

**Situation économique
et monétaire**

Rapport de la Direction générale
remis au Conseil de banque
pour sa séance du 13 juin 1980

Le rapport, terminé au début du mois de mai, se fonde avant tout sur des informations publiées aux mois de février, mars et avril.

A. Conjoncture dans les principaux pays industrialisés

1. Evolution économique et prévisions

L'évolution généralement favorable de la conjoncture au dernier trimestre de 1979 s'est poursuivie durant les premiers mois de l'année en cours. Cette situation a incité les autorités de nombreux pays – à l'exclusion des Etats-Unis – à réviser à la hausse leurs prévisions pour 1980. Dans la plupart des pays, on ne s'attend à un affaiblissement de la conjoncture qu'au second semestre. Néanmoins, la production de l'industrie et du secteur de la construction a diminué quelque peu dès le mois de mars, dans plusieurs pays, alors que l'investissement s'est ralenti. Malgré la politique monétaire plus restrictive que divers pays importants mènent depuis le milieu de l'an passé, le renchérissement a continué de s'accroître, stimulé par les majorations du prix du pétrole.

Aux *Etats-Unis*, les premiers signes de récession sont apparus. L'indice composé des indicateurs avancés a baissé pendant six mois consécutifs. La production industrielle, en particulier celle de biens durables de consommation, a diminué depuis le mois de février. Le taux de chômage a passé de 6,2% au mois de mars à 7% au mois d'avril. La hausse des prix à la consommation continue d'être inquiétante. Au mois de mars, l'augmentation annuelle de l'indice s'est encore accentuée pour s'inscrire à 14,7%.

Pour 1980, on prévoit une croissance de 0,8% du produit national brut réel. La consommation privée devrait augmenter de 1,3%, alors que l'investissement diminuera de 4% en chiffre rond. Toutefois, il faut souligner la fragilité des prévisions établies au moment où la conjoncture est à un tournant. Si l'on envisage, en général, une récession aux Etats-Unis, les avis divergent considérablement quant à son ampleur et sa durée.

Dans les grands pays européens, la croissance économique ne s'est pas ralentie sensiblement au premier trimestre. En *République fédérale d'Allemagne*, les entrées de commandes de la clientèle nationale et de la clientèle étrangère ont continué d'augmenter. Les investissements de l'industrie ont atteint un niveau élevé, en raison surtout des efforts tendant à réduire la consommation de pétrole et à la remplacer par d'autres sources d'énergie. Dans la construction, la demande s'est accélérée aussi. La croissance économique et la baisse de l'épargne des ménages ont provoqué une augmentation de la consommation. Par conséquent, le niveau de l'emploi s'est élevé nettement. Revers de la médaille, les prix à la consommation sont montés à un rythme auquel les autorités ne s'attendaient pas. Au mois d'avril, le coût de la vie dépassait de 5,8% le niveau enregistré un an auparavant.

Selon les prévisions, la conjoncture ne se modifiera pas fondamentalement avant 1981. Durant l'année en cours, le produit national brut augmentera de 2,5% en termes réels, et l'investissement, de 6,5%. En moyenne, les prix à la consommation monteront de 5,5%, contre 4,1% en 1979.

Au *Royaume-Uni*, le produit national brut et l'investissement pourraient diminuer de 2,5% en 1980 déjà. En moyenne, la hausse des prix à la consommation, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, a passé de 11,4% en 1979 à 18% cette année. Au mois de mars, elle a même atteint 21,8%.

En *France*, la conjoncture est satisfaisante. Au premier trimestre, la production industrielle a excédé d'environ 4% le niveau observé un an auparavant. Bien que les carnets de commandes soient encore bien remplis, les perspectives d'investissement sont jugées moins bonnes, en raison de l'incertitude que provoque le renchérissement, des restrictions de crédits et des taux d'intérêt élevés. La consommation s'est accélérée sensiblement pendant la période examinée, après avoir peu augmenté l'année précédente. Contrairement à ce qui s'est passé en République fédérale d'Allemagne, l'emploi s'est détérioré en France, malgré la conjoncture favorable. Au mois de mars, les prix à la consommation étaient en hausse de 13,7% par rapport à la période correspondante de 1979.

En *Italie*, la croissance réelle du produit national brut passera, selon les prévisions, de 5% en 1979 à 2,5% cette année. Le taux d'inflation, qui s'inscrit actuellement à 20%, baissera à la suite du ralentissement de l'activité économique, pour se chiffrer à environ 16% vers la fin de l'année.

Contrairement à ce qui s'est passé en Europe, la conjoncture s'est déjà affaiblie vers la fin de l'an passé au Japon. Les mesures draconiennes que la Banque du Japon a prises au mois de mars, afin de combattre l'inflation et d'éliminer le déficit de la balance des revenus, pourraient accentuer le ralentissement. Par rapport à la période correspondante de 1979, les prix à la consommation avaient augmenté de 4,8% au mois de mars; mais la hausse des prix de gros atteignait 23% en chiffre rond. Cette dernière était due surtout au renchérissement du pétrole et à la faiblesse du yen.

Pour 1980, on s'attend à une croissance réelle du produit national brut de 4,9%, contre 6% l'an passé. Fait nouveau par rapport à 1979, les exportations seront le moteur de la conjoncture; leur volume augmentera de 12,2%. Par contre, les importations diminueront de 2,3%. Cependant, la demande intérieure s'accroîtra fortement au second semestre, alors que la demande extérieure s'affaiblira quelque peu.

2. Evolution monétaire

Au premier trimestre, la hausse marquée des taux d'intérêt qui s'est produite aux Etats-Unis a exercé une

influence prépondérante sur l'évolution monétaire internationale. Le changement subit de la situation sur les marchés financiers a incité de nombreux pays à mener une politique monétaire plus souple qu'auparavant. Leur but était d'empêcher une forte dévaluation de leur monnaie par rapport au dollar, sans suivre une politique monétaire trop restrictive.

Aux *Etats-Unis*, les mesures prises l'automne dernier pour lutter contre l'inflation ont été renforcées. Afin de limiter encore l'expansion des agrégats monétaires en 1980, le Système de Réserve Fédérale s'est fixé comme objectifs une augmentation de 3,5% à 6% de la masse monétaire M1A, c'est-à-dire du numéraire et des dépôts en banque à vue de la clientèle, ainsi qu'un accroissement de 4% à 6,5% de la masse monétaire M1B, c'est-à-dire de M1A et d'autres dépôts qui peuvent être utilisés pour des paiements, tels les comptes NOW et ATS. Comme l'accroissement annuel de M1A avait dépassé 6% au second semestre, les objectifs fixés pour 1980 indiquent bien l'intention des autorités monétaires américaines de ralentir le rythme de l'expansion monétaire.

Conformément à cette politique, le Système de Réserve Fédérale a décidé, à la mi-mars, d'imposer des réserves supplémentaires sur les crédits à la consommation, et de recommander aux banques de limiter volontairement leurs crédits à l'industrie et au commerce. En outre, les autorités monétaires ont majoré les réserves minimales imposées depuis l'automne dernier sur les engagements tels qu'emprunts en euro-dollars et placements de certificats de dépôts. Elles ont obligé les banques ne faisant pas partie du Système à constituer également de telles réserves. De surcroît, le taux d'escompte appliqué aux banques les plus importantes a été majoré de 3% et porté à 16%.

La politique monétaire restrictive et les demandes de crédits effectuées par anticipation, en raison des restrictions attendues, ont fait monter les taux d'intérêt. De la mi-février au début du mois d'avril, le taux des fonds fédéraux a passé de 13% à 19%, et celui des dépôts à trois mois en euro-dollars, de 14% à 19,5%. Depuis lors, le marché monétaire s'est détendu. Bien qu'aucun signe certain n'ait indiqué un assouplissement de la politique monétaire, les taux d'intérêt ont baissé de plusieurs pour-cent en moins d'un mois. Cette évolution est due surtout au fléchissement des anticipations inflationnistes et au ralentissement marqué de la demande de crédits du fait de l'évolution conjoncturelle. Les mesures restrictives prises l'automne passé et les dispositions complémentaires arrêtées au mois de mars semblent avoir exercé leurs premiers effets. Du mois de février au mois d'avril, la masse monétaire M1A a diminué.

En *République fédérale d'Allemagne*, l'institut d'émission a continué d'axer sa politique sur l'objectif d'expansion monétaire qu'il avait fixé pour 1980. En même temps, il s'est efforcé d'empêcher une trop forte dévaluation du mark par rapport au dollar. Au premier trimestre, ses réserves de devises ont diminué de 11 milliards de marks; en prenant des mesures compensatoires, la

Banque fédérale est parvenue toutefois à limiter la réduction de la base monétaire et des réserves libres des banques à 2,9 milliards de marks. Malgré cette diminution, l'accroissement annuel de la base monétaire a atteint 8% à la fin du mois de mars, soit la limite supérieure de l'objectif que les autorités monétaires s'étaient fixé pour 1980.

Le déficit de la balance des paiements a réduit la liquidité bancaire de manière excessive, ce qui a incité les autorités monétaires à prendre des mesures complémentaires à la fin du mois d'avril. Pour freiner l'exode de fonds, elles ont majoré le taux de l'escompte et celui des avances sur nantissement. Par ailleurs, elles ont réduit les taux des réserves minimales et accru les contingents de réescompte. La Banque fédérale s'attend à ce que ces mesures raffermissent le mark par rapport au dollar, ralentissent l'accroissement de la base monétaire et réduisent les poussées inflationnistes.

Au *Royaume-Uni*, la hausse du taux d'inflation et la baisse du cours de la livre prouvent la nécessité d'une politique monétaire restrictive. Pour la période allant du mois de février 1980 au mois d'avril 1981, les autorités ont fixé comme objectif un taux d'accroissement annuel de 7% à 11% de la masse monétaire M₃-sterling, qui comprend la masse monétaire M₁ et les dépôts à terme de la clientèle privée et du secteur public libellés en livres sterling. Afin de pouvoir mieux contrôler la liquidité, elles sont en train de revoir la conception de leur politique monétaire. Elles ont décidé de ne plus limiter, à partir de la mi-juin, l'accroissement des dépôts à court terme, car la libéralisation du contrôle des changes a rendu ces restrictions inefficaces.

Les derniers indices montrent que l'expansion monétaire s'est ralentie. Au premier trimestre, le numéraire en circulation a augmenté d'environ 9% par rapport à la période correspondante de 1979, la masse monétaire M₁ est restée à peu près stable et la masse monétaire M₃-sterling s'est accrue de 10%. Néanmoins, le taux des bons du Trésor à trois mois n'est monté que de 2,5%, malgré la hausse des taux aux Etats-Unis. A la mi-avril, ce taux se chiffrait à 16½%, tandis que le taux de l'escompte est resté à 17% depuis le mois de novembre.

