin de soutenir le cours du mark.

Le cours de la *livre sterling* a continué de monter au troisième trimestre, même par rapport au dollar. Les causes principales de la hausse étaient le niveau des taux d'intérêt, qui demeurait élevé malgré un léger fléchissement, et l'excédent de la balance des revenus. En considérant le cours nominal de la livre et le taux d'inflation relativement haut enregistré au Royaume-Uni, on constate que le cours réel de la livre est monté d'environ 15% durant les trois premiers trimestres de 1980. Par conséquent, la capacité concurrentielle de l'industrie britannique s'est détériorée sensiblement. Cette situation a touché durement une économie qui subissait déjà une forte récession. L'évolution de la livre dépendra du succès qu'auront le gouvernement et la Banque d'Angleterre dans leurs efforts d'assainissement de l'économie.

Comme au trimestre précédent, le cours du *franc français* a évolué calmement durant la période examinée. A l'instar des autres monnaies du SME, il s'est affaibli par rapport au dollar. Toutefois, il a continué d'être, avec le florin, la monnaie la plus forte du Système.

Le cours de la *lire* a varié à peu près dans les mêmes proportions que celui du franc français. La baisse du cours pondéré en fonction du commerce extérieur s'est ralentie sensiblement au troisième trimestre. Cependant, le changement de gouvernement qui a eu lieu au mois de septembre a affaibli la monnaie italienne. Cette situation a incité la Banque d'Italie à la soutenir en vendant des dollars, en majorant le taux de l'escompte de 1½% et en renforçant le contrôle des changes.

Le cours du *yen* a continué de monter pendant la période examinée, aussi bien en moyenne pondérée en fonction du commerce extérieur que par rapport au dollar. Le cours pondéré avait atteint un niveau record en automne 1978, puis avait baissé jusqu'au début de 1980. Depuis le deuxième trimestre de 1980, il s'est raffermi, pour retrouver à la fin du mois d'octobre son niveau du premier semestre de 1979. La hausse est due surtout à l'amélioration très nette de la balance des revenus et à des importations de capitaux, en particulier du Moyen-Orient.

B. Conjoncture suisse

1. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

La légère revalorisation du franc a permis à l'institut d'émission, au troisième trimestre, de mener une politique monétaire un peu moins restrictive qu'au premier semestre. La Banque nationale a laissé s'accroître légèrement la base monétaire qui, au mois de juin, était encore proche du niveau du mois de novembre 1979. De la mi-juin à la mi-novembre, l'augmentation a atteint 3% en chiffre rond. De ce fait, le taux moyen d'accroissement sur les douze derniers mois s'est élevé à 2%. Il est donc inférieur aux 4% que la Banque nationale s'est fixé comme objectif d'expansion monétaire. Toutefois, une politique visant à une augmentation plus forte n'entraîne pas en ligne de compte, en raison de la relative faiblesse du franc.

A la fin du mois de septembre, la masse monétaire M_1 était inférieure de 6,7% au niveau observé un an auparavant, tandis que la masse monétaire M_2 , qui s'inscrivait à 105,6 milliards de francs, enregistrait une croissance de 18,7%. L'augmentation correspondante de M_3 se chiffrait alors à 5,2%. Ces derniers mois, différents signes indiquent que l'évolution des agrégats monétaires est en train de se normaliser. Si la masse monétaire M_1 a continué de fléchir par rapport à l'année précédente, le taux moyen de diminution a passé de 12% au premier trimestre à 9,4% au troisième. L'évolution de la quasi-monnaie semble aussi se stabiliser. Après avoir augmenté d'environ 10 milliards de francs du mois de janvier au mois d'avril, les dépôts à terme ont diminué quelque peu au mois de mai et ont oscillé cet été aux environs de 49 milliards de francs; à la fin du mois de septembre, ils s'inscrivaient à peu près au même niveau qu'à la fin du mois de juin, soit à 48,9 milliards de francs.

La tendance à la hausse des taux d'intérêt, qui avait commencé à se manifester au milieu de l'an passé, et le changement de la structure des taux ont eu des répercussions sur la composition des bilans bancaires. Au début de l'année, la hausse des taux des dépôts à trois mois a provoqué des conversions importantes de dépôts à vue en dépôts à terme. De plus, la faible rémunération des fonds à moyen et à long terme, en comparaison des taux du marché monétaire, a eu pour effet que

des fonds investis normalement en bons de caisse ou sur le marché des capitaux ont été placés à court terme. Cette évolution s'est modifiée vers le milieu de 1980, quand le marché a commencé à se détendre et les taux à se stabiliser. Du mois de juin au mois de septembre, le montant des dépôts à trois mois n'a guère changé. En revanche, l'émission de bons de caisse a augmenté d'environ 2 milliards de francs.

La faiblesse des taux d'intérêt a eu pour effet que les dépôts d'épargne ont diminué sensiblement au premier semestre; leur baisse s'est chiffrée à 7 milliards de francs. Depuis le début de l'été, leur montant est demeuré stable à 102 milliards de francs, ce qui correspond environ au niveau enregistré à la fin de 1978.

Marchés de l'argent et des changes

Durant la période allant du mois de septembre au mois de novembre, l'approvisionnement du marché monétaire en disponibilités a augmenté. En général, les avoirs que l'économie entretient à la Banque nationale n'ont été que très légèrement inférieurs à 7 milliards de francs, après s'être chiffrés entre 6 et 6,5 milliards au cours de la période précédente. La régulation de la liquidité s'est effectuée surtout par l'octroi de swaps d'une durée allant d'une semaine à six mois. L'institut d'émission s'est efforcé d'obtenir un bon échelonnement de l'échéance des swaps.

