

## **Situation économique et monétaire**

Rapport de la Direction générale  
remis au Conseil de banque  
pour sa séance du 13 mars 1981

Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde avant tout sur des informations publiées du mois de novembre 1980 au mois de janvier 1981.

## A. Situation économique et monétaire des principaux pays industrialisés

### 1. Tendances générales de la conjoncture

Au quatrième trimestre de 1980, la conjoncture générale ne s'est pas modifiée fondamentalement. Les données les plus récentes confirment le ralentissement de la croissance constaté depuis le deuxième trimestre. Il est encore difficile d'estimer l'ampleur du fléchissement et la durée possible de la récession. L'évolution de la conjoncture a varié assez fortement d'un pays à l'autre. Alors que le ralentissement, au premier semestre, avait touché surtout le Royaume-Uni et les Etats-Unis, il s'est étendu, au troisième trimestre, à la République fédérale d'Allemagne et à d'autres pays industrialisés importants. Au quatrième trimestre, la croissance s'est accélérée de nouveau aux Etats-Unis. Les indicateurs avancés publiés au début de 1981 laissent prévoir un nouveau fléchissement. Jusqu'à maintenant, le Japon et la Suisse n'ont pas subi de récession.

Dans les divers pays, le renchérissement a évolué de manière assez semblable. Pour la seconde fois en l'espace d'une décennie, l'inflation s'est accentuée considérablement en 1979 et en 1980. Au quatrième trimestre, le renchérissement a paru ralentir dans plusieurs pays. En raison de la politique monétaire restrictive que mènent les Etats-Unis et le Royaume-Uni, la tendance du renchérissement semble se modifier de façon durable. Abandonnant les principes qu'ils avaient appliqués de 1972 à 1974, divers pays industrialisés importants ont renoncé à combattre la récession par une politique de soutien de la demande globale comportant des mesures budgétaires et monétaires expansionnistes. Pour 1980, la plupart des banques centrales avaient choisi une ligne restrictive, à laquelle elles se sont d'ailleurs tenues. Le Royaume-Uni paraît faire exception, mais une analyse détaillée montre que la Banque d'Angleterre a mené une politique très restrictive, même si le taux d'accroissement de la masse monétaire  $M_3$  en sterling a dépassé l'objectif fixé. En adoptant cette nouvelle politique économique, les Etats ont pris délibérément le risque d'un ralentissement de l'activité et d'une augmentation du chômage, dans l'espoir d'assainir l'économie à moyen terme.

Cette nouvelle stratégie et les anticipations qu'elle suscite ont déterminé en grande partie l'évolution des marchés des changes. Le cours du dollar s'est raffermi durablement et celui de la livre sterling est resté à un niveau élevé.

## 2. Evolution conjoncturelle dans différents pays

Aux *Etats-Unis*, le produit national brut a augmenté à un rythme annuel de 4% au quatrième trimestre, grâce surtout à la progression de la consommation privée, de la construction de logements et des exportations de marchandises. Sur l'ensemble de l'année, le produit national brut a fléchi de 0,1%; il s'agit du premier recul depuis 1975, où il avait atteint 1,1%.

A la fin de 1980, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 12,4%; il était ainsi inférieur de 0,9% au niveau observé un an auparavant. En moyenne annuelle, il a atteint 13,5%, contre 11,3% en 1979. Le taux de chômage s'est chiffré à 7,4% à la fin de 1980, contre 6% un an auparavant. Le déficit de la balance commerciale a diminué de 9%, mais s'est encore chiffré à 26,7 milliards de dollars. Grâce à l'augmentation du produit des investissements à l'étranger, la balance des revenus s'est soldée par un excédent, que l'OCDE estime à 5,5 milliards de dollars.

A la mi-février, le nouveau gouvernement a fait connaître son programme économique, dont les éléments principaux sont la réduction massive des dépenses et la diminution des impôts directs, l'abrogation de mesures régulatrices restreignant la liberté des entreprises, et la poursuite de la politique monétaire restrictive. Le programme vise à la fois à combattre l'inflation et à stimuler l'investissement. Par ces mesures, le gouvernement entend, à partir de 1984, équilibrer son budget et réduire de moitié le taux de l'inflation. A court terme, il ne faut guère s'attendre à un fléchissement spectaculaire de l'inflation, ni à une augmentation notable de l'emploi.

Le ralentissement économique international a influé davantage qu'on ne le prévoyait sur la conjoncture que la *République fédérale d'Allemagne* a connue en 1980. Alors que l'activité avait été encore vigoureuse au premier semestre, elle s'est affaiblie par la suite. Le rythme annuel de la croissance a passé de 3,6% au premier semestre à 0,2% au second. Sur l'ensemble de l'année, le produit national brut a augmenté probablement de 2% en chiffre rond, contre 4,5% en 1979.

En valeur, les exportations allemandes se sont accrues sensiblement au quatrième trimestre; par rapport à la période correspondante de 1979, la progression nominale a dépassé 7%, mais il ne semble pas que le volume des exportations ait augmenté. Quant aux importations, elles ont été influencées par les nouvelles majorations des prix du pétrole et par la faiblesse du mark sur les marchés des changes. L'augmentation qu'elles ont enregistrée au quatrième trimestre, et qui s'est chiffrée à 9% par rapport à la période correspondante de 1979, semble due exclusivement à la hausse des prix. Si l'on fait abstraction de celle-ci, les importations paraissent avoir fléchi notablement.

En raison du recul de l'excédent de la balance commerciale, le déficit de la balance des revenus a continué

d'augmenter. Après correction des variations saisonnières, il s'est inscrit à 8 milliards de marks au quatrième trimestre, contre 7 milliards au troisième.

A la fin du mois de décembre, le taux annuel de renchérissement s'élevait à 5,5%, contre 5,4% en 1979. La hausse des prix de gros se chiffrait à 6,7%, après avoir atteint 9,5% en 1979. Le nombre de chômeurs excédait un million à la fin de l'année, le taux de chômage ayant ainsi passé de 3,8% à la fin de 1979 à 4,8% un an plus tard.

Pour 1981, le gouvernement prévoit une stagnation, voire une légère régression du produit national brut réel, et une hausse moyenne des prix à la consommation de 4,5%. Le déficit de la balance des revenus devrait revenir à 24 milliards de marks. En moyenne annuelle, le chômage devrait toucher 1,2 million de personnes et atteindre ainsi le niveau le plus élevé de ces vingt-cinq dernières années.