En *France*, l'institut d'émission s'efforce depuis trois ans de réduire graduellement l'expansion de la masse monétaire. Certes, le taux d'inflation s'est chiffré à 12% l'an passé, et l'accroissement de la masse monétaire M₂ a dépassé 14%. Toutefois, l'objectif de 11% fixé pour M₂ en 1980 indique la volonté de mener une politique restrictive. L'expansion de la masse monétaire ne s'étant pas ralentie jusqu'à la fin du mois de mars, le gouvernement a renforcé l'encadrement du crédit. Les taux d'expansion autorisés ont été abaissés au-dessous du niveau de 1979, et certains types de crédits qui ne faisaient pas l'objet de restrictions, tels les crédits à la construction et à l'exportation, ont été englobés dans le montant soumis à limitation.

Sur le marché monétaire français, les taux d'intérêt sont montés moins fortement qu'à l'étranger. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 12% au mois de septembre à 14,25% à la mi-mars. Depuis lors, le climat s'est détendu. A la mi-avril, le taux en question s'inscrivait au-dessous de 13%.

Au Japon, le déficit de la balance des paiements enregistré ces derniers mois a provoqué davantage de difficultés monétaires que dans d'autres pays. Du mois de septembre au mois de février, les réserves de devises ont diminué de plus de 770 milliards de yens. La Banque du Japon a compensé la réduction de liquidités qui en a résulté en achetant massivement des papiers-valeurs. Néanmoins, elle a continué de mener une politique monétaire restrictive, qui influe déjà sur les agrégats monétaires. L'expansion de la masse monétaire M_1 a commencé à ralentir; son taux annuel d'accroissement a passé de 8,9% au mois de septembre à 6,5% au mois de janvier. Quant à l'augmentation de M_2 , son ralentissement a été moins marqué que celui de M_1 , le taux étant descendu de 10,8% à 9,8%. La Banque du Japon, qui s'est efforcée de maintenir une expansion modérée de la liquidité, a souligné le cours de sa politique par plusieurs majorations du taux de l'escompte. Depuis le mois de novembre, elle l'a relevé trois fois, le portant de 5,25% à 9%. Sur le marché monétaire, les taux à court terme ont suivi une tendance analogue.

Le but de la politique monétaire était de modérer l'inflation et, simultanément, de réduire le déficit des échanges avec l'étranger. Le taux d'inflation reste élevé; il a passé de 6,4% à 7,6% du mois de janvier au mois de février. Néanmoins, les autorités japonaises espèrent que leur politique restrictive entraînera bientôt une réévaluation du yen, ce qui réduirait l'inflation importée.

3. Situation des marchés des changes

Au premier trimestre, les fluctuations de la plupart des monnaies ont été plus fortes qu'au trimestre précédent, bien que les banques centrales soient intervenues sur les marchés des changes. L'événement le plus notable a été la forte hausse du dollar par rapport à toutes les monnaies importantes; celle-ci a atteint son point culminant à la fin du mois de mars. Une baisse presque aussi marquée a suivi au mois d'avril. L'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis et l'anticipation d'un succès dans la lutte contre l'inflation ont joué un rôle prépondérant dans l'évolution des changes.

Soucieux de modérer la hausse croissante des prix, le Système de Réserve Fédérale a majoré le taux de l'escompte à la mi-février et a complété le programme de stabilité du Président Carter en y adaptant, à la mi-mars, sa politique de l'argent et du crédit. Les mesures restrictives et les anticipations inflationnistes qui continuaient de se manifester ont fait monter très fortement les taux d'intérêt, en particulier ceux à court terme. L'écart entre les taux de l'intérêt aux Etats-Unis et à l'étranger s'est modifié à l'avantage des placements en dollars, ce qui a

fait monter le cours de la monnaie américaine. Comme la lutte contre l'inflation détermine la politique économique dans tous les pays industrialisés, les taux d'intérêt sont montés presque partout, quoique dans une mesure moindre qu'aux Etats-Unis. Vers la fin du mois de mars, les taux à court terme enregistrés dans ce pays se sont inscrits à quelque 16% et ont dépassé de 6%, par exemple, les taux observés en République fédérale d'Allemagne. Pondérée en fonction du commerce extérieur, la hausse du dollar s'est chiffrée à 5,3% du début de l'année au 11 avril. Durant ce dernier mois, la situation s'est modifiée subitement. Les mesures de politique monétaire et les signes très nets d'une récession aux Etats-Unis ont réduit l'accroissement de la masse monétaire et les anticipations inflationnistes. Par la suite, les taux d'intérêt ont baissé fortement, et le cours pondéré du dollar est descendu de 2,1% pendant la quinzaine du 11 au 25 avril.

L'évolution du dollar au cours des mois prochains dépendra surtout de la politique monétaire suivie. En principe, une récession entraîne une diminution du renchérissement et, sur les marchés des changes, un raffermissement de la monnaie nationale. A court terme, les taux d'intérêt élevés exercent fréquemment une influence prépondérante sur les changes, le niveau de ces taux ne baissant qu'au cours de la récession. L'ampleur et la durée de la récession déterminent quels effets l'emporteront dans les mois à venir. Plus les autorités monétaires réagiront contre la récession en axant leur politique sur l'expansion, plus le cours du dollar risque de baisser. Par ailleurs, ce dernier dépend aussi de la conjoncture et de la politique monétaire d'autres pays.

L'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis a influé fortement sur toutes les autres monnaies importantes. Malgré des interventions massives sur les marchés des changes, leurs cours par rapport au dollar ont baissé considérablement de la mi-février au début du mois d'avril. Au mois de mars, les ventes nettes de dollars que les principales banques centrales ont effectuées de conserve se sont montées à 14 milliards en chiffre rond. Au début du mois d'avril, la tendance des cours s'est modifiée.

Tableau no 1: Variations du cours de certaines devises par rapport au dollar

en %	du 28.12.1979 au 8.4.1980	du 28.12.1979 au 14.5.1980
franc suisse	-15,5	-4,9
mark	-12,8	-4,1
franc français	-11,7	-4,3
lire	-11,6	-4,7
yen	- 8,4	+5,4
livre sterling	- 4,4	+2,1

Au début du mois de janvier, le cours du *mark* par rapport au dollar s'est inscrit à 1,70, soit à un niveau record. Il a baissé par la suite de 13% jusqu'au 8 avril. En majo-

rant par deux fois le taux de l'escompte et celui des avances sur nantissement, en assouplissant les dispositions relatives aux importations de capitaux et en effectuant des ventes de dollars considérables, la Banque fédérale d'Allemagne s'est efforcée d'enrayer la chute du mark et l'inflation importée qui en résulte. Néanmoins, le cours ne s'est raffermi qu'à partir du mois d'avril, lorsque les taux d'intérêt ont baissé aux Etats-Unis. Du début du mois de janvier au 25 avril, le cours pondéré en fonction du commerce extérieur a baissé de 1,7%.

Sur l'ensemble de la période examinée, la *livre sterling* a été la monnaie européenne la plus ferme, ce qui peut être attribué surtout à la position avantageuse du Royaume-Uni en matière d'approvisionnement en pétrole et au niveau élevé des taux d'intérêt. Au mois de février, la livre a été la seule monnaie européenne qui se soit revalorisée par rapport au dollar. De la fin du mois de février à la fin du mois de mars, son cours par rapport au dollar est descendu, les taux d'intérêt étant montés aux Etats-Unis par rapport à ceux du Royaume-Uni. Du début de l'année au 8 avril, la baisse s'est inscrite à 4,4% et a donc été inférieure à celle d'autres monnaies européennes, ainsi qu'à celle du yen. Du début de l'année au 25 avril, le cours de la livre, pondéré en fonction du commerce extérieur, est monté régulièrement. Cette hausse s'est chiffrée à 5,6%.

L'évolution du *franc français* par rapport au dollar a été semblable à celle de la *lire*: les cours des deux devises ont baissé d'environ 12% du début de l'année au 8 avril, puis sont montés respectivement de 8,4% et de 7,8% jusqu'au 14 mai. Pondéré en fonction du commerce extérieur, le cours du franc a baissé de 1% et celui de la lire, de 2% entre le début de l'année et le 25 avril.

Malgré des oscillations marquées, le cours du *yen* est resté relativement stable au mois de janvier. Il est ensuite descendu fortement au mois de février, par rapport tant au dollar qu'aux monnaies de tous les principaux partenaires commerciaux du Japon. La banque centrale a pris une série de mesures draconiennes, qui ont provoqué, au mois de mars, une hausse du cours moyen du yen, pondéré en fonction du commerce extérieur. Par rapport au dollar, le yen s'est dévalué comme toutes les autres monnaies. L'évolution défavorable de la balance des revenus et la hausse du taux d'inflation ont incité la Banque du Japon à s'opposer par tous les moyens à une nouvelle baisse du yen. Dans ce but, elle a procédé à des majorations considérables du taux de l'escompte, facilité les importations de capitaux, effectué des interventions plus importantes sur le marché des changes, limité l'expansion du crédit et majoré les taux des réserves minimales. En outre, elle est convenue avec les banques centrales des Etats-Unis, de la République fédérale d'Allemagne et de la Suisse de soutenir le yen en procédant à des interventions concertées sur le marché des changes. Les taux d'intérêt à court terme sont montés de 4% de la mi-mars à la fin du mois, soit aussi fortement qu'aux Etats-Unis. Au mois d'avril, ils sont restés toutefois à ce niveau. Bien que l'écart général entre les

taux d'intérêt se soit accru à l'avantage des placements en yens, le cours pondéré en fonction du commerce extérieur a été très instable au mois d'avril. Le cours du yen par rapport au dollar est monté de 5,4% du début de l'année au 14 mai, alors que son cours pondéré est descendu de 1,7% jusqu'au 25 avril.

La hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis a modifié les cours de change dans le *Système monétaire européen* (SME). De forts mouvements de portefeuilles à court terme au détriment des placements en marks ont eu pour conséquence que, malgré les mesures prises par la Banque fédérale d'Allemagne, le cours de cette monnaie est descendu passagèrement, vers la fin du mois de mars, à la limite inférieure de la marge de fluctuation du SME. Comme au trimestre précédent, le franc belge a été la monnaie la plus faible du Système durant toute la période examinée. Bien que la Banque nationale de Belgique ait procédé à deux majorations du taux de l'escompte et à des achats continus sur le marché des changes, le franc belge a oscillé aux environs de l'indicateur de divergence et à la limite inférieure de la marge de fluctuation. La situation ne s'est pas améliorée avant que le mark ne baisse fortement. Aux mois de janvier et de février, le cours du franc français s'est situé dans la partie supérieure de la marge de fluctuation.

A la mi-mars, le SME a achevé sa première année d'existence. Parmi les résultats positifs, il convient de mentionner que la stabilité des changes en Europe a augmenté fortement, même si les cours-pivots ont été modifiés par deux fois. Cependant, il faut considérer que la situation sur les marchés des changes a été relativement calme l'an dernier et que le SME n'a pas été mis sérieusement à l'épreuve. Au titre des résultats négatifs, il faut relever que les politiques économiques nationales n'ont pas convergé davantage qu'auparavant, et que les taux d'inflation continuent d'être très éloignés les uns des autres. De plus, le Royaume-Uni et les autres Etats membres ont encore des divergences de vues qui empêchent une participation britannique au mécanisme des changes du SME. Selon les plans initiaux, la période de mise en marche du SME devait durer deux ans. En raison des problèmes actuels et de la difficulté de se mettre d'accord sur le futur Fonds monétaire européen, il faut compter sur une prolongation de cette période.