Pour les fins de mois, l'approvisionnement des banques en disponibilités n'a pas soulevé de difficultés notables et est demeuré dans les limites que s'étaient fixées la Banque nationale. En vue de l'échéance trimestrielle, les banques se sont procuré 2,8 milliards de francs en recourant aux crédits traditionnels de l'institut d'émission et en mettant en pension des bons émis par la Banque nationale. Elles ont obtenu un montant à peu près équivalent par la conclusion de swaps, d'une durée d'une semaine principalement. A la fin du mois de septembre, les avoirs en comptes de virements s'inscrivaient à 12 milliards de francs; ils étaient inférieurs de 0,5 milliard de francs au montant enregistré un an auparavant.

Le remboursement des crédits octroyés par la Banque nationale pour les échéances s'est effectué sans difficultés, sauf au début du mois de novembre. Durant les premiers jours de ce mois, la Confédération a accru ses avoirs à l'institut d'émission. Cette situation a privé les banques de disponibilités qui auraient pu servir alors au remboursement des crédits. Pour éviter un resserrement passager du marché, la Banque nationale a offert des swaps aux banques. Toutefois, celles-ci n'ont recouru à cette possibilité que dans une mesure limitée. Le 10 novembre, les avoirs en comptes de virements se sont inscrits au niveau relativement bas de 6,2 milliards de francs. En raison de la diminution des disponibilités bancaires, le taux de l'argent au jour le jour est monté temporairement.

Pendant la période examinée, la Confédération a émis trois séries de créances comptables à trois mois. Le rendement annuel, qui était de 4,62% au mois d'août, s'est inscrit à 4,92% au mois de septembre. La hausse était due en partie aux besoins accrus de liquidités apparaissant en fin de trimestre. La légère détente intervenue par la suite sur le marché monétaire s'est reflétée dans les émissions suivantes; le rendement annuel s'est chiffré à 4,69% au mois d'octobre et à 4,63% au mois de novembre.

Sur le marché de l'euro-franc, le taux des dépôts à trois mois a oscillé entre 5 $\frac{3}{16}$ % et 5 $\frac{1}{4}$ %, sans suivre une tendance très nette. Après avoir majoré, le 2 septembre, les taux des dépôts à terme en Suisse, les grandes banques les ont réduits partiellement à partir du 23 octobre. Le taux des dépôts de 3 à 11 mois a été abaissé de 5% à 4 $\frac{1}{4}$ %, tandis que celui des dépôts à 1 an a été maintenu à 4 $\frac{1}{4}$ %.

La détérioration de la conjoncture internationale et les variations considérables des taux d'intérêt à l'étranger ont eu pour effet que les cours de change ont fluctué davantage qu'au trimestre précédent. L'évolution du cours du franc a été à mi-chemin entre celle du dollar, qui s'est plutôt raffermi, et celle du mark, qui a fait preuve de faiblesse.

A la fin du mois de juillet, le cours du dollar s'est inscrit à fr. 1,65. Au début du mois d'août, il est descendu de près de 2 centimes. Quand l'écart entre la rémunération des placements en francs et celle des dépôts en dollars a passé, vers la fin du mois, de plus de 4% à 6%, le cours du dollar est remonté à fr. 1,66. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis étant ensuite descendus légèrement au début du mois de septembre, le cours a atteint alors son niveau le plus bas de la période examinée, soit fr. 1,62. Vers la fin du mois, l'écart entre les taux d'intérêt s'est élevé à 8% et le cours du dollar est revenu à fr. 1,66.

Au début du mois d'octobre, les taux d'intérêt des dépôts en dollars sont descendus quelque peu, et le cours de la monnaie américaine a baissé passagèrement de 3 centimes. De la mi-octobre au début du mois de novembre, la différence entre les taux d'intérêt a augmenté graduellement, pour atteindre 11,6% le 7 novembre. Ce jour-là, le dollar a atteint son niveau maximal de la période examinée, soit plus de fr. 1,75. Cependant, la rémunération des dépôts à court terme en dollars a diminué de près de 2% en deux jours. Il s'en est suivi une chute du cours de quelque 5 centimes. Le 27 novembre, le dollar était remonté toutefois à fr. 1,74, sous l'effet de l'évolution internationale des taux d'intérêt.

Bien que l'écart entre la rémunération des placements en marks et celle des dépôts en francs ait eu tendance à augmenter légèrement, le cours du mark a fléchi quelque peu. Les pressions qui se sont exercées sur le mark s'expliquent par le déficit considérable de la balance allemande des revenus et par la possibilité, que donnent les changes fixes au sein du SME, d'effectuer sans trop de risques des arbitrages entre les divers taux d'intérêt.

Le cours du mark, qui était de fr. 0,92 au début du mois d'août, est descendu graduellement à fr. 0,90 jusqu'à la fin du mois d'octobre. Pendant la première moitié du mois de novembre, il a encore baissé quelque peu. Les banques centrales allemande et française ont dû prendre alors des mesures pour soutenir le mark et pour empêcher ainsi que le rapport entre leurs monnaies n'évolue de manière incompatible avec les dispositions du SME. Le 12 novembre, le cours du mark se chiffrait à fr. 0,90.

Le cours nominal du franc par rapport aux monnaies de quinze importants partenaires commerciaux de la Suisse est monté d'environ 1%, en moyenne pondérée, du début du mois d'août à la mi-novembre. Il est descendu néanmoins de 2% en un an. Compte tenu des différents taux d'inflation, la baisse a même dépassé 10% en termes réels.