Le ralentissement de la conjoncture au *Royaume-Uni*, apparu au début de 1980, s'est poursuivi durant le dernier trimestre. A la fin du mois de novembre, l'indice global de la production industrielle était inférieur de plus de 10% au niveau observé un an auparavant. Le recul du produit intérieur brut, en termes réels, est estimé à 2,5% pour 1980. Le fléchissement économique est lié aux mesures que le gouvernement a prises pour combattre l'inflation. La baisse de la production résultant des mesures d'assainissement de l'économie a été accentuée par le ralentissement de la conjoncture internationale.

Cette évolution a entraîné une augmentation continue du chômage. Pour la première fois depuis la deuxième guerre mondiale, le nombre de chômeurs a dépassé la limite des deux millions à la fin de 1980. Au mois de janvier 1981, ce chiffre s'est élevé à 2,4 millions, ce qui correspond à un taux de chômage de 9,3%. Par contre, le taux d'inflation est en constante diminution depuis le mois de juillet. Au mois de décembre, il s'est inscrit à 15,1%, alors qu'il excédait encore 20% au premier semestre. La balance des revenus, qui avait accusé un déficit de 1,7 milliard de livres en 1979, s'est soldée par un excédent de 2,4 milliards.

En *France*, la production industrielle s'est inscrite en baisse depuis le troisième trimestre de 1979. A la fin du mois de novembre, le recul atteignait 7% par rapport à la période correspondante de 1979. Au quatrième trimestre, la demande intérieure a été le facteur principal de ralentissement. Les entreprises considéraient leurs stocks de produits finis comme excessifs.

En 1980, le taux moyen d'inflation s'est chiffré à 13,3%, contre 10,8% en 1979. Cependant, la hausse mensuelle des prix à la consommation a diminué au second semestre. Le nombre de chômeurs a continué d'augmenter, le taux de chômage s'élevant à 6,7% au mois de décembre. Pendant les premiers mois de 1981, la production a encore ralenti, et le chômage partiel s'est accru. Le déficit de la balance commerciale a augmenté considéra-

ment en 1980. La balance des revenus, qui s'était soldée par un excédent au cours des deux années précédentes, a accusé un déficit d'environ 29 milliards de francs français.

En *Italie*, des signes de reprise conjoncturelle sont apparus depuis le mois de novembre. Si la production de biens d'équipement a augmenté, celle de produits semi-ouvrés et celle de biens de consommation ont poursuivi leur baisse. Depuis le mois de juillet, l'indice global de la production industrielle a reculé. Au mois de décembre, il dépassait néanmoins de 5,5% son niveau de l'année précédente.

Le taux de l'inflation s'est élevé à 21,2% en 1980, chiffre qui n'avait plus été atteint depuis 1947. Au mois de novembre, la hausse vigoureuse des prix de gros a dissipé l'espoir d'une baisse prochaine de l'inflation qu'avait suscité le fléchissement de cet indice durant l'automne. En s'inscrivant à 7,6% à la fin de 1980, le taux de chômage était presque inchangé par rapport à l'année précédente.

En 1980, le déficit de la balance commerciale s'est chiffré à environ 18 000 milliards de lires (20 milliards de dollars). Il faut l'attribuer surtout à une forte diminution des exportations. La balance des revenus s'est soldée par un déficit d'environ 10 000 milliards de lires (10,8 milliards de dollars).

Bien que l'expansion économique du *Japon* ait fléchi au second semestre, le produit national brut réel a augmenté de plus de 5% en 1980. L'accroissement de la production industrielle s'est ralenti sensiblement depuis le milieu de l'année, et en particulier au quatrième trimestre. Néanmoins, le taux de chômage n'a guère varié, dépassant à peine 2%.

En 1980, l'indice des prix à la consommation est monté de 8%, soit deux fois plus fortement que l'année précédente. Toutefois, cette tendance ne se maintiendra vraisemblablement pas en 1981. La hausse des prix de gros s'est déjà ralentie: après avoir atteint un taux maximal de 24% au mois d'avril, elle est revenue à moins de 10% au mois de décembre. La diminution des poussées inflationnistes est due à une politique monétaire stricte et à la libéralisation des lois régissant les opérations de change, qui a contribué à une appréciation du yen.

Après avoir été déficitaire du mois de janvier au mois de mai, la balance commerciale a enregistré des excédents pendant le reste de l'année. Au mois de janvier 1981, elle s'est soldée de nouveau par un déficit. La balance des revenus a encore fait ressortir un solde négatif, qui a passé de 8,8 milliards de dollars en 1979 à 10,8 milliards en 1980.

### 3. Evolution monétaire dans différents pays

Au cours des derniers mois de 1980, la politique monétaire des *Etats-Unis* est demeurée restrictive. Les objectifs fixés par le Système de Réserve Fédérale ont été

Tableau 1: *indicateurs conjoncturels étrangers*

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

Pays	1978	1979	1980				1980 moyenne
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Etats-Unis	7,7	11,3	14,3	14,3	12,9	12,5	13,5
RFA	2,7	4,1	5,5	5,9	5,4	5,3	5,5
Royaume-Uni	8,3	13,4	19,5	22,3	16,4	15,3	18,4
France	9,1	10,8	13,3	13,6	13,6	13,5	13,5
Italie	12,1	14,8	21,4	20,9	21,5	21,1	21,2
Japon	3,8	3,6	7,3	8,1	8,4	7,7	7,8

Produit national brut (variation réelle en % par rapport à l'année précédente)

Pays	1978	1979	1980			1980 a)	1981 a)
			1er trim.	2e trim.	3e trim.		
Etats-Unis	4,4	2,3	0,9	-0,9	-1,5	-0,1	0,8
RFA	3,3	4,5	5,8	1,5	0,7	1,8	-0,2
Royaume-Uni	b) 3,6	1,5	1,0	-4,0	-	-2,3	-1,9
France	b) 3,6	3,3	3,3	2,6	0,6	1,6	1,1
Italie	b) 2,6	5,0	6,5	6,4	2,3	3,7	-1,0
Japon	5,9	5,9	6,4	5,3	5,3	5,0	3,7

a) estimations de l'OCDE ou données nationales  
b) PIB

atteints: au mois de décembre, les agrégats monétaires  $M_{1A}$  et  $M_{1B}$  – ce dernier comprenant  $M_{1A}$  et les dépôts NOW, sortes de comptes courants rémunérés ouverts dans des banques commerciales et des caisses d'épargne – dépassaient respectivement de 3,4% et de 6% leur niveau de l'année précédente; les limites supérieures fixées étaient respectivement de 6% et de 6,5%. Si l'augmentation de  $M_{1B}$  s'est accélérée au mois de janvier, on peut l'attribuer sans doute à la possibilité donnée à toutes les banques, depuis le début de l'année, d'ouvrir des comptes NOW à leurs clients.