4. Balances des revenus et financement des déficits

Le renchérissement du pétrole a influé fortement sur les balances des revenus l'an dernier. De 1978 à 1979, l'excédent des pays exportateurs de pétrole a passé de 5 à 68 milliards de dollars. Durant l'année en cours, il pourrait atteindre ou dépasser 100 milliards de dollars. La balance des revenus des pays importateurs s'est détériorée d'autant. Pour 1980, on prévoit un déficit de 47,5 milliards de dollars dans les pays industrialisés, et de 68 milliards dans les pays en développement non producteurs de pétrole.

Tableau no 2: Balances des revenus de groupes importants de pays, à l'exclusion des transferts officiels

en milliards de dollars	1973 ¹	1974 ¹	1975	1976	1977	1978	1979	1980 _p
pays industrialisés	9,8	-13,0	16,1	-2,6	-6,6	29,6	-10,9	-47,5
pays exportateurs de pétrole	6,5	67,8	35,0	40,0	31,7	5,0	68,4	115
pays en développement non producteurs de pétrole	-11,3	-29,9	-45,8	-32,1	-28,0	-36,2	-54,9	-68

¹ La répartition des pays est légèrement différente de celle des années postérieures.

p: prévisions

Source: Fonds monétaire international

Après avoir été particulièrement faibles en 1979, les importations des pays producteurs de pétrole pourraient subir cette année les effets différés du renchérissement du pétrole et augmenter sensiblement. Les pays industrialisés bénéficieront de la majeure partie de la demande supplémentaire. L'excédent de leur balance commerciale vis-à-vis des pays en développement continuera d'augmenter, les termes de l'échange s'améliorant en leur faveur.

Dans les pays industrialisés, l'évolution des balances des revenus a varié très fortement ces dernières années d'un pays à l'autre. Après avoir accusé un déficit de 11,3 milliards de dollars en 1977 et de 10,3 milliards en 1978, la balance des Etats-Unis s'est soldée par un excédent de 3 milliards en 1979. La situation a évolué de manière différente en République fédérale d'Allemagne et au Japon. Après que ces deux pays eurent atteint des excédents records en 1977 et en 1978, le surplus de la balance allemande des revenus n'a guère dépassé un milliard de dollars en 1979, et le Japon a enregistré un déficit de 8 milliards. Les divergences dans l'évolution des balances des revenus étaient dues en grande partie au développement de la demande intérieure. En volume, celle-ci n'a que peu augmenté l'an dernier aux Etats-Unis, tandis que, du second semestre de 1978 à la période correspondante de 1979, elle s'est accrue respectivement de 5% et de 6,5% en République fédérale d'Allemagne et au Japon. La situation des cours de changes, très différente de celle de 1978, semble avoir contribué aussi à cette évolution. Les balances des revenus du Royaume-Uni, de la France et de l'Italie se sont détériorées également en 1979. Toutefois, la position extérieure de ces pays est demeurée globalement satisfaisante, grâce aux mouvements de capitaux. Les petits pays industrialisés, à l'exception de la Suisse, ont accusé dans l'ensemble un déficit en augmentation, comme l'année précédente.

En 1980, la structure des balances des revenus restera la même, dans les pays industrialisés, que celle observée au second semestre de 1979. Toutefois, les excédents diminueront en général, et les déficits s'accroîtront. Les Etats-Unis ne s'attendent qu'à un léger déficit, car un fléchissement des importations, dû à l'évolution de la conjoncture, devrait compenser les effets qu'exerce le renchérissement du pétrole. Le déficit du Japon augmentera moins fortement que ne l'impliquent le renchérissement du pétrole et la dépendance

du pays à l'égard des importations de ce produit, car l'affaiblissement du yen en 1979 et au début de 1980 influera sur le volume des importations et des exportations durant l'année en cours. De plus, il n'y a plus lieu de craindre, cette année, l'importation accélérée de quelques matières premières importantes, qui a joué un grand rôle au mois de septembre 1979. Les balances des revenus de tous les autres pays industrialisés se détérioreront en 1980, exception faite de celles du Royaume-Uni et de la Norvège, qui bénéficient de l'extraction de pétrole en mer du Nord.

Les pays en développement non producteurs de pétrole auront des difficultés particulières à financer le déficit de leurs balances des revenus, qui, dans l'ensemble, pourrait atteindre environ le double du montant enregistré en 1978. Ces dernières années, les pays en développement ont reçu, à des conditions favorables, des crédits importants sur les marchés financiers internationaux. La politique monétaire restrictive que mènent les principaux pays industrialisés depuis le milieu de 1979 a eu pour conséquence que les taux d'intérêt sont montés sensiblement et que, par conséquent, les crédits octroyés aux pays en développement ont renchéri. Débiteurs de deuxième ordre, ceux-ci doivent accepter que le taux d'intérêt et la durée des crédits varient de manière toujours plus marquée selon les catégories d'emprunteurs. Après que les crédits accordés sur les marchés internationaux eurent atteint un montant record en 1979, les taux d'intérêt élevés ont entraîné une forte diminution de ces prêts au premier trimestre de 1980. Les pays en développement, en particulier, se sont efforcés de réduire leur demande de crédits et, à court terme, de financer leur déficit croissant en utilisant leurs réserves.

5. Politique budgétaire de certains pays

Actuellement, une série de pays industrialisés tendent à limiter leurs dépenses publiques. Dans presque tous ces Etats, l'accumulation de déficits, au fil des années, a augmenté l'endettement de manière considérable, de sorte que le service de la dette grève fortement le budget. Une augmentation des déficits n'est donc plus justifiable ni économiquement, ni politiquement. Les possibilités d'accroître les recettes étant très restreintes, l'équilibre budgétaire doit être réalisé surtout par une réduction des dépenses.

Aux *Etats-Unis*, le gouvernement prévoyait un déficit de 40 milliards de dollars pour l'année budgétaire qui s'achève au mois de septembre. Actuellement, il s'efforce de réduire ce découvert de 3,2 milliards de dollars. L'équilibre doit être atteint durant l'année budgétaire 1981. A cette fin, les dépenses seront réduites de 15,5 milliards de dollars, alors qu'un impôt sur les importations de pétrole doit accroître les recettes de 10 à 12 milliards.

En *République fédérale d'Allemagne*, les finances publiques sont nettement déficitaires depuis la récession de 1975. De cette époque à la fin du mois de mars 1980, l'endettement des collectivités publiques a passé de 224 à 420 milliards de marks. A la fin de l'année, il atteindra vraisemblablement 450 milliards de marks et, selon le plan financier, il s'inscrira à 610 milliards à la fin de 1984. Comparé à celui d'autres pays, l'endettement en Allemagne est plutôt faible, puisqu'il se chiffre à 30% du produit intérieur brut, contre 65% en Italie, 61% au Royaume-Uni, 52% aux Etats-Unis, 44% en Suède, 30% en Suisse et 16% en France.

Pour la première fois depuis cinq ans, le déficit fédéral a cessé d'augmenter en 1979. Il devrait diminuer cette année, car le gouvernement prévoit un accroissement des dépenses inférieur à la moyenne. Cependant, de nouvelles charges grèveront le budget fédéral à partir de 1981.

Au *Royaume-Uni*, la politique monétaire et budgétaire est axée sur la lutte contre l'inflation. Jusqu'à l'année fiscale 1983/1984, l'accroissement de la masse monétaire, fixé actuellement entre 7% et 11%, et le rapport entre le déficit budgétaire et le produit intérieur brut, qui atteint 4¾%, doivent être ramenés respectivement à une marge de 4% à 8% et à 1½%. Indépendamment de la conjoncture, le gouvernement s'efforcera de restreindre le déficit en réduisant de 4% le volume des dépenses publiques. Pour l'année budgétaire en cours, il a décidé également des diminutions considérables des dépenses.

L'*Italie* échappe à la tendance au resserrement des politiques budgétaires. Or ce pays se trouve, sur le plan monétaire, dans une situation aussi mauvaise que celle du Royaume-Uni. Dans les deux cas, l'endettement de l'Etat et le taux de renchérissement sont élevés. Sur le plan économique, la situation est toutefois différente. La vigueur des exportations a entraîné une croissance marquée. L'importance des ventes à l'étranger a pour effet que la forte dépendance du pétrole n'a pas mis en péril, jusqu'à maintenant, l'équilibre de la balance des revenus.

Durant l'année budgétaire écoulée, le *Japon* a financé environ 40% des dépenses de l'Etat par l'emprunt. Ce taux élevé baissera pendant l'année en cours, le prélèvement sur le marché des capitaux passant de 15 300 à 13 300 milliards de yens. La diminution sera compensée par un accroissement des recettes fiscales, dû à la bonne conjoncture et à la majoration de certains impôts. Le gouvernement a renoncé à proposer un impôt géné-

ral sur le chiffre d'affaires ou sur la valeur ajoutée. Il a l'intention de limiter l'accroissement des dépenses. Certains travaux publics ont été différés et les tarifs des services publics, en particulier ceux de l'électricité et du gaz, ont été majorés considérablement.

6. Conséquences des majorations du prix du pétrole en 1978 et 1979, comparées à celles de 1973 et 1974

Depuis 1973, le pétrole a renchéri de manière très irrégulière. Exprimé en dollars, le prix du pétrole a quadruplé pendant la première crise, soit entre 1973 et 1974. De cette époque jusqu'au milieu de 1978, il n'est que peu monté. Du milieu de 1978 au mois de mai 1980, il s'est élevé d'environ 130%. En chiffre absolu, la seconde série de majorations a été plus importante que la première.

L'ampleur des récentes majorations rappelle la situation de 1973 et de 1974. On peut donc se demander si la conjoncture actuelle est comparable à celle d'alors et s'il faut s'attendre, au début des années quatre-vingts, à une récession aussi prononcée qu'au milieu des années soixante-dix.

La plupart des Etats semblent inquiets surtout du *renchérissement*, que les dernières majorations du prix du pétrole ont accru très fortement. Dans la zone de l'OCDE, le taux moyen d'inflation a presque atteint celui qui avait été enregistré en 1974. A la fin du mois de mars, les prix à la consommation ont dépassé d'environ 13% le niveau observé un an auparavant, alors que le taux correspondant enregistré au premier trimestre de 1974 s'était chiffré à 14,9% en moyenne.

Une différence essentielle entre la situation actuelle et celle de 1974 est que l'accélération du renchérissement a influé relativement peu, ces derniers temps, sur le niveau des salaires nominaux. De même, les coûts salariaux par unité produite sont montés de manière modérée jusqu'à maintenant. Toutefois, il est peu probable que cette évolution se poursuive. L'ampleur de la hausse dépendra surtout du renchérissement réel du pétrole ces prochains mois.