Marché des capitaux

La hausse des taux d'intérêt, qui a commencé à la fin du mois d'août, a continué jusqu'au début du mois d'octobre. Elle était due à la montée passagère des taux sur le marché monétaire, ainsi qu'aux anticipations inflationnistes croissantes. Au mois de septembre, les emprunts cantonaux ont été émis à un taux de 5%, pour une durée de 12 ans, et à un prix d'émission de 100%. Cependant, les souscriptions ont été insuffisantes. Durant les semaines suivantes, les cantons ont dû porter leur taux à 5 $\frac{1}{2}$ %, en fixant une durée de 11 ou de 12 ans et un prix d'émission de 101%. Toutefois, la rémunération n'est pas restée longtemps à ce niveau. Dès la mi-octobre, le taux des émissions cantonales est redescendu à 5%, la durée a été ramenée à 10 ans et le prix d'émission, à 100%. Pendant le mois de novembre, la durée a pu être portée jusqu'à 12 ans, alors que le taux restait inchangé et que le prix d'émission était parfois légèrement supérieur à 100%. La différence de taux entre les emprunts des cantons et ceux des autres débiteurs, tels que les banques, l'industrie, les compagnies d'électricité, les centrales nucléaires et les emprunteurs étrangers, est restée la même.

Pendant la seconde moitié du mois d'octobre, la Confédération a émis son cinquième emprunt de l'année. Selon le système des enchères, elle entendait émettre, pour une durée de 10 ans, un emprunt d'environ 250 millions de francs au taux de 4 $\frac{3}{4}$ %. Cet emprunt lui a permis de recueillir 260 millions de francs au prix d'émission de 99%. Ce résultat a perturbé passagèrement le marché, mais n'a pas modifié la tendance à la baisse des taux.

Durant la période examinée, la Banque nationale s'est encore efforcée de réduire les fluctuations de cours sur le marché des obligations, en achetant des titres. Du 1er au 10 septembre, le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 4,87% à 4,93%, atteignant ainsi son point maximal. Il a baissé par la suite, pour s'inscrire à 4,73% le 8 octobre, et s'est stabilisé quelque temps à ce

niveau. Vers la fin du mois d'octobre, un nouveau mouvement de baisse s'est amorcé. Le rendement est ainsi descendu à 4,68% en quelques jours, et est demeuré à ce niveau jusqu'à la fin du mois de novembre.

Les banques n'ont pas modifié, durant la période examinée, la rémunération des fonds d'épargne et des bons de caisse. Avec effet au 1er décembre, de nombreux établissements ont majoré le taux des dépôts d'épargne de ½%. A partir du 1er mars, presque toutes les banques élèveront de ½% le taux des anciens prêts hypothécaires. Le taux des nouveaux prêts diffère d'un établissement à l'autre; certaines banques l'ont déjà majoré, tandis que d'autres attendront jusqu'au 1er mars.

Déduction faite des conversions et des remboursements, le recours au marché des capitaux par l'émission publique d'obligations suisses et étrangères ainsi que d'actions suisses s'est inscrit à 10,5 milliards de francs pendant les dix premiers mois de l'année, contre 4,5 milliards au cours de la période correspondante de 1979. L'émission d'emprunts suisses a prélevé sur le marché 3,5 milliards de francs de plus que l'an passé, celle d'emprunts étrangers, 1,9 milliard et celle d'actions, 0,6 milliard.

La commission chargée d'établir le programme des émissions a réduit le montant des emprunts annoncés pour le quatrième trimestre. Comparé à celui du trimestre précédent et à celui du quatrième trimestre de 1979, le montant total était particulièrement élevé. La commission a admis une somme globale de 2,35 milliards de francs, contre 2,4 milliards au trimestre précédent et 2,59 milliards un an auparavant. Le prélèvement d'argent frais représente 1,9 milliard de francs, contre 2 milliards au troisième trimestre et 1,5 milliard au quatrième trimestre de 1979, alors que les conversions se chiffrent à 0,5 milliard de francs, contre 0,4 milliard au troisième trimestre et 1,1 milliard un an auparavant.

Exportations de capitaux soumises à autorisation

En 1979, les exportations de capitaux soumises à autorisation avaient dépassé d'environ 5 milliards de francs le niveau record atteint l'année précédente, et avaient totalisé 27 milliards de francs en chiffre rond. Il faut attribuer l'importance de ce montant à la coïncidence de différents facteurs favorables, pendant les premiers mois de l'année surtout. A la suite des interventions massives que la Banque nationale avait opérées sur le marché des changes à la fin de 1978 et au début de 1979, l'approvisionnement en liquidités s'était accru fortement. Cette situation se conjuguant avec un taux d'inflation peu élevé, les taux d'intérêt étaient tombés à un niveau extraordinairement bas. Comme le changement de politique monétaire annoncé en automne 1978 rendait minime le risque de réévaluation auquel s'exposait le débiteur étranger, la demande de crédits en francs suisses a augmenté. Aussi bien l'offre que la demande permettait donc un accroissement important des exportations de capitaux.

La politique monétaire modérément restrictive menée depuis le printemps de 1979, ainsi que l'évolution du taux d'inflation et des cours de change, ont modifié la situation cette année. Le niveau des liquidités freine de plus en plus l'octroi de crédits. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt et le risque accru de réévaluation, lié à la baisse que le franc a subie en termes réels, rendent un endettement en francs moins intéressant que l'an passé. Il est ainsi probable que les exportations de capitaux soumises à autorisation s'inscriront cette année, à peu près au même niveau qu'en 1976 et en 1978.