La politique monétaire restrictive a entraîné une hausse des taux d'intérêt. A la mi-décembre, le taux des crédits bancaires aux débiteurs de premier ordre et celui des fonds fédéraux ont dépassé 20%, niveau le plus élevé de l'année. Aux mois de janvier et de février 1981, ils ont diminué, mais la baisse a été faible en comparaison de celle du printemps de 1980. Plusieurs facteurs s'opposent à un fléchissement rapide et vigoureux. Pour l'instant, la conjoncture et l'inflation ne se sont pas affaiblies sensiblement; en outre, le secteur public aura vrai-

Taux de chômage (variations saisonnières déduites)

1978	1979	1980					
		1er trim.	2e trim.	3e trim.	oct.	nov.	déc.
5,9	5,7	6,1	7,5	7,6	7,6	7,5	7,4
5,3 a)	3,2 a)	3,4 a)	3,8 a)	4,0 a)	4,2 a)	4,3 a)	4,5 a)
5,6 b)	5,3 b)	5,6 b)	6,0 b)	6,9 b)	7,7 b)	8,3 b)	8,7 b)
5,2 a)	5,9 a)	6,2 a)	6,5 a)	6,5 a)	6,4 a)	6,6 a)	6,7 a)
8,3	7,4	7,8 c)	7,5 c)	7,5 c)	7,5	-	-
2,0	2,2	1,8	2,0	2,1	2,1	2,3	-

a) calcul de l'OCDE  
b) abstraction faite des élèves ayant terminé leur scolarité  
c) 1er mois de chaque trimestre

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

1978	1979	1980		1980 a)	1981 a)
		1er sem.	2e sem.		
-14,3	-0,8	-5,1	10,7	5,5	19,6
8,7	-5,5	-7,3	-7,7	-15,0	-10,5
1,2	-3,9	-0,5	6,0	5,5	4,4
3,7	1,2	-3,3	-6,3	-6,3	-6,2
6,2	5,1	-2,3	-2,0	-4,3	-2,3
16,5	-8,8	-9,2	-1,6	-10,8	-6,0

a) estimations de l'OCDE ou données nationales  
b) PIB

semblablement des besoins accrus de financement ces prochains mois, en raison des réductions d'impôts que le nouveau gouvernement a annoncées.

En République fédérale d'Allemagne, l'évolution des agrégats monétaires montre que la Banque fédérale a assoupli sa politique au cours des derniers mois. L'accroissement annuel de la base monétaire s'est inscrit à 4,5% au mois de novembre. Il s'est accéléré par la suite et a atteint environ 6% à la fin du mois de décembre. Malgré cela, il est resté dans la marge de 5% à 8% que les autorités s'étaient fixée comme objectif pour 1980. Durant le dernier trimestre de l'année, le rythme de progression des autres agrégats monétaires s'est également accentué. Du mois de septembre au mois de novembre, le taux annuel d'accroissement de la masse monétaire  $M_1$  a passé de 3,3% à 6%. L'évolution de  $M_2$  et de  $M_3$  a été parallèle à celle de  $M_1$ , les taux respectifs montant de 8,7% à 10% et de 4,8% à 6,2%.

Le niveau élevé des taux d'intérêt, que l'on a constaté sur le marché monétaire allemand pendant presque

toute l'année dernière, s'est maintenu durant les deux premiers mois de 1981. Vers la fin du mois de février, la Banque fédérale d'Allemagne a décidé de ne plus accorder d'avances sur nantissement au taux officiel. En même temps, elle a offert aux banques des avances sur nantissement spéciales, aux conditions du marché, ce qui traduit un resserrement de la politique du crédit. La tendance à la hausse des taux d'intérêt pourrait s'en trouver renforcée. Le but de la politique monétaire allemande demeure d'assurer la stabilité du mark, aussi bien sur le plan intérieur que sur le plan extérieur.

L'accroissement de la masse monétaire  $M_3$  en sterling, qui est considérée au *Royaume-Uni* comme l'indicateur de la politique monétaire, s'est accéléré beaucoup plus fortement que les autorités ne le prévoient. A la mi-décembre, le taux annuel d'expansion a atteint 21,5%, alors que l'objectif fixé pour la période allant du mois de février 1980 au mois d'avril 1981 se situe entre 7% et 11%. Par contre, l'évolution de la base monétaire indique que la politique des autorités a été restrictive. Tandis que l'accroissement de cet agrégat se montait à 16% environ au mois de janvier 1980, il n'était plus que de 6% à la fin de l'année. Il est probable que la base monétaire reflète mieux la politique de la Banque d'Angleterre que la masse monétaire  $M_3$  en sterling.

Vers la fin de l'année, l'augmentation de  $M_3$  en sterling s'est ralentie également. Du mois de septembre au mois de décembre, le rythme annuel d'accroissement ne s'est chiffré qu'à 18%, alors qu'il avait atteint encore 35% du mois de juin au mois de septembre. Toutefois, le ralentissement était dû au fléchissement de la conjoncture et au fait que le gouvernement a limité les emprunts du secteur public.

Au second semestre, la détente apparue sur le marché du crédit a permis à la Banque d'Angleterre d'abaisser le taux de l'escompte de 16% à 14%. L'évolution de la livre sterling a continué de stimuler les afflux de capitaux, de sorte que les taux d'intérêt ont encore baissé au début de 1981.

En *France*, l'accroissement accéléré de la masse monétaire  $M_2$ , qui avait commencé au mois d'août, s'est poursuivi durant les mois suivants. Les dépôts bancaires à vue du public ont augmenté particulièrement, alors que la quasi-monnaie est restée assez stable. A la fin du mois de novembre, l'accroissement annuel de la masse monétaire  $M_2$  s'inscrivait à 10,5%, soit légèrement au-dessous du taux de 11% fixé comme objectif.

Sur le marché monétaire français, la détente s'est poursuivie aux mois de janvier et de février. Elle résulte en grande partie de la politique visant à modérer la hausse des taux d'intérêt, que mène la Banque de France pour soutenir le cours du mark. L'institut d'émission a maintenu son taux directeur à 10%. Toutefois, les taux à court terme sont descendus quelque peu, car un ajustement des parités du Système monétaire européen (SME) paraissait possible. Sur le marché des capitaux, les taux sont montés.