Une autre différence est le décalage des phases conjoncturelles où se trouvent les divers pays, qui s'oppose à la simultanéité observée en 1974 et 1975. Tandis que la récession a déjà commencé aux Etats-Unis, l'activité reste vigoureuse en République fédérale d'Allemagne, en France et au Japon. En raison de ce décalage, on s'attend à une récession moins forte que durant les années 1974 et 1975. Pour 1980, on compte, dans la zone de l'OCDE, sur une augmentation d'environ 1,5% à 2% du produit national brut réel, alors que la croissance avait été presque nulle pendant la période de 1974 à 1975. Dans le cycle actuel de la conjoncture, les différences entre les pays seront plus accentuées qu'après la première crise pétrolière. Il faut s'attendre à des difficultés économiques particulièrement fortes dans les pays en développement non producteurs de pétrole sur-

tout. Durant les mois prochains, ces Etats enregistreront vraisemblablement des taux de croissance inférieurs au niveau atteint au milieu des années soixante-dix.

En comparant les effets que les majorations récentes du prix du pétrole ont exercés sur les *balances des revenus* avec ceux de 1974 et de 1975, on constate quelques différences. Actuellement, les déséquilibres sont plus importants qu'alors (cf. tableau no 2). En outre, la plupart des pays en développement sont plus endettés en 1980 qu'ils ne l'étaient en 1974. Les banques prennent donc de plus grands risques qu'autrefois en finançant des déficits et en renouvelant des crédits échus. Dans les pays industrialisés, les déséquilibres disparaîtront vraisemblablement moins vite qu'en 1975. Quant aux pays en développement, ils auront sans doute de grandes difficultés à abaisser le niveau de leurs déficits.

Lors de la première crise pétrolière, l'ajustement des balances des paiements a posé des problèmes très difficiles. Les déficits considérables de quelques pays industrialisés ont été au centre des discussions. Ainsi, le Royaume-Uni et l'Italie, confrontés à d'importants problèmes de financement, ont utilisé une grande partie des moyens financiers du FMI et des marchés internationaux. Actuellement, on considère les difficultés des pays en développement comme le problème majeur. En 1980, les balances des revenus du Royaume-Uni et de l'Italie se solderont, semble-t-il, par un excédent. D'autre part, la République fédérale d'Allemagne et le Japon devront emprunter des milliards pour couvrir leur déficit. Débiteurs de premier ordre, ils peuvent obtenir des crédits importants sur les marchés étrangers ou s'adresser directement aux Etats membres de l'OPEP, et n'ont donc pas besoin de recourir au FMI. Il en résultera sans doute un renchérissement des crédits accordés aux emprunteurs que les créanciers jugent de moins bonne qualité. Par conséquent, les problèmes de financement que connaissent les pays en développement pourraient se compliquer.

La liquidité du FMI est bien meilleure qu'au milieu des années soixante-dix. Même si le Fonds a maintenant la possibilité d'octroyer une partie de ses prêts à moyen terme, sa tâche essentielle est toujours de résoudre, par son aide financière, les problèmes que posent à court terme certaines balances des paiements. En revanche, il peut influencer davantage qu'auparavant sur les processus d'ajustement. Comme par le passé, les pays déficitaires devront recourir, pour financer la plus grande partie de leur déficit, aux crédits à long terme offerts par des organismes officiels ou par des banques. Jusqu'à maintenant, rien n'indique que ce financement se heurtera à des difficultés nouvelles en 1980. Il n'est pas encore possible de discerner les besoins de financement et la situation des marchés du crédit à partir de 1981. Si, comme on peut le prévoir, l'ampleur des déséquilibres persiste, les problèmes de financement se compliqueront de manière sensible.

En comparant la réaction de la *politique monétaire* aux majorations récentes du prix du pétrole avec celle qu'avaient eue les banques centrales en 1974 et 1975, on est frappé par la priorité donnée aujourd'hui à la lutte contre l'inflation. Durant les premiers mois de 1980, la politique monétaire était restrictive dans tous les pays industrialisés importants. Toutefois, il n'est pas possible de confronter valablement les effets actuels et passés d'une politique de ce type.

En 1980, la *politique budgétaire* est beaucoup plus restrictive qu'en 1974. A l'époque, la plupart des Etats avaient augmenté fortement leurs dépenses. La politique budgétaire avait certes été plus restrictive en 1974 qu'en 1973 – sauf en Italie –, mais ses effets avaient été néanmoins quelque peu stimulants. Au dernier trimestre de 1974, de nombreux pays avaient axé leur politique budgétaire sur l'expansion, en raison des tendances à la récession. Ils avaient liquidé des fonds de stabilisation, établi des programmes spéciaux destinés à stimuler l'économie et réduit les taux des impôts.

B. Conjoncture suisse

1. Evolution monétaire

Marché des capitaux

La hausse des taux d'intérêt à l'étranger, le fléchissement du cours du franc, la demande de crédits résultant de la conjoncture intérieure favorable, et la limitation de la base monétaire conformément à l'objectif fixé ont eu pour conséquence que les taux d'intérêt en Suisse ont continué de monter au trimestre examiné. De la mi-février à la première moitié du mois d'avril, le rendement des obligations fédérales a passé de 4,48% à 5,11%, taux le plus élevé de l'année. Il excédait ainsi d'environ 2% le niveau observé un an auparavant. Depuis la mi-avril, la situation s'est consolidée. Il n'est pas encore possible de déterminer si cette évolution marque un tournant. En effet, une baisse de taux avait eu lieu au mois de février déjà, mais n'avait été qu'un feu de paille.

La politique de la masse monétaire que mène la Banque nationale entraînera une baisse des taux d'intérêt. Cependant, il n'est jamais possible de savoir exactement quand se produit le changement de tendance, car l'évolution des taux ne dépend pas uniquement de la politique monétaire actuelle, mais résulte aussi des anticipations inflationnistes.

L'évolution prochaine des taux d'intérêt montrera si l'apaisement du marché des capitaux est dû surtout aux variations des cours de change et à la baisse des taux à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis, ou si les anticipations inflationnistes en Suisse ont déjà été révisées à la baisse.

Pour estimer l'évolution prochaine des taux d'intérêt, il est bon de comparer la période actuelle à celle des années 1973 à 1975. La conjoncture et les majorations du

prix du pétrole, ainsi que le passage à une politique monétaire restrictive dans la plupart des pays industrialisés sont communes aux deux périodes. Par contre, le niveau de l'inflation est plus bas que durant les années 1973 à 1975, en Suisse et en Allemagne tout au moins.

Malgré certaines différences de détails, une analyse comparative indique une évolution parallèle des taux d'intérêt pendant les deux périodes et montre que le passage à une politique monétaire restrictive dans une phase d'accélération conjoncturelle et de renchérissement croissant provoque une hausse des taux d'intérêt à long terme aussi bien que de ceux à court terme. La montée de ces derniers est beaucoup plus marquée que celle des taux à long terme, comme on peut s'y attendre. La différence entre les taux d'intérêt des deux périodes reflète l'écart entre les taux d'inflation.

Du quatrième trimestre de 1973 au début de 1975, soit durant plus d'un an, les taux d'intérêt à court terme ont dépassé les taux à moyen et à long terme. Alors que la différence atteignait entre 3% et 4%, elle s'inscrit maintenant à 2% en chiffre rond. Cette évolution s'explique par l'écart entre les anticipations inflationnistes à long et à court terme, qui, en 1973 et en 1974, était plus important qu'aujourd'hui.

La hausse des taux d'intérêt et le renversement de leur structure traditionnelle est cependant provisoire, comme le montre nettement l'évolution qui a eu lieu de 1973 à 1975. Ce sont les conséquences premières, inévitables, d'une politique monétaire restrictive de lutte contre l'inflation. Si les autorités monétaires persévèrent dans leur action, les taux d'intérêt commencent tôt ou tard à baisser. Durant la période qui allait de 1973 à 1975, le changement de tendance s'est produit après une année et demie. Après le début de la baisse, il faut attendre encore un certain temps jusqu'à ce que la structure des taux reprenne sa forme habituelle. Pendant la période de 1973 à 1975, ce processus a duré environ deux trimestres. Le retour des taux à leur niveau primitif dépend du succès de la lutte contre l'inflation.

Compte tenu des expériences faites, on peut douter que les taux d'intérêt à long terme baisseront sensiblement ces prochains temps. Aucun ralentissement de la conjoncture ne se dessine en Suisse pour l'instant. La demande de crédits demeure élevée et pourrait encore s'accroître dans la phase initiale d'une récession éventuelle. D'autre part, une baisse des taux à court terme précède d'habitude un fléchissement marqué des taux à long terme. Or les taux du marché monétaire se sont stabilisés ces dernières semaines aux environs de 6%.

La situation sur le marché secondaire et les cours hors bourse reflètent nettement l'incertitude qui entoure l'évolution future de l'inflation et de l'économie. Au début de la période examinée, qui va du mois de février au mois d'avril, le cours de la plupart des titres a baissé. Celui de l'emprunt fédéral 4½% émis selon un système d'appel d'offres s'est inscrit à 101,50% à la mi-février, mais à 99,50% au début du mois de mars et à 97,60% à

la mi-avril. Les rendements correspondants étaient de 4,34%, de 4,55% et de 4,77%. Les cours hors bourse des emprunts cantonaux 4¾%, dont la durée était de dix ans, sont descendus également, de sorte que le rendement moyen s'est élevé à 5,20% à la mi-avril. La baisse la plus forte a été celle des obligations étrangères. Le cours de l'emprunt 5¾% de la Banque mondiale, dont la durée est de dix ans, s'est chiffré, par exemple, à 92% à la mi-mars, ce qui correspondait à un rendement de 6,87%.

Vers la fin de la période examinée, les cours des obligations se sont raffermis, la hausse la plus sensible ayant été celle des emprunts étrangers. L'emprunt 5½% de la République d'Autriche, dont la durée est de dix ans et dont le cours était tombé à 96,75% à la mi-mars, a été traité au pair à la fin du mois d'avril. Ainsi, son rendement a passé de 5,94% à 5,50%.

Les émissions ont évolué comme le marché secondaire. Pendant la phase de baisse des cours, au mois de février et durant la première moitié du mois de mars, les émissions se sont soldées par des résultats peu satisfaisants, voire par des échecs. Les taux, les prix d'émission ou les durées ont dû être adaptés à cette situation. L'amélioration des conditions au profit des souscripteurs et l'accélération de la demande qui s'est produite sur le marché secondaire ont entraîné, au mois d'avril surtout, de bons résultats d'émission. Bien que les banques émettrices aient majoré à plusieurs occasions le montant des emprunts, ainsi porté au niveau maximum autorisé par la commission chargée du programme des émissions, les attributions ont été parfois très inférieures aux sommes souscrites. A la fin du mois d'avril, les cours hors bourse des emprunts bancaires 5½% d'une durée de 12 ans ont dépassé sensiblement le pair. Parmi les émissions de débiteurs étrangers, le cours de l'emprunt 7% de la Banque inter-américaine de développement s'est élevé à 104,25%.