Pendant les dix premiers mois de 1980, les exportations de capitaux soumises à autorisation se sont chiffrées à environ 17,7 milliards de francs, contre 24 milliards pendant la période correspondante de l'an passé. Le recul est donc de 27%.

Le dernier rapport trimestriel montrait déjà que le fléchissement diffère d'une catégorie de crédit à l'autre. L'émission de «notes» et l'octroi de crédits bancaires ont diminué d'un tiers en chiffre rond; l'émission d'emprunts n'a décliné que de 5% environ. Cette diminution relativement faible est due au fait que l'institut d'émission intervient de façon suivie dans ce secteur. Ainsi, il s'efforce d'échelonner les émissions en établissant un calendrier. Une réduction des émissions a donc pour premier effet que le délai entre l'annonce et le lancement d'un emprunt se raccourcit.

2. Evolution générale de l'économie

Aperçu

Le cycle économique semble avoir dépassé son point culminant. L'évolution au cours des derniers mois reflète bien le début d'un fléchissement conjoncturel. Le ralentissement se manifeste dans la diminution des entrées de commandes, ainsi que dans l'appréciation que les chefs d'entreprises portent sur les effectifs de leur personnel et sur l'utilisation de leurs capacités techniques. L'évolution prévue des ventes amène les entreprises à considérer de plus en plus leurs capacités comme excessives. Toutefois, elles estiment encore fortement favorables les perspectives à court terme et s'attendent à une hausse de leurs prix de vente. Cependant, il n'est pas certain que les bénéfices s'en trouvent accrus, car le coût des matériaux et de la production est monté parfois sensiblement.

Le fléchissement conjoncturel est dû au recul, dans certains secteurs, des entrées de commandes de l'étranger. Cette évolution s'est ainsi répercutée sur la demande suisse de produits importés, qui s'est ralentie. L'état des stocks, jugés trop importants, a joué aussi un certain rôle à cet égard. La consommation privée, ainsi que les investissements (construction et biens d'équipement) ont été les moteurs de la conjoncture ces derniers mois. Dans l'ensemble, la production est demeurée à un niveau élevé. Le plein-emploi est assuré pour le proche avenir.

Consommation privée

La consommation privée a continué d'augmenter au troisième trimestre. Le taux annuel d'augmentation du chiffre d'affaires du commerce de détail s'est maintenu au niveau des trimestres précédents. Le taux d'expansion s'est inscrit à 7,2% en termes nominaux et à 1,7% en termes réels. Les importations de biens de consommation se sont accrues plus fortement au troisième trimestre qu'au deuxième; leur augmentation nominale s'est chiffrée à 19% et leur hausse réelle, à 8,6%. Durant les dix premiers mois de l'année, l'expansion par rapport à la période correspondante de 1979 a été de 17,5% en valeur et de 3,2% en volume.

Dans le domaine des biens durables de consommation, le changement de tendance apparu au deuxième trimestre ne s'est pas confirmé. Les dernières statistiques des importations indiquent un nouvel accroissement, en particulier dans le secteur des biens destinés à l'aménagement du logement. Par rapport à la période correspondante de 1979, l'accroissement s'est chiffré à 40,7% au troisième trimestre, après une baisse de 15,3% au trimestre précédent. Il faut attribuer cette progression à la forte expansion de la construction de maisons familiales et de nouveaux logements.

Par rapport au troisième trimestre de 1979, les importations d'automobiles se sont accrues de 0,3% en termes réels. L'augmentation est si minime qu'elle ne modifie pas la tendance à la diminution observée depuis trois trimestres.

Investissement

La demande d'investissement paraît rester élevée. Le montant des crédits de construction utilisés indique que la production de logements a augmenté au troisième trimestre. Dans les 92 villes, le nombre de logements terminés du mois d'août au mois d'octobre a dépassé de 10,3% le niveau enregistré durant les trois mois précédents. Toutefois, la valeur de cette statistique est relative, car elle néglige le développement accéléré de la construction dans des communes rurales. Le nombre de logements terminés dans les 92 villes a été inférieur de 4,5% au chiffre enregistré un an auparavant. L'octroi de permis de construire est demeuré au même niveau qu'en 1979.

L'évolution du crédit n'indique pas encore de changement de tendance dans la construction. Au troisième trimestre, aussi bien les promesses de crédits de construction que les limites de crédits non utilisées ont dépassé de 25% le niveau enregistré un an auparavant. Cependant, il faut considérer qu'une grande partie de l'augmentation était due à la forte hausse du coût de la construction. Selon une enquête téléphonique menée dans le secteur du bâtiment, le taux de renchérissement se situe entre 10 et 15%.

Il se confirme de plus en plus que l'expansion a dépassé son point culminant dans le domaine de la construction de maisons familiales. La part des villas dans la production totale de logements, qui avait atteint le taux minimal de 10% au premier semestre de 1974, puis avait augmenté continuellement, s'est encore accrue au premier semestre de 1980, pour s'inscrire à 34%. Dans les octrois de permis, qui ont lieu environ un an et demi avant l'achèvement de la construction, la part des maisons familiales a diminué cependant depuis le second semestre de 1978.

Le nombre de plans d'investissement déposés par l'industrie, qui comprennent à la fois les constructions et les équipements, a diminué de 15% entre le troisième trimestre de 1979 et la même période de 1980, et correspond à peu près aux chiffres enregistrés entre 1976 et 1978. Dans la catégorie des installations d'exploitation, la baisse par rapport à la même période de 1979 s'est chiffrée à 17%, mais ne s'est inscrite qu'à 4% par rapport aux périodes correspondantes de 1976 et 1978. Il faut considérer que le nombre de plans n'indique pas l'importance moyenne des investissements, qui a sans doute augmenté. Dans la catégorie des constructions, cet écart apparaît de manière particulièrement nette: le nombre de plans déposés s'est accru de 8% seulement, tandis que le volume a augmenté de 70%. Les constructions destinées à l'industrie sont donc actuellement l'élément le plus dynamique de l'investissement.