Au *Japon*, l'accroissement de la masse monétaire  $M_2$  a passé de 9,8% au début de 1980 à 7,7% à la fin de l'année. Selon la Banque du Japon, il continuera de se ralentir au début de 1981, pour se chiffrer à 7%. La fermeté du yen et le bas niveau de l'inflation ont permis à l'institut d'émission d'assouplir sa politique monétaire au début de cette année. Il a modéré les restrictions de crédit imposées aux banques par le système dit du «window guidance». Pour le premier semestre de 1981, les limites de crédit ont été majorées et fixées à un niveau supérieur de 20% à 25% au plafond prévu pour 1980.

#### 4. Evolution des marchés des changes

Au dernier trimestre de 1980, le principal événement a été la hausse du cours du dollar, qui s'est encore accentuée de la fin du mois de janvier à la mi-février. Les monnaies des pays dont le taux d'inflation est peu élevé se sont généralement dépréciées au quatrième trimestre, alors que celles des pays subissant une hausse des prix relativement forte se sont revalorisées.

Du début du mois de novembre à la fin du mois de janvier, le cours du *dollar* est monté d'environ 9,5% par rapport aux monnaies européennes, exception faite de la livre sterling. Cependant, l'évolution n'a pas été régulière. Le cours est monté vigoureusement au mois de novembre, pour se stabiliser au début du mois de décembre, s'affaiblir quelque peu à la fin de 1980 et au début de cette année, puis remonter fortement à la fin du mois de janvier. Ces oscillations s'expliquent en grande partie par les incertitudes relatives à la politique monétaire et budgétaire du nouveau gouvernement des Etats-Unis, ainsi que par la difficulté d'interpréter les statistiques de la masse monétaire américaine, en raison de l'expansion des dépôts NOW.

La hausse du *yen* au quatrième trimestre a été encore plus forte que celle du dollar. Après avoir fléchi au mois de novembre, son cours s'est raffermi au début du mois de décembre. Cette évolution reflète surtout l'entrée en vigueur d'une législation plus libérale en matière de mouvements de capitaux.

Au quatrième trimestre, la *livre sterling* s'est maintenue à un niveau élevé. Après un léger fléchissement à la fin du mois de décembre, son cours s'est raffermi au début de l'année, pour demeurer stable pendant tout le mois de janvier. La hausse annuelle moyenne de la livre, pondérée en fonction du commerce extérieur, s'est chiffré à 14,5% en termes nominaux et à 19% en termes réels. Cette évolution s'explique par la politique monétaire britannique très restrictive et par la volonté manifestée par les autorités de poursuivre dans cette voie. L'amélioration de la balance des revenus a exercé aussi des effets positifs sur le cours de la livre.

Par rapport au dollar, les monnaies du *SME* et le franc suisse se sont dépréciés. Les monnaies du *SME* ont fléchi de 9,5% du début du mois de novembre à la fin du mois de janvier et de 13% en moyenne durant l'année 1980. Au sein du *SME*, les monnaies fortes ont été le

franc français, le florin et la couronne danoise, alors que le franc belge, le mark et la lire ont été les monnaies faibles.

En termes nominaux, toutes les monnaies européennes se sont dévaluées par rapport au dollar. Corrigée des différences entre les taux d'inflation, l'évolution apparaît quelque peu différente: le franc français et la lire sont restés à peu près stables en 1980, tandis que le cours réel du mark, pondéré en fonction du commerce extérieur, s'est déprécié de plus de 7%. La faiblesse du mark résultait du niveau relativement bas des taux d'intérêt en Allemagne, et du déficit considérable de la balance des revenus.

Tableau 2: variations des cours de certaines monnaies

en %	du 30.10. au 30.1.1981		de décembre 1979 à décembre 1980 <sup>3)</sup>		
	nominal		nominal		réel
	par rapport au dollar <sup>1)</sup>	moyenne pondérée <sup>2)</sup>	par rapport au dollar	moyenne pondérée	moyenne pondérée
dollar	-	+1,5	-	+ 1,1	+ 3,6
yen	+ 3,9	+7,2	+12,9	+17,6	+16,2
mark	- 9,6	-1,2	-13,7	- 4,6	- 7,8
franc français	- 9,2	-1,6	-12,2	- 2,7	0,0
lire	- 9,9	-1,3	-15,1	- 5,3	- 1,9
livre sterling	- 1,6	+3,2	+ 6,3	+14,5	+18,9
franc suisse	-10,0	-3,2	-11,6	- 3,5	- 8,7

<sup>1)</sup> moyennes hebdomadaires

<sup>2)</sup> en fonction du commerce extérieur, jusqu'au 23 janvier 1981

<sup>3)</sup> moyennes mensuelles

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Evolution monétaire

#### Agrégats monétaires

Déduction faite des opérations liées à l'échéance, la base monétaire s'est inscrite à 29,9 milliards de francs à la fin de 1980, soit au même niveau qu'un an auparavant. Au quatrième trimestre, elle a été en moyenne inférieure de 1,6% au montant enregistré durant la période correspondante de 1979, mais supérieure de 3,5% à celui de la mi-novembre 1979, par rapport auquel la Banque nationale avait fixé son objectif d'expansion monétaire. En raison de l'appréciation du dollar, une expansion monétaire plus forte ne s'imposait pas. Si la base monétaire a peu augmenté par rapport au dernier trimestre de 1979, il faut l'attribuer aussi au fait que des billets thésaurisés ont été remis en circulation après l'abrogation des mesures contre l'afflux de fonds étrangers.

Au mois de janvier, la base monétaire – corrigée des opérations liées à l'échéance – ne s'est guère écartée de l'objectif fixé. Afin de s'opposer à l'affaiblissement du franc, la Banque nationale l'a accrue un peu moins fortement au mois de février, où elle est demeurée à la limite inférieure de l'expansion visée.

Au mois de décembre, la masse monétaire  $M_1$  a diminué de 0,9% par rapport à la période correspondante de 1979, alors que les agrégats  $M_2$  et  $M_3$  se sont encore accrus de 12,2% et de 3,6% respectivement. Les divergences entre ces taux s'expliquent par la tendance à la hausse de l'ensemble des taux d'intérêt et par la modification de la structure des taux, apparue au milieu de 1979. Ces derniers mois, les signes de normalisation des agrégats monétaires se sont multipliés. En chiffres absolus, les trois masses monétaires ont augmenté régulièrement depuis le mois d'août. Toutefois, ce mouvement correspond largement aux variations saisonnières habituelles. Si la structure des bilans bancaires ne s'est plus ou plus guère modifiée depuis lors, cela tient surtout à la stabilité de la politique monétaire et à la stabilisation qu'elle entraîne dans la structure des taux d'intérêt.