A la mi-avril, la Confédération a lancé son deuxième emprunt par appel d'offres. Les conditions fixées par l'Administration des finances et par la Banque nationale, soit un taux de 5¼% et une durée de dix ans, se sont avérées conformes à la situation du marché. Comme à la mi-janvier, lors de la première émission, l'offre a dépassé considérablement la somme d'environ 250 millions de francs que la Confédération désirait. Le montant a été fixé à 255 millions de francs et le prix d'émission, à 100,30%. Pour la classe d'offres qui correspondait au prix fixé, l'attribution a été réduite. De la première à la deuxième émission, le taux de l'emprunt a passé de 4½% à 5¼%, et sa durée, de 12 à 10 ans, de sorte que le rendement est monté de 4,48% à 5,21%. A la fin du mois d'avril, le cours hors bourse du deuxième emprunt oscillait entre 101,65% et 102,60%. Son rendement était ainsi de 5% en chiffre rond.

Durant le premier trimestre de 1980, la Banque nationale a soutenu les cours des obligations en achetant des titres pour une somme dépassant légèrement 127 millions de francs. La valeur nominale des titres qu'elle

détient s'est élevée à 1197,8 millions de francs le 31 mars. Le montant figurant au bilan et dans la situation hebdomadaire était de 1078 millions de francs. La différence s'explique par le fait que l'institut d'émission amortit constamment son portefeuille à 90% de la valeur nominale.

Lors des discussions relatives aux taux des bons de caisse, la Banque nationale s'est efforcée d'influer sur les banques de manière à ne pas faire naître des anticipations quant à l'évolution des taux d'intérêt, qui pourraient nuire au marché des capitaux. Les établissements de crédit ont majoré les taux des bons de caisse de $\frac{3}{4}$ %, avec effet au 18 mars; les grandes banques et les banques cantonales ont ainsi porté à 5% le taux des titres d'une durée de 3 à 4 ans, et à $5\frac{1}{4}$ % celui des bons à une échéance de 5 à 8 ans. A la suite de ce relèvement et du changement intervenu sur le marché des capitaux, la baisse du volume des bons de caisse, constatée depuis le dernier trimestre de 1979, s'est interrompue et a fait place à une augmentation considérable depuis la fin du mois d'avril.

Lors de sa séance du 12 mars, la commission chargée du programme des émissions par la loi sur la Banque nationale a admis sans réduction les 37 emprunts annoncés pour le deuxième trimestre, après que la Banque eut renoncé à limiter la somme globale de ces emprunts. Cette somme s'est chiffrée à 2632 millions de francs, et a été ainsi inférieure de 259 millions au montant atteint un an auparavant, les conversions ayant diminué de 919 millions. Le prélèvement d'argent frais s'est chiffré à 2156 millions de francs et a dépassé de 660 millions le montant enregistré pour le deuxième trimestre de 1979.

La majorité de la commission était d'avis que la situation du marché permettait d'inscrire ces montants au programme des émissions. Cette opinion s'est avérée juste. L'importance des emprunts bancaires figurant au programme est due surtout à la diminution qu'a subie, en particulier dans les grandes banques, le volume des bons de caisse au quatrième trimestre de 1979 et au premier trimestre de cette année. Le prélèvement d'argent frais par les cantons était relativement modeste, puisqu'il s'inscrivait à 185 millions de francs. La Confédération devait lancer deux emprunts pour un montant de 500 millions de francs. Sur cette somme, 100 millions de francs étaient destinés à des conversions. Les compagnies d'électricité figuraient au programme, avec quatre emprunts, pour un montant de 220 millions de francs.

La limitation volontaire des exportations de capitaux que les grandes banques ont décidée au mois de mars, d'entente avec la Direction générale de la Banque nationale, visait également à faciliter une évolution régulière des taux d'intérêt.

Exportations de capitaux soumises à autorisation

Durant le trimestre examiné, la hausse sensible des taux d'intérêt en Suisse et, surtout, à l'étranger a influé

également sur les exportations de capitaux soumises à autorisation. Cette évolution s'est reflétée de la manière la plus nette dans les émissions publiques d'emprunts étrangers. Pour plusieurs d'entre eux, les premiers cours hors bourse ont été sensiblement inférieurs au prix d'émission, ce qui est un indice d'échec de la souscription.

Le syndicat d'émission des grandes banques a alors suggéré de ralentir le rythme et de réduire le montant maximal des émissions publiques d'emprunts étrangers. La Banque nationale s'est d'autant plus félicitée de cette proposition qu'une diminution des exportations de capitaux pouvait, en restreignant la demande de monnaie étrangère, atténuer la faiblesse du franc. Pour le mois de mai, elle n'a donc pas autorisé d'émissions. Par conséquent, les lancements prévus pour les mois de mars et d'avril ont pu être répartis sur une période plus longue. Les banques ont eu une grande latitude pour fixer le nouveau calendrier.

Elles ont profité largement de cette liberté, en différant la plupart des emprunts prévus pour la seconde moitié du mois de mars et la première moitié du mois d'avril. Il en est résulté une pause d'environ un mois. Au premier trimestre, le montant des émissions publiques d'emprunts étrangers s'est alors inscrit à 1,1 milliard de francs et a été inférieur de presque 40% à celui de la période correspondante de 1979. Après la pause, les taux d'intérêt des emprunts étrangers ont dépassé les taux antérieurs d'environ 1%. Le marché des capitaux s'étant stabilisé vers la fin de la période examinée, les syndicats d'émission d'emprunts étrangers ont pu reprendre leur activité et fixer les taux d'intérêt à un niveau réduit.

Dans les autres catégories d'exportations de capitaux, le volume a diminué de manière analogue. Les taux d'intérêt continuant tout d'abord de monter, et la faiblesse du franc accroissant la probabilité d'une réévaluation ultérieure, les raisons qu'avaient les emprunteurs de s'endetter en francs ont perdu de leur importance. En outre, la Banque nationale a continué de subordonner son autorisation, pour les «notes» également, à la condition – déjà appliquée depuis quelque temps – que le montant de chaque opération ne dépasse pas 100 millions de francs. De plus, la réduction de leurs liquidités a incité les banques à limiter légèrement leurs crédits. Dans ces conditions, l'émission de «notes» a diminué également de presque 40% au premier trimestre et celle de crédits bancaires à l'étranger, de moitié environ.

En comparant l'évolution des exportations de capitaux soumises à autorisation au cours de ces derniers mois avec celle observée pendant la récession de 1974 et de 1975, on constate à la fois une similitude frappante et des différences sensibles.

Si les taux d'intérêt se sont modifiés de la même manière, la réaction de la Banque nationale a été différente. Considérée par le marché comme une phase de flottement, l'évolution des taux d'intérêt en 1974 avait amené l'institut d'émission à imposer des restrictions quantita-

tives. Pour les trois catégories d'exportations de capitaux, il avait fixé des limites, révisées périodiquement. En revanche, il a laissé ces derniers temps toute latitude aux forces du marché, dans la mesure du possible, en appuyant évidemment les syndicats d'émission lorsqu'ils s'efforçaient d'appliquer une solution conforme à sa politique monétaire et à sa politique de change.

En raison des circonstances différentes qui ont régné pendant les deux périodes examinées, on ne peut comparer valablement, d'une époque à l'autre, le volume des exportations soumises à autorisation. Un bilan intermédiaire montre que, en pour-cent, le fléchissement de ces exportations du premier trimestre de 1979 au premier trimestre de 1980 a correspondu à peu près à la diminution enregistrée entre 1973 et 1974. Alors que celle-ci était due en grande partie aux décisions des autorités, le marché a déterminé dans une large mesure l'évolution récente.

Marchés des changes et de l'argent

Au cours du trimestre précédent, la politique monétaire restrictive menée dans les pays industrialisés importants avait contribué à favoriser une évolution relativement calme des cours sur les marchés des devises et ce en dépit de la hausse du prix de l'or et du contexte politique peu propice. A partir de la mi-février, la structure des taux d'intérêt s'est modifiée considérablement sur le plan international. En effet, les pays dont les taux d'intérêt étaient relativement élevés ont vu leur monnaie se revaloriser et ceux dont les taux d'intérêt étaient relativement bas ont assisté au phénomène inverse, soit à la dépréciation de leur monnaie. Aux USA surtout, les nouvelles mesures restrictives ont entraîné une très forte élévation des taux d'intérêt. En Suisse, ces derniers se sont accrus dans une moindre mesure bien que la Banque nationale ait poursuivi une politique monétaire restrictive. Le franc s'est donc affaibli nettement jusqu'au début du mois d'avril.

Durant les premiers jours de février, le cours du dollar s'est inscrit à fr. 1.63 et celui du mark à fr. 93.75. Jusqu'à la mi-février, le franc s'est renforcé légèrement. En revanche, vers la fin du mois, la valeur extérieure du franc a décliné vis-à-vis de toutes les monnaies. L'assouplissement des mesures de sauvegarde et les ventes de dollars effectuées par la Banque nationale n'ont pu empêcher la baisse du franc. Au début du mois suivant, le dollar s'est établi à fr. 1.71 et le mark à fr. 0.96.

Par la suite, le dollar a encore haussé et a atteint fr. 1.83 à la fin du premier trimestre. Dans le même temps, le franc est demeuré à peu près stable vis-à-vis de la plupart des autres monnaies. Quant au cours du mark, il s'est fixé entre fr. 0.94 et fr. 0.96.

Au début du mois d'avril, il fallait parfois payer plus de fr. 1.87 pour un dollar. La Banque nationale a joint ses efforts à ceux d'autres banques centrales en vue de contrecarrer, par des ventes massives de dollars, à

terme notamment, la revalorisation du dollar qui a eu lieu surtout vers la fin du premier trimestre et au commencement du deuxième. Elle a été toutefois davantage préoccupée par l'évolution du mark que par celle du dollar. En effet, la Banque nationale considérait le franc à un cours de fr. 95.– pour 100 marks comme excessivement faible. La situation du marché s'étant modifiée, le cours du mark allemand a pu être maintenu sans grandes difficultés à un niveau se situant au-dessous de 95 francs pour 100 marks. Après la fête de Pâques, le dollar a perdu rapidement de sa valeur. A la fin avril, il retrouvait son niveau enregistré à la mi-février et son cours moyen de 1979, soit fr. 1.66. En ce qui concerne le mark allemand, il s'est affaibli pour s'établir à fr. 0.93 vers la fin du mois d'avril. La hausse du franc s'est déroulée de manière ordonnée et n'a pas entraîné d'importantes interventions sur le marché des changes.

Durant le premier trimestre de 1980, le franc avait baissé de 16,3% par rapport au dollar et de 2,8% face au mark. Sur une période de plus courte durée, à savoir le mois d'avril, le franc a pu une nouvelle fois se raffermir de 12,1% vis-à-vis du dollar et de 1,9% vis-à-vis du mark. Par rapport au taux d'appréciation moyen et pondéré, il ressort que les variations du cours du franc apparaissent, comme par le passé déjà, supérieures à la moyenne vis-à-vis du dollar et inférieures à celle-ci vis-à-vis du mark. Pondéré par les monnaies de 15 importants partenaires commerciaux de la Suisse, le cours du franc a baissé de 6,9%, durant le premier trimestre de 1980, et a haussé de 3,3%, en avril. A la fin du mois d'avril, la valeur extérieure, nominale et pondérée, du franc suisse s'inscrivait 1,2% au-dessous de celle observée une année auparavant. Aussi, eu égard à la faiblesse du franc suisse, le Conseil fédéral et la Banque nationale ont décidé d'assouplir de nouveau les mesures destinées à lutter contre l'afflux de fonds étrangers. Depuis le 11 mars, seuls les avoirs étrangers à vue et les dépôts à terme fixe effectués par des non-résidents pour des durées inférieures à trois mois sont encore soumis à l'interdiction de rémunérer. Cette mesure a été maintenue en vue, sinon d'éviter, du moins de ne pas favoriser, par une rémunération, des mouvements erratiques de fonds à court terme.