Le montant des promesses de crédit confirme cet accroissement vigoureux des constructions industrielles. Durant les trois premiers trimestres de 1980, il a dépassé de 45% la somme enregistrée un an auparavant.

Les importations de biens d'équipement, qui reflètent l'évolution de ce type d'investissements, montrent que l'activité reste soutenue dans ce domaine. Par rapport à la période correspondante de 1979, le volume de ces importations s'est accru de 20,3% au troisième trimestre et au mois d'octobre. Par contre, les commandes passées par la clientèle nationale à l'industrie suisse des machines ont diminué sensiblement au troisième trimestre, par rapport à la période correspondante de 1979. En valeur, les entrées de commandes ont été légèrement inférieures à celles de l'an passé. Il se peut que cette évolution traduise déjà une certaine prudence des chefs d'entreprises, due aux perspectives conjoncturelles. Au troisième trimestre, l'augmentation des stocks dans l'industrie a parfois été au-delà des prévisions. La concurrence croissante, qui se manifeste en particulier sur les marchés étrangers, oblige les entreprises à raccourcir leurs délais de livraison. Cela les oblige à accroître leurs stocks, quand le degré d'utilisation de leurs capacités est élevé.

Commerce extérieur

En raison du fléchissement conjoncturel à l'étranger, les taux annuels d'expansion du commerce extérieur ont été nettement inférieurs, au troisième trimestre, à ceux observés durant le premier semestre.

Abstraction faite des influences particulières dues au commerce de métaux précieux, de pierres précieuses et d'antiquités, le volume des exportations a augmenté, par rapport à la période correspondante de l'an passé, de 3,2% aux mois de juillet, d'août et de septembre, et de 2,6% au mois d'octobre. Les taux de croissance avaient atteint 10,9% au premier et 5,5% au deuxième trimestre. La part respective des différentes catégories d'exportations suisses s'est aussi modifiée. La demande étrangère de biens de consommation, en particulier celle de produits durables, a diminué nettement. En revanche, les ventes de biens d'équipement se maintiennent à un niveau relativement élevé. La répartition des exportations par types de produits montre que les livraisons de l'industrie des machines et appareils se sont accrues à un taux supérieur à la moyenne. Traditionnellement, les industries textile et chimique, ainsi que la métallurgie réagissent un peu plus tôt que les autres branches à un ralentissement conjoncturel. Dans l'industrie horlogère, où des problèmes structurels doivent encore être résolus, le volume des exportations a diminué, depuis le début de l'année, d'environ 6,5% par rapport à celui de la période correspondante de 1979.

Corrigé des influences particulières déjà mentionnées, le volume des importations a augmenté, par rapport à l'année précédente, de 8,3% au troisième trimestre et de 3,8% au mois d'octobre, contre 8,6% au deuxième trimestre et 10,7% au premier. Jusqu'à maintenant, les effets du ralentissement conjoncturel sur les achats à l'étranger se sont manifestés avant tout dans les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés. Cette situation reflète les perspectives peu favorables de ventes que connaissent certains exportateurs suisses. Les importations de produits d'équipement et de biens de consommation ont continué de s'accroître fortement.

La hausse annuelle des valeurs moyennes à l'importation s'est affaiblie quelque peu, s'inscrivant à 8,4% au troisième trimestre et à 11,1% au mois d'octobre. Elle est restée ainsi un peu supérieure à celle des prix à l'exportation, qui s'est chiffrée à 4% au premier trimestre, à 5,1% au deuxième, à 6,7% au troisième et à 7,3% au mois d'octobre.

Au cours des dix premiers mois de l'année, le déficit de la balance commerciale s'est élevé à 9,8 milliards de francs, contre 3,9 milliards pendant la même période de 1979. Ce chiffre correspond à peu près aux prévisions. Tel devrait aussi être le cas du déficit de la balance des revenus, estimé à un milliard de francs environ pour 1980.

Tourisme

La saison d'été a été nettement meilleure qu'en 1979. Une évolution positive du mouvement touristique s'était dessinée l'automne et l'hiver passé déjà. Elle résulte surtout de l'amélioration des cours de change. Du mois de mai au mois de septembre, le nombre de nuitées a dépassé de 12,9% celui de la période correspondante de 1979. Alors que la clientèle étrangère a augmenté de 19,7%, la clientèle suisse s'est accrue de 3,9%. Le nombre de touristes venant d'Allemagne, d'Amérique du Nord et de Grande-Bretagne a progressé considérablement.

L'évolution favorable devrait se poursuivre durant la saison d'hiver. Selon une enquête de l'Union de Banques Suisses, environ trois quarts des stations importantes s'attendent, après le très bon résultat de l'hiver passé, à une nouvelle augmentation du nombre de nuitées.

Emploi

La situation de l'emploi a continué de s'améliorer. L'indice le plus récent publié par l'OFIAMT, qui est celui du deuxième trimestre, est monté vigoureusement et a atteint son niveau le plus élevé depuis le deuxième trimestre de 1975. Par rapport au deuxième trimestre de 1979, la hausse s'est inscrite à 2,2%. Sous l'effet principalement de l'accroissement enregistré dans l'industrie de la construction, l'emploi a progressé beaucoup plus fortement dans le secteur secondaire que dans celui des services.