Après avoir atteint le montant record d'environ 46,8 milliards de francs au mois de mars 1979, les dépôts à vue avaient diminué régulièrement. Cette évolution a pris fin au mois d'août 1980, où ils se sont inscrits à 34,3 milliards de francs. Par la suite, ils se sont accrus de nouveau, pour passer à 38,3 milliards de francs au mois de décembre. La quasi-monnaie, qui avait décliné quelque peu au deuxième trimestre de 1980, est restée relativement stable pendant le reste de l'année. Elle s'est chiffrée à 48 milliards de francs au mois de décembre, soit au même niveau qu'au mois de juillet. Du mois d'août au mois de décembre, les dépôts d'épargne ont augmenté de 9,3 milliards pour atteindre 214,1 milliards de francs. Durant la même période, le montant des obligations de caisse a baissé de 100 millions de francs.

#### Marché monétaire

En raison de l'échéance annuelle, l'approvisionnement en disponibilités a varié fortement du mois de novembre au mois de février. Les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale ont oscillé entre 6,2 milliards de francs le 10 novembre et 13,7 milliards le 31 décembre. A la fin des mois de décembre et de janvier, l'approvisionnement en liquidités a dépassé l'objectif que s'était fixé la Banque nationale.

A la fin du mois de novembre, les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont chiffrés à 8 milliards de francs, niveau qui correspondait encore à l'objectif visé. Au mois de décembre, l'évolution du marché monétaire a été déterminée par l'approche de l'échéance annuelle. L'institut d'émission a indiqué bien à l'avance aux banques quel montant il jugeait souhaitable pour les avoirs en comptes de virements, et il leur a proposé des swaps aux conditions du marché. Toutefois, les banques n'ont fait qu'un usage restreint de cette offre, en raison de l'écart entre les taux du marché et les taux officiels. Peu avant Noël, des signes évidents de tensions sont ainsi apparus sur le marché monétaire; ils ne se sont dissipés qu'à la veille de l'échéance, lorsque les banques ont recouru davantage à l'escompte et aux avances sur nantissement. Le financement de l'échéance s'est réalisé, dans des proportions à peu

près égales, par la conclusion de swaps d'une durée de sept jours à un mois et par le recours aux crédits traditionnels de la Banque nationale.

Les banques ayant utilisé plus fortement que prévu l'escompte et les avances sur nantissement, les avoirs en comptes de virements ont dépassé de 1,2 milliard de francs l'objectif visé qui était de 12,5 milliards. Ainsi, ils ont excédé de 0,5 milliard de francs le montant enregistré un an auparavant. Au mois de janvier, le remboursement s'est effectué sans difficultés. A la fin du mois, les avoirs en comptes de virements se sont élevés à 8,8 milliards de francs et ont dépassé de nouveau le niveau souhaité.

La Banque nationale jugeait inopportun que les banques recourent à ses crédits traditionnels dans des proportions plus fortes que prévu, car cette situation pouvait entraver sa politique monétaire. Avec effet au 3 et au 20 février, elle a donc porté le taux de l'escompte de 3% à 3½%, puis à 4%, et le taux des avances sur nantissement de 4% à 4½%, puis à 5½%. A partir du 6 février, le taux d'escompte privé a été relevé de 5% à 5½%. A la même date, les taux spéciaux d'escompte pour effets de stocks obligatoires ont été également majorés et portés de 3% à 3½% pour les stocks de denrées alimentaires et de fourrages, et de 3¼% à 3¾% pour les autres stocks obligatoires.

Si les taux des dépôts à trois mois sur l'euro-marché n'ont varié que peu au mois de novembre, ils sont montés – comme c'est généralement le cas – de manière presque continue au mois de décembre. Au début de 1981, ils sont redescendus au niveau du mois de novembre et s'y sont ensuite maintenus sans oscillations notables. Durant la seconde moitié du mois de février, ils sont montés d'environ 1%. Parallèlement à cette évolution sur l'euro-marché, les grandes banques ont modifié la rémunération des dépôts à terme de leur clientèle, qui ont varié de la façon suivante:

Tableau 3: *taux d'intérêt des dépôts à terme dans les grandes banques*

Période	Durée		
	3 à 5 mois	6 à 11 mois	1 an
23.10.80–30.11.80	4¾%	4¾%	4¾%
1.12.80–15.12.80	5¼%	5¼%	5¼%
16.12.80– 4. 1.81	5¾%	5¾%	5½%
5. 1.81– 1. 2.81	5%	5¼%	4¾%
2. 2.81– 8. 2.81	5%	5¼%	5¼%
9. 2.81–15. 2.81	5½%	5½%	5½%
16. 2.81–24. 2.81	6%	6%	6%
25. 2.81–	6½%	6½%	6½%

Les banques zurichoises liées par le «Zinskonvenium» ont majoré de ¼% les taux des crédits en compte courant, avec effet au 1er mars, et les taux des avances et prêts à terme fixe, avec effet au 6 février.

A la fin du mois de novembre, la Banque nationale a remboursé des bons qu'elle avait émis, pour une somme de 353 millions de francs. Par ailleurs, la Confédération a émis cinq séries de créances comptables. Le montant de chaque série était d'environ 200 millions de francs, la durée étant de trois mois dans quatre cas et de six mois pour une des séries émises au mois de février. Le rendement s'est inscrit à 4,63% au mois de novembre, à 5,55% au mois de décembre, à 4,57% au mois de janvier, à 5,73% (créances à six mois) et à 6,54% au mois de février.

#### Marché des changes

Le fléchissement du franc observé au quatrième trimestre s'est accentué au début de 1981, et le cours de notre monnaie a reculé par rapport à toutes les monnaies importantes. Du début du mois de novembre à la fin du mois de janvier, la baisse a été faible par rapport aux monnaies du SME; elle s'est chiffrée respectivement à 0,4%, à 0,5% et à 0,1% par rapport au mark, au franc français et à la lire. Par contre, elle s'est chiffrée à 8,4%, à 10% et à 14,1% respectivement vis-à-vis de la livre sterling, du dollar et du yen.