Le 1er avril 1980, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ont convenu de s'ouvrir réciproquement des limites de crédits sous forme de swaps yens contre francs pour un montant maximum de 200 milliards de yens, ce qui correspond à environ 1,5 milliard de francs au cours actuel. Chaque banque centrale peut donc se procurer auprès de l'autre des fonds lui permettant d'intervenir en faveur de sa monnaie.

Bien que le franc se soit montré faible sur le marché des devises, la Banque nationale n'a pas estimé opportun de modifier le cours de sa politique monétaire pour 1980. Dans la mesure du possible, la dotation en liquidités du marché monétaire a été gérée conformément aux objectifs fixés. Pour compenser les ponctions de liquidités liées à chaque vente de dollars, des opérations de swaps à long terme ont été conclues.

Le 28 février, la Banque nationale a émis pour son propre compte des bons productifs d'intérêt, utilisant ainsi pour la première fois une de ses nouvelles compétences. Ces bons ont été notamment offerts aux banques qui avaient souscrit précédemment des rescriptions de stérilisation de la Confédération. Portant sur un montant de 1054,5 millions de francs, les bons émis par la BNS ont remplacé en grande partie les rescriptions de stérilisation de la Confédération, arrivées à échéance. La raison pour laquelle la Banque nationale était prête à lancer ses propres bons tenait au fait qu'elle voulait empêcher, avec l'arrivée à terme des rescriptions de stérilisation, un resserrement brutal des liquidités bancaires de second degré.

Au cours de la période examinée, la Confédération a émis trois nouvelles séries de créances comptables d'une durée de trois mois et s'élevant à 200 millions de francs chacune. Les montants offerts ont toujours dépassé nettement les montants désirés. Etant donné que les émissions se sont déroulées selon un système d'appel d'offres, le rendement des créances comptables a reflété fort bien l'état du marché monétaire. Le rendement annuel de l'émission effectuée en février s'est inscrit à 4,299%, soit à 1 pour cent au-dessous de celui enregistré en janvier (5,227%). A la mi-février, les grandes banques ont réduit à deux reprises les rémunérations qu'elles servent sur les dépôts à terme fixe. Ainsi, le taux d'intérêt des fonds de 3 à 5 mois est tombé de 5% à 4¼%. Cette diminution s'explique par l'intention de la Banque nationale de veiller au bon déroulement de l'échéance de février. Celle-ci n'a donc pas entraîné de problèmes particuliers. Toutefois, les banques se sont vite aperçues que les promesses faites en matière de liquidités ne modifiaient pas en principe le cours de la politique monétaire. C'est pourquoi les rémunérations des dépôts à terme fixe ont encore été relevés à l'approche de la fin du mois. Le taux des fonds de 3 à 5 mois a passé de 4¼% à 5¼% durant la seconde moitié du mois de février.

La dotation en liquidités du marché monétaire s'est réduite au début du mois de mars en raison surtout du remboursement par les banques des concours financiers accordés pour l'échéance, mais aussi à la suite de ventes de dollars effectuées par la Banque nationale. Influencées par le vigoureux relèvement des taux d'intérêt à court terme sur les marchés internationaux, les rémunérations servies sur le marché de l'euro-franc ont également haussé. Le taux des dépôts à trois mois libellés en francs suisses indiquait 3¼% à la mi-février, mais, à la mi-mars, il s'établissait à 6¼%. Il n'est donc pas étonnant que le rendement annuel des créances comptables à trois mois émises en mars par la Confédération ait atteint son plus haut niveau jusqu'à ce jour, soit 6,627%.

Avec effet au 28 février, la Banque nationale a relevé de 1% ses taux d'intérêt afin de les adapter partiellement à la situation du marché monétaire. Le taux officiel de l'escompte a passé de 2 à 3% et celui des avances sur nantissement de 3 à 4%. Le niveau des rémunérations servies sur le marché n'a ainsi pas été atteint. C'est déli-

berement que l'on a renoncé à relever encore les taux officiels, car une telle augmentation aurait pu facilement prêter à confusion et, partant, déclencher des turbulences sur les marchés de l'argent, des capitaux et des changes.

La première échéance trimestrielle ne s'est pas déroulée sans difficultés. Le taux de l'argent au jour le jour a haussé passagèrement à près de 50%. Un tel niveau ne constitue pas un fait exceptionnel en période de politique monétaire restrictive. La BNS a offert aux banques des swaps à un mois et à sept jours, aux conditions du marché, en vue de couvrir leurs besoins financiers non immédiats. D'autres opérations de swaps liées aux «Carter Bonds» avaient également été prévues. Mais certaines banques auraient été prêtes à conclure des swaps uniquement au cas où les conditions offertes par la BNS se seraient situées au-dessous de celles en vigueur sur le marché. La Banque nationale n'était pas disposée à les satisfaire. En effet, elle ne voulait pas provoquer une diminution des taux d'intérêt, étant donné la persistance de la tendance à la baisse du franc. Au début du mois d'avril, le remboursement des aides financières accordées en vue de l'échéance a conduit à des resserrements passagers de liquidités. Or les banques ont de nouveau utilisé avec parcimonie les swaps offerts aux conditions du marché. En revanche, elles ont eu davantage recours aux avances sur nantissement. Celles-ci se situaient dix jours après l'échéance à un niveau inhabituellement élevé, soit à 600 millions de francs en chiffre rond.

Durant la seconde moitié du mois d'avril, la tension s'est atténuée sur le marché monétaire. Alors que les taux d'intérêt à court terme sur les placements en dollars et en marks reculaient et que le franc se revalorisait, les rémunérations servies sur les fonds à court terme libellés en francs suisses se sont mises à baisser également. Lors de l'émission d'avril des créances comptables à court terme, le rendement annuel de ces papiers était encore élevé (6,227%), mais il se situait toutefois à 0,4 pour cent au-dessous du niveau de mars. C'est dans le courant du mois d'avril que les banques centrales étrangères ont été autorisées à souscrire, pour la première fois, à des créances comptables à court terme.

Le taux des dépôts à trois mois sur l'euro-marché a passé de plus de 7%, au début du mois d'avril, à 6½%, à la fin du mois. Les grandes banques ont réduit également les rémunérations servies sur les dépôts à terme fixe. Ces adaptations ont entraîné une modification de la structure des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt des fonds de 3 à 5 mois et de 6 à 11 mois ont été réduits à deux reprises de ¼% chacun. Depuis le 29 avril, les banques offrent un taux de 5½% sur les fonds de 3 à 5 mois, 5¼% sur ceux de 6 à 11 mois et 5¼% sur ceux à un an. Cette nouvelle structure des taux d'intérêt est le reflet d'une demande relativement élevée de fonds à très court terme et des prévisions quant à une baisse des taux d'intérêt émises par les agents économiques. Attendu que les taux des placements à court terme en francs ont relativement moins reculé que les autres rémunérations,

l'écart entre les taux d'intérêt des placements sur le marché de l'euro-franc et ceux des placements en marks et en dollars s'est réduit nettement.

Agrégats monétaires

La base monétaire, soit l'agrégat que la Banque nationale a choisi pour fixer l'objectif de sa politique monétaire, a fléchi d'un montant moyen de 34,8 milliards de francs, en mars 1979, à 29,5 milliards de francs, une année plus tard, et se situait ainsi au niveau souhaité. Pour des raisons tenant à la politique des cours de change, la base monétaire a été relevée aux alentours de la limite inférieure de l'objectif de croissance. La hausse du franc qui est déjà intervenue et celle qui est encore attendue sur les marchés des devises permettront d'atteindre la zone médiane de cet objectif.

Le recul de la masse monétaire M_1 (le numéraire en circulation plus les dépôts en banque à vue de résidents), qui s'explique par la structure des taux d'intérêt, et l'expansion de la masse monétaire M_2 (M_1 plus les dépôts à terme) se sont poursuivis au cours du trimestre examiné. A la fin mars, M_1 se trouvait 14,8% au-dessous de son niveau de mars 1979, alors que M_2 et M_3 (M_2 plus les dépôts d'épargne) progressaient de 23,1% et de 9,8% durant les douze derniers mois.

L'évolution différenciée des agrégats monétaires est surtout la conséquence, comme au cours du trimestre précédent, de mouvements très prononcés entre les dépôts à vue et les dépôts à terme. Ces derniers se sont accrus de plus de 150% en l'espace d'un an et s'inscrivaient à 48,6 milliards de francs, à la fin mars. Dans le même temps, les dépôts à vue ont décliné de 23% et totalisaient 36,1 milliards de francs. Ce phénomène qui est observé depuis l'automne dernier s'est accéléré au cours du premier trimestre de 1980 puisqu'à la fin de l'an dernier le recul des dépôts à vue n'était que de 13% et la progression annuelle des dépôts à terme n'atteignait que 73%. Quant à la faible croissance de M_3 , elle est due à la diminution de 0,8% des dépôts d'épargne, s'établissant à 106 milliards de francs à la fin mars.

La persistance de la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire a provoqué, durant la période considérée, des transferts massifs de fonds des dépôts à vue vers les dépôts à terme. Ces déplacements ont atteint un ordre de grandeur de plus de 1 milliard de francs par mois au cours du premier trimestre de 1980. A cela est venu s'ajouter le fait que des fonds qui se seraient normalement dirigés vers le marché des capitaux, les obligations de caisse et les dépôts d'épargne ont été placés à court terme pour des raisons de rendement. Cet apport extérieur explique pourquoi l'expansion des dépôts à terme a été beaucoup plus forte que la diminution des dépôts à vue. Au cours des douze derniers mois, les dépôts à trois mois ont augmenté de 24,7 milliards de francs alors que les dépôts à vue n'ont diminué que de 9,3 milliards de francs.

Le comportement des agrégats monétaires durant les

douze derniers mois traduit une phase tout à fait unique de l'évolution monétaire. Depuis l'abandon des changes fixes, on n'a jamais assisté à une augmentation aussi forte des dépôts à terme en l'espace d'un an. Les raisons principales de ce fait résident, d'une part, dans la tendance à la hausse des taux d'intérêt décrite précédemment et, d'autre part, dans la distorsion de la structure des taux d'intérêt. Alors qu'au premier trimestre de 1979, par exemple, le taux d'intérêt des bons de caisse était encore d'environ 2% supérieur à celui qui était servi sur les dépôts à trois mois du marché de l'euro-franc, vers la fin de 1979 et au début de cette année la situation s'est inversée. En effet, le taux d'intérêt sur le marché monétaire dépassait d'un à deux pour cent les rémunérations des fonds à moyen et à long terme. L'incertitude persistante qui régnait généralement, au début du trimestre examiné, sur les marchés financiers et les prévisions faisant état notamment de la poursuite des hausses de rendement ont amené les investisseurs à ne pas placer immédiatement leurs fonds à moyen et à long terme mais à préférer la solution des placements d'attente; la décision d'investir à court terme étant finalement prise en raison de la structure particulière des taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt ayant évolué, au cours de la période 1973/1974, d'une manière semblable à celle décrite plus haut, on aurait pu s'attendre à un comportement identique des agrégats monétaires. Or il n'en a pas été tout à fait ainsi. En effet, lorsque le taux d'intérêt à trois mois sur l'euro-franc dépassa, au début du mois d'octobre 1973, les rendements à long terme et qu'il culmina à plus de 11,5%, au milieu de 1974, la réaction des investisseurs resta fort modérée. Ce qui s'explique, entre autres, par le fait que les dépôts à terme n'augmentèrent que d'un peu plus de 30% et que les dépôts à vue ne reculèrent que de 6%.