L'évolution favorable de l'emploi s'est traduite par une nouvelle augmentation du nombre de travailleurs étrangers. Du mois d'août 1979 à la période correspondante de 1980, le nombre de saisonniers s'est accru de 14,2%, contre 14,8% un an auparavant. Il s'est inscrit à environ 110 000. La tension qui règne sur le marché du travail se reflète aussi dans les statistiques du chômage complet et partiel, des demandes d'emploi et des places vacantes. Par rapport à l'année précédente, l'excédent de la demande de main-d'œuvre a augmenté surtout dans l'industrie de la construction et dans les professions du textile: pour une demande d'emploi, il y a 27 places vacantes dans la construction, contre 9 un an auparavant, et 8 dans le textile, contre 4 en 1979.

Au troisième trimestre, le nombre de chômeurs complets a encore diminué. Il s'est inscrit à 4635 à la fin du mois de septembre, contre 4714 à la fin du mois de juillet. La hausse saisonnière attendue s'est ensuite produite, et il est monté à 4800 au mois d'octobre. Durant la période examinée, le taux de chômage est resté de 0,2%.

Le nombre d'heures de travail perdues pour cause de chômage partiel a diminué considérablement. Au mois de septembre 1979, il était plus de sept fois supérieur à celui de la période correspondante de l'an-

née en cours. Le chômage partiel s'est manifesté surtout dans l'industrie textile, dans la métallurgie, dans l'industrie horlogère et dans la bijouterie. Il a touché particulièrement les cantons de Saint-Gall, de Genève, de Vaud, du Tessin, de Glaris et de Neuchâtel.

Salaires

A l'exception de l'industrie horlogère, presque toutes les branches semblent disposées à compenser le renchérissement. Les majorations réelles de salaires qui seront accordées au début de l'an prochain pourraient varier fortement d'une industrie à l'autre. Dans la plupart d'entre elles, il faut s'attendre à des majorations réelles d'environ 2%. Les majorations pourraient dépasser ce taux dans les secteurs où les résultats d'exploitation ont été particulièrement bons, et dans ceux, comme la construction, où la situation tendue du marché du travail oblige à faire des concessions salariales. En général, les majorations réelles sont accordées sur une base individuelle et non collective. Les personnes dont les revenus sont les plus bas et les femmes pourraient bénéficier de ces majorations dans une mesure un peu plus forte que les autres catégories de salariés. C'est en 1978 que les entreprises avaient accordé pour la dernière fois une augmentation générale des salaires réels, qui s'était chiffrée à 1,5% en moyenne. L'année suivante, les salaires réels ne s'étaient pas modifiés globalement.

La rémunération des personnes employées ne s'améliorera pas seulement grâce à la majoration réelle des salaires; beaucoup d'entreprises accorderont en effet l'an prochain un minimum de quatre semaines de vacances. Quant à l'horaire hebdomadaire de travail, il ne changera guère. Pour les entreprises concernées, les vacances supplémentaires accordées entraîneront une augmentation des charges salariales de 0,5% à 1%.

Prix

Après avoir oscillé entre 10% et 14% durant les premiers mois de 1980, la hausse annuelle des prix de gros, pour les produits importés, s'est chiffrée à 4,7% au mois d'août, à 3,9% au mois de septembre et à 4,2% au mois d'octobre. Quant aux marchandises suisses, leur renchérissement annuel s'est inscrit, durant ces trois mois, à 4,9%, à 4,1% et à 4,7% respectivement. La hausse de l'indice général des prix de gros a passé de 4,8% au mois d'août, à 4% au mois de septembre et à 4,5% au mois d'octobre. Depuis le début de l'année, les produits suisses ont renchéri de 3,9% et les marchandises étrangères, de 1,9% seulement, malgré la baisse du franc suisse en termes réels. La hausse récente des prix de gros était due surtout aux produits énergétiques et connexes, qui ont renchéri de 3,3% du mois d'août au mois d'octobre, et aux produits alimentaires transformés, boissons et tabacs, qui ont augmenté de 1,9%. Par contre, le prix des métaux et ouvrages en métaux a

baissé de 0,5% au cours de cette période. L'évolution des prix de gros durant les dix premiers mois de l'année reflète à la fois le ralentissement du renchérissement des biens dont le prix est influencé par la situation conjoncturelle à l'étranger, et la hausse persistante des produits dont le prix dépend surtout de l'état de la conjoncture en Suisse.

Par rapport à la période correspondante de l'an passé, l'indice des prix à la consommation est monté de 4,2% au mois d'août, de 3,8% au mois de septembre et de 3,6% au mois d'octobre, soit de 4% en moyenne. Depuis le début de l'année, le renchérissement a été de 3,1%, et son rythme annuel, de 3,7%. Pendant les dix premiers mois de 1980, les denrées alimentaires ont renchéri de 7,7%, alors que le prix des produits compris dans le groupe chauffage et éclairage a baissé de 8,4% par rapport à la période correspondante de 1979. Il faut s'attendre à une hausse de l'indice des prix à la consommation au mois de novembre, puisque les loyers font l'objet d'un nouveau relevé.

3. Les perspectives pour 1981

Aperçu général

L'activité économique a progressé notablement en 1980. Selon les estimations du Groupe de prévisions économiques, le produit national brut a augmenté de 3% en termes réels, contre 2,5% en 1979. Ce taux de croissance est le plus élevé enregistré depuis 1974. En chiffres absolus, le produit national brut réel est revenu au niveau atteint en 1974, de sorte que le recul brutal de l'année 1975 est maintenant compensé.