Toutefois, le fléchissement du franc n'a pas été constant pendant la période examinée. Au début du mois de novembre, la légère baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, jointe à une certaine stabilité des taux en Suisse, a eu pour conséquence que le cours du franc est monté passagèrement par rapport au dollar. Le 11 novembre, le cours du dollar dans notre pays est même descendu au-dessous de fr. 1,70. Un raffermissement parallèle du franc s'est produit par rapport à d'autres monnaies.

La rémunération des placements en dollars s'étant améliorée au début du mois de décembre, le cours du franc a de nouveau baissé. Ainsi, l'écart entre les taux des dépôts à trois mois aux Etats-Unis et en Suisse a dépassé 14% le 12 décembre, date à laquelle le cours du dollar s'est inscrit à fr. 1,826. Vers la fin du mois, l'écart a diminué, car les taux d'intérêt ont baissé aux Etats-Unis alors qu'ils montaient en Suisse. En même temps, le cours du franc s'est raffermi quelque peu. Jusqu'à la fin de l'année, cette hausse n'a toutefois pas compensé la baisse du cours, qui s'était produite au début du mois.

Depuis la première semaine du mois de janvier, le cours du franc s'est affaibli sensiblement vis-à-vis des principales monnaies. Une dépréciation accélérée a eu lieu à partir du 20 janvier, bien que l'écart entre les taux d'intérêt suisses et américains se soit réduit. Le point extrême de cette évolution a été atteint le 6 février, le cours du dollar dépassant alors fr. 2,05. Pendant le reste du mois, le franc s'est raffermi, et le cours du dollar a oscillé en général entre fr. 1,90 et fr. 2,-. Toutefois, la baisse du franc est restée modeste si l'on considère son évolution moyenne pondérée en fonction des exportations, presque toutes les monnaies européennes s'étant dépréciées simultanément.

## Marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt n'ont guère varié durant les mois de novembre et de décembre: le rendement moyen des obligations fédérales s'est maintenu aux environs de 4,7% pendant cette période. Au début de 1981, les taux sont montés; le rendement moyen des obligations fédérales s'est élevé presque continuellement depuis le mois de janvier, pour atteindre 5,2% à la fin du mois de février.

Aux mois de novembre et de décembre, la souscription des rares emprunts suisses émis n'a pas posé de problèmes. Le marché n'en donnait pas moins des signes évidents de faiblesse. Afin de modérer les fluctuations saisonnières, qui caractérisent le mois de décembre, la Banque nationale est intervenue davantage pour soutenir les cours. Au début de 1981, la situation du marché s'est améliorée et la Banque nationale a suspendu ses achats. Durant la seconde moitié du mois de janvier, le marché s'est affaibli quelque peu et les cours ont eu tendance à descendre légèrement. Les souscriptions aux nouveaux emprunts ont été encore satisfaisantes, mais la ruée des investisseurs, à laquelle on s'attendait après les fêtes, n'a pas eu lieu. Pendant toute la période examinée, le volume des transactions a été faible sur le marché secondaire.

En 1980, le recours net au marché des capitaux s'est chiffré à 12,16 milliards de francs, soit plus du triple du montant enregistré l'année précédente, qui avait été de 3,95 milliards de francs. Le volume d'argent frais prélevé sur le marché s'est accru de plus de 40%, passant de 10,75 milliards de francs en 1979 à 15,32 milliards l'année suivante, alors que les remboursements ont diminué de plus de la moitié, puisqu'ils se sont inscrits à 3,16 milliards de francs, contre 6,79 milliards l'année précédente.

L'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger ayant augmenté aux mois de novembre et de décembre, il en est résulté un accroissement vigoureux des exportations de capitaux soumises à autorisation, en particulier des crédits bancaires.

Durant ces deux mois, le rendement des emprunts publics émis par des débiteurs étrangers a baissé quelque peu. Par contre, pendant la première moitié du mois de janvier, les premiers cours hors bourse de ces emprunts ont été souvent inférieurs au prix d'émission, ce qui laissait supposer que les souscriptions n'avaient pas couvert les montants offerts. Par la suite, les taux nominaux ont été relevés. A la fin du mois de février, le rendement dépassait de plus de ½% le niveau observé au début de l'année.

En 1980, les exportations de capitaux soumises à autorisation ont totalisé 23,3 milliards de francs, contre 26,9 milliards l'année précédente. Les emprunts publics se sont chiffrés à 5,5 milliards de francs, les émissions de «notes», à 8,4 milliards et les crédits bancaires, à 9,4 milliards; en 1979, les montants correspondants avaient

été de 5,2, 10,3 et 11,3 milliards de francs respectivement.

Compte tenu de la situation du marché, la commission chargée d'établir le programme des émissions a réduit de 0,35 milliard de francs le montant des emprunts annoncés pour le premier trimestre de 1981, alors qu'elle avait admis tous les emprunts annoncés un an auparavant. Le montant des emprunts autorisés a passé de 2,8 à 2,92 milliards de francs du premier trimestre de 1980 à la période correspondante de 1981. Le prélèvement d'argent frais se chiffrait ainsi à 2,2 milliards de francs, contre 2,05 milliards en 1980, tandis que les conversions se montaient à 0,72 milliard, contre 0,75 milliard au premier trimestre de 1980.

A dater du 26 janvier, les banques cantonales et les grandes banques ont appliqué un taux uniforme de 5% à l'ensemble de leurs obligations de caisse. Ainsi, la rémunération des titres d'une durée de 3 à 4 ans a été majorée de ½%, et celle des titres d'une durée de 5 à 6 ans, de ¼%. Avec effet au 12 février, les banques ont porté à 5¼% le taux des obligations de caisse d'une durée de 5 à 8 ans, sans modifier la rémunération des autres titres. Depuis le début du mois de décembre ou de janvier, la rémunération des dépôts d'épargne a passé de 2,5% à 3%.

## 2. Evolution de l'économie

Durant les trois derniers mois de l'an passé, la conjoncture en Suisse a continué de s'affaiblir. Signes de ce fléchissement, les entrées de commandes dans l'industrie ont diminué et les chefs d'entreprises ont porté des jugements un peu moins optimistes qu'auparavant sur l'activité économique. La production ne s'étant guère ralentie, malgré la diminution des entrées de commandes, les carnets de commandes se sont réduits.

La consommation privée a encore été un des moteurs de la conjoncture, tandis que la demande globale d'investissement a commencé à s'affaiblir. Cependant, la progression a continué dans le secteur des biens d'équipement. Les besoins de rationalisation ont paru importants. L'appréciation de la conjoncture, bien qu'un peu moins positive, n'en est pas moins demeurée satisfaisante. L'utilisation de l'appareil de production a été aussi forte qu'au trimestre précédent. Jusqu'à maintenant, l'affaiblissement de la conjoncture ne s'est pas encore répercuté sur le marché du travail. Le renchérissement s'est accéléré au quatrième trimestre et au début de 1981.