L'assymétrie constatée dans l'évolution des composantes des agrégats monétaires s'explique vraisemblablement par l'inégalité de la dotation en liquidités et par les niveaux auxquels les taux d'intérêt se situaient. A la suite des hausses extraordinaires du prix du pétrole et des rémunérations relativement élevées qui étaient déjà servies, il n'existait en 1973, contrairement à la situation de 1979, que peu de fonds en quête de placement. Le retournement observé dans la structure des taux d'intérêt ne pouvait donc entraîner des transformations de dépôts à vue en dépôts à terme aussi importantes que celles enregistrées ces derniers mois.

Les mouvements spectaculaires des agrégats monétaires au cours de l'année écoulée proviennent, pour une grande part, du fait que la Banque nationale a eu pour objectif d'éponger la liquidité excédentaire de l'économie qui résultait des opérations de stabilisation du marché des changes effectuées en 1978. Ainsi, la politique monétaire de la BNS est aujourd'hui certainement moins restrictive que ce que le recul de M_1 pourrait laisser supposer. En outre, le ralentissement de la croissance de la masse monétaire s'est déroulé de manière moins marquée qu'en 1973.

La normalisation de la structure des taux d'intérêt qui s'est engagée vers la fin du trimestre sous revue devrait conduire, au cours des prochains mois, à un recul du taux d'accroissement des dépôts à terme et, partant, rendre de nouveau plus symétrique l'évolution des agrégats monétaires.

2. Evolution générale de l'économie

Consommation privée

Le revenu disponible et les perspectives de revenu, facteurs principaux qui déterminent la consommation privée, ne se sont guère modifiés au premier trimestre par rapport à la période correspondante de 1979. La demande de produits durables, en particulier celle d'automobiles et de biens destinés à l'aménagement du logement, joue en principe un rôle prépondérant dans les variations de la consommation privée. Alors que l'augmentation enregistrée dans la construction d'appartements a stimulé la demande de biens destinés à l'aménagement du logement, le taux d'accroissement relatif aux importations de voitures a marqué un recul. Cette baisse, de même que la tendance à acheter de petites voitures s'expliquent par les dernières majorations du prix du pétrole.

Par rapport à la période correspondante de 1979, le chiffre d'affaires que le commerce de détail a enregistré au premier trimestre est monté de 7,1% en valeur nominale et de 1,7% en valeur réelle. Il faut en conclure que la croissance des dépenses pour des biens non durables de consommation s'est maintenue. Le chiffre d'affaires réalisé dans le commerce de détail a été supérieur aux prévisions. Sans être considérés comme excessifs, les stocks ont dépassé sensiblement le niveau observé un an auparavant.

Investissement

Dans l'industrie de la construction, l'accroissement de l'activité a continué de s'accélérer au premier trimestre. Les constructions destinées à l'industrie et aux grandes entreprises artisanales ont augmenté le plus fortement, si l'on se base sur l'utilisation des crédits de construction, qui a progressé de 68,6%. Les taux relatifs aux immeubles d'habitation en général et aux villas se sont inscrits respectivement à 48 et à 21%. Dans le bâtiment, la situation s'est modifiée dans la mesure où la production ne se limite plus principalement aux villas. Exprimée par rapport à l'ensemble des constructions de logements, la valeur nominale des villas s'est chiffrée à 50% au premier trimestre de 1980, contre 55% pendant la période correspondante de l'année précédente.

La construction de logements a continué de se concentrer dans les agglomérations des grandes villes et, à l'intérieur de celles-ci, dans les communes de 1000 à 5000 habitants. La part de ces agglomérations à l'ensemble des logements construits a passé de 32% en 1976 à 38% en 1979, alors que la part des 92 villes a

baissé de 40 à 32% en chiffre rond. Ce changement s'explique avant tout par le prix favorable du terrain dans les petites communes.

Les indicateurs précurseurs montrent que la production continuera d'augmenter ces prochains mois. Ainsi, les promesses de crédits de construction se sont accrues de 38% par rapport à la période correspondante de 1979. En valeur, il s'agit de l'augmentation la plus forte depuis la récession. Le nombre de permis de construire et celui de projets soumis à l'inspecteurat des fabriques indiquent une tendance analogue.

Toutefois, la situation s'est détériorée dans le domaine du financement de la construction de logements. Les taux hypothécaires ont été relevés avec effet au 1er avril ou au 1er mai. En outre, la diminution des fonds que la clientèle dépose dans les établissements de crédit, en particulier dans les banques hypothécaires traditionnelles, ainsi que le recours croissant de l'industrie aux crédits bancaires laissent envisager un ralentissement du rythme d'expansion dans la construction de logements. La demande sera modérée non seulement par les difficultés croissantes de financement, mais aussi par le renchérissement marqué de la construction, qui pourrait encore augmenter ces prochains mois. De plus, on peut constater que l'appareil de production est utilisé pleinement dans l'industrie du bâtiment, si l'on fait abstraction des entreprises les plus importantes qui sont spécialisées dans la construction de complexes immobiliers.

Dans le domaine des biens d'équipement, la tendance ne s'est pas modifiée depuis le dernier rapport trimestriel. Les données disponibles très restreintes indiquent une certaine accélération de la croissance, si bien que l'évolution continue d'être satisfaisante.

Commerce extérieur

Les conditions toujours favorables dans lesquelles se développe le commerce extérieur ont permis un nouvel accroissement des importations et des exportations réelles. Au premier trimestre, les importations ont augmenté de 10,7% par rapport à la période correspondante de 1979, et les exportations, de 10,9%. Les ventes à l'étranger effectuées par la métallurgie et l'industrie des machines ont progressé sensiblement. En particulier, les exportations de machines se sont accrues de 16,4%, et celles d'appareils de mécanique de précision, de 33,0%.

En raison de la conjoncture suisse favorable, les importations réelles de matières premières et de produits semi-ouvrés, ainsi que de biens d'équipement ont augmenté de manière particulièrement vigoureuse. Dans ces conditions, l'ensemble des achats à l'étranger s'est accru notablement, les prix étant en hausse sensible.

Le déficit de la balance commerciale a passé de 900 millions au premier trimestre de 1979 à 3256 millions de francs pour les trois premiers mois de l'année en cours.

Un tel résultat trimestriel n'avait encore jamais été enregistré. Cette évolution était due surtout à certains faits particuliers. L'accélération de la conjoncture et la détérioration des termes de l'échange due à d'autres effets que le renchérissement du pétrole ont accru le déficit de 900 millions de francs par rapport aux trois premiers mois de 1979. Sans corriger les mouvements spéciaux dans la rubrique concernant les bijoux et les pierres précieuses, on obtiendrait un solde négatif d'environ 2,7 milliards de francs. Le renchérissement du pétrole a relevé le déficit de 600 millions de francs environ. Une détérioration de la balance commerciale accompagne, en règle générale, un essor de la conjoncture. Néanmoins, le déficit apuré, soit 1,8 milliard de francs, dépasse le niveau conforme à l'expérience. Cette situation résulte peut-être du fait que, par rapport aux phases antérieures d'expansion, notre économie a importé davantage de biens qui étaient produits autrefois dans le pays même.

Tourisme

Selon des résultats provisoires, le nombre de nuitées dans les hôtels et les établissements de cure a augmenté d'environ 10% entre la saison d'hiver 1978/79 et celle de 1979/80; la clientèle suisse s'est accrue de 2%, et la clientèle étrangère, de 18%. Comme l'enneigement a été bon jusqu'à Pâques, les résultats de la saison hivernale atteindront vraisemblablement un niveau record. Pour la saison d'été, on s'attend, dans presque toutes les localités touristiques, à un nombre de nuitées égal ou supérieur à celui de 1979.

Marché du travail

De la fin du mois de janvier à la fin du mois d'avril, le nombre de chômeurs complets a passé de 11 371 à 6443, à la suite de variations saisonnières surtout. Une demande supplémentaire de personnel qui n'était pas due aux variations saisonnières a joué toutefois un certain rôle également, puisque le nombre moyen de chômeurs a diminué de 5000 en chiffre rond par rapport aux quatre premiers mois de 1979.

D'une année à l'autre, la structure du chômage par régions ne s'est guère modifiée. Le chômage le plus élevé a continué d'être enregistré dans les cantons de Genève, du Tessin, de Bâle-Ville et du Jura. Dans l'ensemble de la Suisse, le taux de chômage s'est chiffré à 0,2% en moyenne, contre 0,4% au premier trimestre de 1979.

Prix

Comme l'indice des prix à la consommation était monté vigoureusement du mois de janvier au mois de février 1979, à la suite du renchérissement du pétrole, le taux de la hausse des prix en un an a passé de 5,1% à fin janvier à 4,1% à fin février 1980. Pour la même raison, on s'attend à une hausse relativement faible au mois de juin. Le taux de 3,9% enregistré au mois de mars reflète vraisemblablement la tendance générale. Pour ces prochains mois, il faut s'attendre toutefois à une accéléra-

tion. Outre de nouvelles adaptations de prix au renchérissement du pétrole, les majorations des loyers se répercuteront sur l'indice. De plus, les CFF et certaines compagnies d'électricité ont annoncé des majorations de tarifs pour cette année. Cependant, l'évolution des changes pourrait bouleverser les prévisions, car les cours influent relativement vite sur certains prix, tels ceux des produits pétroliers.

L'évolution des prix de gros a été analogue à celle des prix à la consommation. Pour les raisons indiquées ci-dessus, le taux du renchérissement en un an a passé de 7% au mois de janvier à 5,9% au mois de février. Aux mois de mars et d'avril, il s'est monté respectivement à 6,5 et à 6,3%. En effet, avec la faiblesse du franc, l'inflation étrangère s'est répercutée sur les prix des marchandises importées, dont la hausse en un an s'est inscrite respectivement à 11,4 et à 10,7% durant les mois de mars et d'avril. Les prix des marchandises suisses, soit environ 70% des produits inclus dans l'indice, se sont élevés de 4,5% en un an.