La croissance ayant été assez équilibrée en 1980 – plein-emploi, faible inflation, balance des revenus équilibrée – les conditions d'une évolution favorable de l'économie en 1981 sont largement satisfaites. Les prévisions pour l'année qui s'ouvre reposent sur les hypothèses suivantes:

- l'institut d'émission s'efforcera, comme par le passé, d'empêcher des mouvements extrêmes des taux de change réels; il ne faut donc pas s'attendre à ce que l'évolution du commerce extérieur suisse soit faussée par les variations des cours de change;
- la conjoncture mondiale évoluera conformément aux prévisions des organisations internationales, c'est-à-dire que le ralentissement prévu pour le premier semestre sera suivi d'une reprise pendant la seconde moitié de l'année; toutefois, cette reprise ne se manifesterait très probablement que si certains pays sont prêts à suivre une politique monétaire plus expansive et à reléguer la lutte contre l'inflation au second rang de leurs priorités;
- la hausse des prix pétroliers se maintiendra dans les limites de l'inflation mondiale.

Si ces hypothèses se vérifient, on peut prévoir que la croissance de l'économie suisse sera plus faible qu'en 1980, tout au moins au premier semestre. La baisse de la demande étrangère se répercutera jusque sur les branches annexes de l'industrie d'exportation. L'expansion des importations se ralentira, tout comme celle des exportations. L'évolution prévue de la conjoncture et des revenus donnent à penser que la progression de la consommation privée s'affaiblira. Après la forte croissance qu'ils ont connue en 1980, les investissements devraient stagner. Les investissements d'équipement pourraient fléchir, sous l'influence de la conjoncture, et la construction poursuivre sa progression, mais à un rythme moins soutenu qu'en 1980. Le chômage ne devrait pas augmenter. L'évolution des prix devrait manifester une tendance à l'apaisement en raison à la fois du ralentissement conjoncturel et de la politique monétaire restrictive. Il ne faut cependant guère s'attendre, avant l'automne de 1981, à un recul notable du taux annuel de la hausse des prix à la consommation.

Consommation privée

L'évolution du revenu disponible permettra, l'an prochain, une modeste augmentation réelle de la consommation privée. En moyenne, les hausses réelles de salaire accordées pour le début de 1981 devraient être de l'ordre de 2%. Déduction faite des contributions aux assurances sociales et des impôts, la progression du revenu disponible ne dépassera guère 1% en termes réels. Des réductions d'impôt sont encore prévues dans certaines communes pour 1981, mais leur ampleur est presque négligeable en comparaison de celles effectuées en 1979 et en 1980. La situation du marché du logement devant rester tendue, il est probable que le relèvement des taux hypothécaires décidé pour le printemps prochain sera intégralement répercuté sur les loyers. La consommation d'autres biens et services s'en ressentira inévitablement.

Consommation publique

On ne connaît pas encore le budget de toutes les collectivités publiques (Confédération, cantons et communes) pour 1981. Compte tenu des mesures d'économie adoptées en votation populaire au mois de novembre, le déficit du budget de la Confédération se chiffre à 1,1 milliard de francs. Les recettes sont estimées à 16 103 millions de francs, soit 0,4% de plus qu'en 1980, et les dépenses, à 17 280 millions, ce qui correspond à une baisse de 0,3% par rapport à l'année précédente. En volume, la consommation publique de biens et de services devrait s'accroître globalement de 1,5% à 2%.

Les budgets cantonaux prévoient au total des dépenses de 23,1 milliards de francs, et des recettes de 24,2 milliards. Par rapport à 1980, l'augmentation est de 5,1% et de 4,8% respectivement. Si les taux d'impôt ont encore été réduits dans certains cantons et dans certaines communes, la tendance générale à la diminution des impôts ne paraît pas devoir se poursuivre.

Investissements

Dans le domaine des investissements, la demande devrait stagner en 1981, après avoir été très soutenue en 1980. L'évolution sera toutefois assez différenciée selon le type d'investissements considéré.

La construction de logements pourrait fléchir quelque peu, étant donné qu'un recul est attendu dans la construction de villas, alors que la construction d'immeubles locatifs devrait se maintenir à peu près au niveau de l'année précédente. L'évolution du volume des constructions autorisées et des nouveaux crédits de construction ne laisse guère entrevoir un ralentissement de la construction de logements avant le second semestre.

Divers éléments donnent à penser que le niveau d'activité restera élevé dans ce domaine. D'une part, la production de logements des années 1979 et 1980 a été à peu près conforme aux besoins à long terme¹, et sa distribution régionale répondait mieux à la demande que ce ne fut le cas dans les années 1973 et 1974. Il n'y a donc pas eu de surproduction, contrairement à ce qui s'était produit lors de la précédente phase de forte expansion de l'industrie de la construction. La baisse de la demande, provoquée par le renchérissement de la construction et la double hausse des taux hypothécaires, sera en outre tempérée par un renforcement des anticipations inflationnistes dans ce secteur. Certains indices laissent supposer que, dans certaines régions, la production n'a pas été conforme à la demande. On constate en tout cas que la part des villas au total des logements vacants tend à s'accroître.

L'expansion de la construction pour l'industrie et l'artisanat se maintiendra dans un premier temps. Le niveau élevé de l'activité dans ce domaine résultera à la fois de l'évolution favorable de la conjoncture au cours des deux dernières années, et des besoins de rattrapage accumulés depuis 1975. Il semble aussi que les industriels souhaitent réaliser le plus rapidement possible leurs projets de construction, pour éviter qu'il ne leur en coûte plus cher ultérieurement.