### Consommation privée

Au quatrième trimestre, la consommation privée a poursuivi sa progression. En termes réels, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté de 3,7% par rapport à la période correspondante de 1979. Cet accroissement était le plus élevé qu'on ait enregistré en 1980. En volume, les importations de biens d'équipement ont progressé de 2%. Toutefois, les achats à

l'étranger d'automobiles et de biens destinés à l'aménagement du logement ont diminué quelque peu par rapport au quatrième trimestre de 1979.

Dans l'industrie du tourisme, la demande a encore été forte. Au quatrième trimestre, les nuitées dans les hôtels et les établissements de cure ont augmenté de 6,2% par rapport à la période correspondante de 1980.

#### Investissements

Au quatrième trimestre, le taux de croissance des investissements semble avoir continué de s'affaiblir. Les promesses de crédit de construction, dont l'expansion se ralentit, paraissent refléter un fléchissement conjoncturel dans l'industrie du bâtiment. Au quatrième trimestre, le taux annuel d'accroissement de ces promesses s'est chiffré à 12,6%, alors que la progression moyenne a atteint 23% en 1980. Compte tenu des limites de crédit non utilisées, qui ont augmenté de 20% de la fin de 1979 à la fin de 1980, les carnets de commandes sont probablement encore bien garnis dans l'industrie de la construction.

Dans le domaine des biens d'équipement, l'expansion s'est poursuivie; les investissements de ce type ont été nettement supérieurs à ceux de l'année précédente. Les données les plus récentes indiquent toutefois un fléchissement de la demande.

#### Commerce extérieur

Du mois d'octobre au mois de janvier, le ralentissement du commerce extérieur s'est poursuivi. Comme cela se produit généralement dans une phase de fléchissement conjoncturel, les importations ont faibli davantage que les exportations. Le déficit de la balance commerciale s'est donc réduit nettement par rapport aux mois précédents.

Déduction faite de certains mouvements particuliers, le volume des importations a encore augmenté de 3,6% au quatrième trimestre par rapport à la période correspondante de l'année précédente, mais a diminué de 9,9% au mois de janvier. Le mois de janvier comptait toutefois un jour ouvrable de moins cette année qu'en 1980. L'évolution des importations a été largement déterminée par celle des achats de matières premières et de produits semi-ouvrés, qui se sont accrus de 1,9% au quatrième trimestre et ont fléchi de 9,4% au mois de janvier. Les importations de biens d'équipement, qui réagissent généralement assez tard à un tassement de la conjoncture, ont augmenté de 21,8% au quatrième trimestre, mais ont diminué de 0,8% au mois de janvier. A la suite du renchérissement du pétrole sur le marché libre de Rotterdam, les importations de produits énergétiques ont fléchi notablement.

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les exportations n'ont pas varié au quatrième trimestre et ont diminué de 4,8% au mois de janvier. Les ventes à l'étranger de métaux et ouvrages en

métal, qui suivent de près les fluctuations conjoncturelles, ont baissé fortement. Au mois de janvier, les exportations de textiles et d'articles d'habillement ont aussi reculé vigoureusement, la diminution s'inscrivant à 8,5%.

En raison de la dépréciation du franc, les prix moyens des importations sont montés de 9,1% au quatrième trimestre et de 11,1% au mois de janvier. Les prix moyens des exportations se sont élevés légèrement.

Déduction faite des mouvements particuliers, le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 1 850 millions de francs au quatrième trimestre et à 381 millions au mois de janvier.

#### Marché du travail

Au quatrième trimestre, le chômage s'est accru quelque peu sous l'effet de facteurs saisonniers; il est resté cependant nettement au-dessous du niveau atteint un an auparavant. Selon un complément à l'enquête conjoncturelle de l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, le nombre d'heures supplémentaires de travail a été légèrement inférieur à celui des deux trimestres précédents.

Le taux de chômage, c'est-à-dire le rapport entre le nombre de chômeurs complets et celui des personnes actives, s'est inscrit à 0,3% à la fin du mois de janvier. Le nombre de chômeurs partiels, qui avait atteint 5 433 à la fin du mois de janvier 1980, a passé de 950 à la fin du mois de septembre 1980 à 3 550 à la fin du mois de janvier 1981.

#### Prix

Durant ces derniers mois, l'indice des prix à la consommation est monté à un rythme accéléré. La hausse a touché surtout les produits importés, en raison de la dépréciation du franc. Le taux annuel de renchérissement est monté de 4,2% au mois de novembre à 4,4% au mois de décembre et à 5,1% au mois de janvier. Pendant la même période, la hausse de l'indice des prix de gros a passé de 4,3% à 4,6%, puis à 5%. Au mois de janvier, les prix des denrées alimentaires ont augmenté fortement. En outre, certains tarifs de frais médicaux et hospitaliers ont été majorés avec effet au 1er janvier.

### 3. Résumé de l'évolution économique en 1980

Après une phase de croissance quelque peu ralentie, le produit national brut réel a augmenté sensiblement depuis le milieu de 1979. Selon les estimations, il a dépassé de 3%, en 1980, son niveau de l'année précédente. Or on s'attendait à un léger ralentissement de la croissance. Il faut attribuer l'écart entre l'évolution envisagée et l'évolution effective au fait que le fléchissement conjoncturel à l'étranger a eu lieu plus tard que prévu. En outre, l'industrie d'exportation a bénéficié de la baisse du cours réel du franc.

Toutefois, des signes de tassement de la conjoncture ont été observés au second semestre. Les entrées de commandes provenant de l'étranger ont diminué quelque peu, sans influencer tout d'abord sur la production, ni sur l'emploi.

Le taux d'inflation a continué de monter. En s'inscrivant à 4% en moyenne annuelle, il est resté cependant à la limite inférieure des prévisions, qui oscillaient entre 4% et 5%. Certaines majorations de prix auxquelles on s'attendait en 1980 semblent avoir été reportées au début de l'année suivante.

#### Consommation privée

La consommation privée a dépassé les prévisions. Les raisons principales de son accroissement vigoureux ont été la hausse des salaires réels, celle de l'emploi et celle du nombre de touristes étrangers. Par rapport à 1979, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté de 2% en termes réels et de 7,3% en valeur nominale. Les importations de biens de consommation se sont accrues de 4,3% en volume.