Selon certaines enquêtes, l'appréciation que les entrepreneurs portent sur les carnets de commandes et sur le niveau des stocks se détériore quelque peu. Les stocks de matières premières aussi bien que de produits finis sont jugés un peu trop importants. Pour l'année à venir, il faut donc s'attendre à une réduction des stocks.

En matière d'investissements d'équipement, les entrepreneurs font preuve de prudence en raison du ralentissement des entrées de commandes. Les indicateurs

¹ Dans les perspectives d'évolution de la construction de logements en Suisse, publiées en 1974 par le délégué à la construction de logements, les besoins à long terme étaient estimés à quelque 36 000 logements par an. A la même époque, le prof. Kneschaurek chiffrait à 48 000 logements les besoins moyens annuels jusqu'en 1990.

disponibles laissent prévoir que l'expansion s'affaiblira dans le proche avenir. Si le tassement de la conjoncture internationale n'est que de courte durée, les investissements reprendront rapidement. A moyen terme, il semble que des éléments tels que la substitution du pétrole, la rationalisation exigée par l'insuffisance de main-d'œuvre, et le progrès technique (microprocesseurs) devraient entraîner d'importants besoins d'investissements.

Les dépenses publiques n'auront pas d'effet stimulant sur les investissements en 1981. Pour la période 1981-1984, le programme global pluri-annuel des constructions publiques et des commandes à l'industrie prévoit un recul de 17%, par rapport à la période 1976-1980, du volume des commandes. La baisse touchera particulièrement le secteur du génie civil (routes nationales, centrales électriques). Cependant les commandes prévues pour les années 1981 et 1982 sont encore légèrement supérieures à celles des deux années précédentes. L'année 1981 notamment sera marquée par une augmentation nominale de 16% dans le domaine de la construction, et de 1% dans celui du génie civil.

La répartition géographique des commandes publiques ne sera pas uniforme; une certaine concentration apparaîtra dans le nord et le nord-est du pays.

Commerce extérieur

Compte tenu de l'évolution conjoncturelle à l'étranger, il faut s'attendre, au premier semestre, à une baisse des exportations de diverses branches de l'industrie (biens de consommation, matières premières et produits semi-ouvrés). Par contre, les ventes de biens d'équipement ne devraient guère diminuer au début de l'année. D'une manière générale, le volume des exportations stagnera au premier trimestre. Si la conjoncture étrangère va en s'améliorant durant la seconde moitié de l'année, il est probable que l'expansion des exportations reprendra. En ce cas, les exportations feront ressortir une légère augmentation, en termes réels, sur l'ensemble de l'année.

L'effet du ralentissement conjoncturel sur les importations devrait se renforcer. Les achats de matières premières et de produits semi-ouvrés tomberont au-dessous de leur niveau de 1980. Les stocks, jugés parfois trop importants actuellement, seront réduits. De plus, la demande de biens durables de consommation fléchira. Par contre, les importations de biens d'équipement pourraient encore connaître une expansion un peu plus rapide qu'en 1980.

La détérioration des termes de l'échange ne devrait pas se poursuivre en 1981. Une légère amélioration est d'ailleurs déjà intervenue au dernier trimestre de 1980. Au premier semestre, le renchérissement des importations devrait être inférieur à celui des exportations, sous

l'effet du recul de la conjoncture plus marqué à l'étranger qu'en Suisse.

Le ralentissement de l'expansion et l'amélioration des termes de l'échange entraîneront une diminution sensible du déficit de la balance commerciale. Pour autant que les prix des matières premières ne subissent pas de hausse exceptionnelle, la réduction du déficit commercial permettra de rétablir l'équilibre de la balance des revenus. C'est d'ailleurs ce que prévoit également l'OCDE.

Emploi

Le fléchissement conjoncturel attendu pour le premier semestre de 1981 ne créera aucune difficulté particulière sur le marché de l'emploi. Le nombre de jeunes en quête d'un premier emploi et celui des personnes quittant la vie active seront du même ordre qu'en 1980. Si certaines branches de l'industrie sont particulièrement touchées par le ralentissement de la conjoncture, la baisse des besoins de main-d'œuvre qui en résultera se traduira plutôt par une augmentation du chômage partiel que par une accélération des licenciements. Si l'affaiblissement de l'expansion devait être accompagné d'une hausse brutale du cours du franc, un accroissement du chômage complet pourrait se produire dans quelques secteurs tels que l'horlogerie ou certaines branches de l'industrie du textile et de l'habillement.

Prix

La politique monétaire de la Banque nationale et le ralentissement, dû à la récession, de la hausse des prix des matières premières auront des répercussions favorables sur l'évolution des prix en Suisse. Si les prix pétroliers n'augmentent pas, et que le cours du franc reste stable en termes réels, le renchérissement devrait marquer une tendance à la baisse au cours de l'année. Le taux annuel de la hausse des prix à la consommation pourrait ainsi se situer entre 3% et 4% à la fin de 1981, après avoir oscillé entre 4% et 5% à la fin de 1980 et au premier semestre de 1981. Il est cependant possible qu'une hausse temporaire du taux annuel de renchérissement intervienne au début de l'été, en raison des répercussions que le relèvement des taux hypothécaires, décidé pour le printemps prochain, aura sur les loyers et sur les prix agricoles.

Produit national brut

Le ralentissement de la conjoncture internationale, et le caractère restrictif de la politique monétaire suivie depuis le milieu de 1979 auront pour effet que l'expansion sera sensiblement moins forte en 1981 qu'elle ne l'a été en 1979 et en 1980. Une véritable récession est cependant peu vraisemblable. En termes réels, le produit national brut ne devrait guère varier par rapport à 1980: les informations actuellement disponibles permettent d'envisager une croissance de 1% environ.