Après avoir réalisé un résultat record pendant la saison d'hiver 1979/80, les hôtels et les établissements de cure ont bénéficié d'une bonne saison d'été. A cet égard, l'évolution du cours du franc a exercé des effets favorables en 1980, où les nuitées de la clientèle étrangère ont augmenté de 17,7%. L'hôtellerie est parvenue à maintenir les majorations de prix à un niveau relativement bas.

#### Investissements

Les conditions de financement et les perspectives conjoncturelles d'abord favorables ont stimulé l'investissement. La construction aussi bien que les achats de biens d'équipement ont augmenté plus fortement que prévu; selon les estimations du groupe de travail des prévisions économiques, l'investissement s'est accru globalement de 8% en termes réels. Le renchérissement dans le secteur de la construction est estimé à 8% au moins.

##### a) Construction

La production de logements ainsi que les constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat ont augmenté particulièrement. Après avoir stagné pendant plusieurs années, les travaux publics semblent s'être accrues quelque peu en 1980.

Dans le secteur du logement, on a constaté un déplacement de la demande des maisons familiales vers les immeubles locatifs. L'activité a été particulièrement forte dans les petites localités. La construction de logements a diminué dans les cinq grandes agglomérations, c'est-à-dire à Bâle, à Berne, à Genève, à Lausanne et à Zurich, tandis qu'elle s'est accrue dans les 87 autres villes. Durant l'année, 11 883 logements ont été terminés dans les 92 villes, soit 157 de moins qu'en 1979. La plus forte pro-

gression de la construction semble avoir été enregistrée dans les communes de moins de 10 000 habitants.

##### b) Investissements

Selon les estimations du groupe de travail des prévisions économiques, les investissements en biens d'équipement ont augmenté d'environ 8% en termes réels. L'industrie suisse des machines n'a guère bénéficié de cette croissance; depuis le quatrième trimestre de 1979, les entrées de commandes passées par la clientèle suisse ont diminué; au second semestre de 1980, elles ont même été inférieures à leur niveau de l'année précédente. Par contre, le volume des importations de biens d'équipement a augmenté de 19% en 1980.

##### c) Stocks

L'enquête sur les variations des stocks, menée par l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, montre que ceux-ci ont été accrus en 1980. Les perspectives conjoncturelles s'étant détériorées légèrement, les entreprises ont eu de plus en plus tendance, au second semestre, à juger leurs stocks de matériaux et, dans une moindre mesure, ceux de produits finis comme trop élevés.

#### Commerce extérieur

Les prévisions établies en automne 1979 envisageaient une amélioration de la balance commerciale en 1980, qui ne s'est pas réalisée. La conjoncture intérieure favorable a provoqué une forte augmentation des importations. Comme, de surcroît, les prix moyens sont montés vigoureusement, le déficit de la balance commerciale a passé de 4,7 milliards de francs en 1979 à 11,3 milliards l'année suivante. Pour la première fois depuis 1965, la balance des revenus a accusé aussi un déficit, qui s'est chiffré à 0,5 milliard de francs environ.

#### Marché du travail

Du troisième trimestre de 1979 à la période correspondante de 1980, l'emploi a augmenté de 2,1%, atteignant ainsi son niveau le plus élevé depuis 1975. Une grande partie de cet accroissement reflète l'augmentation du nombre de travailleurs étrangers. Du mois d'août 1979 au mois correspondant de l'année suivante, celui-ci a progressé de 29 000, ou de 4%.

Le taux du chômage, tel qu'il ressort des statistiques, a oscillé entre 0,2% et 0,3%; il est resté constamment inférieur au niveau enregistré un an auparavant.

#### Evolution des prix

La hausse des prix à la consommation et celle des prix de gros ont été plus faibles en 1980 que l'année précédente. L'indice des prix à la consommation est monté de 4,4% entre la fin de 1979 et la fin de 1980, contre 5,2% l'année précédente. En moyenne annuelle, le renchéris-

sement a été toutefois plus élevé qu'en 1979, puisqu'il a passé de 3,6% à 4% d'une année à l'autre. Les taux les plus élevés ont été enregistrés au début et à la fin de l'année. Durant l'été, le taux annuel d'inflation est descendu à 3,3%. Cependant, le ralentissement était dû plus à un effet de base statistique – la hausse des prix s'étant accélérée au premier semestre de 1979 – qu'à un apaisement de l'inflation.

La hausse la plus forte est intervenue dans le groupe ayant la plus forte pondération dans l'indice global, à savoir l'alimentation: du mois de décembre 1979 à la période correspondante de 1980, les prix sont montés de 7,8% dans ce secteur. La hausse des loyers a été relativement faible; elle s'est chiffrée à 2,5%, contre 0,4% en 1979. La plupart des bailleurs ont sans doute jugé que la hausse des hypothèques en 1980 compensait la baisse de 1979, et n'ont donc pas majoré les loyers.

Le renchérissement des marchandises étrangères et celui des produits suisses ont été relativement équilibrés. En 1979, les majorations du prix du pétrole et d'autres matières premières s'étaient répercutées avant tout sur l'indice des prix des marchandises importées; en 1980, elles ont été incluses dans les coûts de production et, partant, dans les prix des produits finis suisses et étrangers. En raison de la dépréciation prolongée du franc par rapport aux monnaies de la plupart des pays industrialisés, le renchérissement à l'étranger s'est répercuté plus directement sur les prix en Suisse.

L'indice des prix de gros est monté de 4,6%, contre 6,9% en 1979. En moyenne annuelle, la hausse s'est inscrite à 5,1%, contre 3,8% l'année précédente. Le renchérissement moyen des marchandises suisses s'est chiffré à 4,4% et celui des produits importés à 6,8%. Au quatrième trimestre, la hausse des prix des marchandises suisses a dépassé, pour la première fois depuis la majoration du prix du pétrole au début de 1979, celle des prix des produits importés.

Tableau 4: *évolution des indices des prix* (variation en % par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	1980							1981
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Indice des prix à la consommation	4,3	3,9	3,8	4,0	3,6	4,2	4,4	5,1
Marchandises suisses	2,4	3,1	3,8	4,0	3,6	4,3	4,3	4,8
Marchandises importées	9,9	6,0	3,9	4,3	3,8	4,8	4,8	5,9
Indice des prix de gros	6,4	5,1	4,5	4,5	4,5	4,3	4,6	5,0
Marchandises suisses	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,4	4,6	4,9
Marchandises importées	11,6	7,1	4,6	4,2	4,2	4,0	4,5	5,1