3. Comparaison entre la situation actuelle et celle des années 1973 et 1974

La situation actuelle de l'économie présente certaines caractéristiques générales qui apparaissaient déjà dans la période couvrant les années 1973 et 1974. Aujourd'hui comme alors, l'économie doit s'adapter à un renchérissement sensible du pétrole. L'évolution de la masse monétaire est analogue; une phase de restriction suit une expansion inflationniste. En outre, il paraît de plus en plus certain que la conjoncture à l'étranger, si importante pour notre industrie d'exportation, s'affaiblira ces prochains mois.

En raison de ces similitudes, on peut se demander s'il faut s'attendre à ce que l'évolution suive, ces prochains temps, une tendance récessive semblable à celle du milieu des années soixante-dix. Pour répondre à cette question, il convient d'examiner tout d'abord l'importance relative des facteurs qui déterminent une récession. De plus, nous tenterons d'estimer quels effets les tendances à la récession exerceront sur notre économie.

3.1. Causes de récession

En comparant la crise pétrolière des années 1973 et 1974 à celle des années 1979 et 1980, on constate aussi bien des similitudes que des différences très nettes. Pour la Suisse, l'évolution du prix du pétrole sur le marché libre de Rotterdam continue d'être déterminante. Durant la récente crise pétrolière, l'apparition d'acheteurs supplémentaires a eu des conséquences désavantageuses pour notre pays. Contrairement à ce qui s'était passé avant et après la première crise, les prix sur le marché libre sont supérieurs aux prix fixés par contrat préalable. Comme les prix sur le marché libre de Rotterdam sont cotés en dollars, le cours de cette mon-

naie influe sensiblement sur le prix du pétrole en Suisse. Après la première crise, la hausse des prix a été moins marquée dans notre pays qu'à l'étranger, en raison de la revalorisation du franc par rapport au dollar. La situation s'est modifiée, car les dernières majorations du prix du pétrole se sont produites dans une phase où, par moments, le franc s'est affaibli par rapport au dollar.

En pour-cent, les dernières majorations du prix du pétrole ont moins touché l'ensemble des importateurs que les majorations effectuées en 1973 et 1974. Cependant, la hausse sensible du dollar a entraîné un renchérissement supplémentaire du pétrole dans les pays dont la monnaie n'est pas liée à cette devise. Pour la Suisse, la situation s'est détériorée davantage, en raison de l'évolution qui s'est produite sur le marché libre de Rotterdam. Malgré ces facteurs défavorables, les derniers taux de renchérissement du pétrole sont restés inférieurs, pour notre pays également, à ceux des années 1973 et 1974.

Ainsi que nous l'avons souligné dans les considérations de politique monétaire faites au chapitre B.1., l'inflation initiale et les anticipations inflationnistes observées dans la phase actuelle de politique restrictive sont inférieures à celles constatées avant la récession de 1975, la liquidité des banques est supérieure et la phase préalable d'expansion monétaire est de plus courte durée. On peut en conclure que les effets exercés par la politique monétaire sur la conjoncture seront moins marqués qu'après la première crise pétrolière.

L'affaiblissement de la conjoncture ne semble pas se produire simultanément dans les divers pays, comme lors de la dernière crise. Tandis que la récession a commencé aux Etats-Unis, les grands pays européens ne sont pas encore dans une telle phase. Comme on peut supposer que la conjoncture favorable continuera durant un certain temps dans les pays où aucun fléchissement n'est encore visible, la diminution de la demande extérieure sera moins soudaine, voire moins forte qu'au milieu des années soixante-dix.

Dans l'ensemble, l'analyse des principales causes de récession laisse espérer que le fléchissement prochain de la conjoncture n'aura pas l'ampleur du dernier.

3.2. Evolutions comparées de la conjoncture

Consommation privée

La stagnation qu'a subie la consommation privée de biens et de services en 1974 résultait de tendances divergentes. Les achats de denrées alimentaires étaient restés à peu près stables. En revanche, les dépenses supplémentaires dues au renchérissement du pétrole, ainsi qu'à une hausse supérieure à la moyenne des montants consacrés aux loyers avaient entraîné un fléchissement des achats d'articles d'habillement et d'automobiles.

Pour examiner l'évolution récente de la conjoncture, il faut recourir à des indices succédanés, car les données de la comptabilité nationale ne sont publiées qu'avec un retard important. Les importations réelles de biens de consommation pendant le premier trimestre de l'année en cours ont dépassé de 7% celles observées durant la période correspondante de 1979. Ce rythme correspond à celui enregistré les deux années précédentes. Si aucun changement de tendance n'a été décelé dans l'évolution des achats à l'étranger de biens non durables de consommation, l'accroissement a commencé à se ralentir dans le domaine des biens durables. Le fléchissement provenait surtout des importations d'automobiles, dont le volume a diminué de 7,1%. En 1972 et en 1973, les importations d'automobiles avaient diminué aussi les premières, avant que le renchérissement du pétrole, en automne 1974, n'entraîne un ralentissement général de la conjoncture.

Investissement

Selon les estimations du Groupe de travail de prévisions économiques, l'investissement calculé d'après les prix de 1970 s'inscrira cette année à 26,3 milliards de francs. Ainsi, le volume de l'investissement ne sera inférieur que d'environ 10% au montant maximal qui a été atteint en 1973 et qui était de 29,6 milliards de francs. En 1974, la diminution de l'activité économique avait commencé dans le bâtiment, dans la construction de logements tout d'abord. Ce ralentissement n'avait provoqué qu'une diminution de 4,2% de l'investissement. En effet, les achats de biens d'équipement étaient restés à peu près au niveau de l'année précédente, leur fléchissement ne se chiffrant qu'à 0,3%. La construction, l'achat de biens d'équipement et la constitution de stocks, soit tous les éléments des investissements, n'avaient diminué simultanément qu'en 1975.

Selon le Groupe de travail de prévisions économiques, l'augmentation de l'investissement par rapport à l'année précédente passera de 7% en 1979 à 5,7% en 1980. Tant l'accroissement de la construction que celui de l'achat de biens d'équipement se ralentiront quelque peu.

Construction

La production actuelle de logements est à un tout autre niveau que celle de 1973 et de 1974. Durant ces années, l'industrie de la construction avait terminé respectivement 82 000 et 74 000 logements, dans des villas ou des immeubles comprenant plusieurs appartements. En 1979, la production correspondante s'est inscrite à environ 38 000. La part des villas semble plus élevée, en valeur, que durant les années 1973 et 1974. Le chiffre relatif à 1979 est légèrement supérieur aux besoins à long terme, estimés à environ 35 000 logements. La demande de constructions due à la spéculation, qui résulte surtout des anticipations inflationnistes, est loin d'atteindre, comme on le voit, l'ampleur constatée au début des années soixante-dix.

Aux prix de 1970, la construction actuelle se chiffre à 17 milliards de francs; elle est inférieure de 10% au niveau enregistré en 1973, soit 19 milliards de francs. Depuis cette époque, le nombre de travailleurs occupés dans cette industrie a baissé de 30%. On ne dispose d'aucune donnée sur la réduction des capacités qui a eu lieu durant cette période, mais les importations laissent supposer que les capacités ont augmenté quelque peu ces derniers temps.

Prévu pour le premier semestre de l'an prochain, le fléchissement de la demande de constructions se produira donc après la réduction sensible des capacités intervenue depuis la dernière période de haute conjoncture. L'appareil de production correspondant à peu près aux besoins à long terme, dans le bâtiment tout au moins, la réduction de la production et de l'emploi devrait être nettement plus faible que lors de la dernière récession. Il ne faut pas s'attendre à ce que les travaux publics stimulent la construction au cours de ces prochaines années.

Biens d'équipement

Selon les prévisions du Groupe de travail, les investissements en biens d'équipement augmenteront de 2% cette année, pour s'inscrire à 9,7 milliards de francs en chiffre rond, mais seront inférieurs, à prix constants, d'environ un million aux montants enregistrés en 1973 et en 1974. Le niveau maximal avait été atteint en 1972 déjà, soit deux ans avant la récession.

D'après les rares informations disponibles, les investissements en biens d'équipement semblent s'accélérer momentanément. Par rapport à la période correspondante de 1979, les biens d'équipement importés ont augmenté au premier trimestre de manière sensible. L'enquête sur les investissements qu'a menée l'Institut de recherches économiques montre également que les entreprises ont l'intention d'investir davantage.

En raison du ralentissement conjoncturel à l'étranger, de la revalorisation probable du franc et de la pénurie de personnel, on ne peut pas exclure que ces intentions se modifient cette année encore.

Stock

L'accroissement considérable des importations reflète en partie l'optimisme qui règne parmi beaucoup de chefs d'entreprises, mais aussi la hausse des anticipations inflationnistes. Ces deux facteurs ont provoqué la constitution rapide de stocks.

Seules les données qualitatives fournies par l'enquête conjoncturelle que mène l'Institut de recherches économiques renseignent sur l'évolution des stocks. En général, les stocks de biens destinés à la production propre sont considérés comme suffisants, ceux de produits à vendre, comme suffisants ou un peu trop petits. Les réponses étaient semblables de 1973 à l'automne 1974. Les entreprises avaient accru leurs stocks de biens des-

tinés à la production propre du milieu de 1973 à 1974. Ensuite seulement, elles les avaient tenus pour trop élevés. Les stocks de produits à vendre avaient été considérés comme trop importants à partir de l'automne 1974.

Cette comparaison prouve que les chefs d'entreprises ne modifient leur appréciation des stocks qu'au moment où la conjoncture est à son tournant. Il ne faut donc pas en conclure, contrairement à une opinion très répandue, que les stocks ne seraient pas excessifs en cas de récession. La statistique des importations montre qu'ils ont augmenté rapidement ces derniers mois.

Commerce extérieur

Simultanément au revirement général de la conjoncture, l'évolution des importations était arrivée à un tournant au milieu de 1974. La diminution des importations de matières premières et de produits semi-ouvrés, qui avait eu lieu en raison du niveau excessif des stocks, avait joué un rôle décisif à cet égard. Dès le début de 1974, les achats à l'étranger de produits énergétiques et de biens de consommation avaient fléchi. Cette évolution était due aux majorations du prix du pétrole qui avaient été effectuées en 1973 et en 1974. La hausse des cours du change, qui avait commencé au début de 1974, avait compensé en partie le renchérissement du pétrole et entraîné un processus de substitution dans le domaine des biens de consommation, des produits étrangers ayant été préférés aux produits indigènes.

Actuellement, toutes les sortes d'importations se développent par contre de manière positive. Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-ouvrés, ainsi que de biens d'équipement, déterminent l'évolution générale des importations. Dans le secteur de l'énergie, la situation est semblable à celle de 1973 et de 1974. En effet, le renchérissement massif a déclenché de nouveau un processus de substitution qui vise à utiliser de l'énergie relativement bon marché. L'emploi du charbon, en particulier, a pris davantage d'importance durant ces deux cycles. La substitution ressort du fait que les importations réelles de pétrole et de ses dérivés diminuent et que celles de charbon montent en flèche. Le coût actuel du pétrole qui entre en tant que source d'énergie dans le processus de production semble avoir atteint le niveau à partir duquel l'utilisation d'une autre source d'énergie paraît rentable.

L'accroissement sensible des importations est dû non seulement au renchérissement des produits énergétiques, mais aussi à l'évolution des cours du change et à une conjoncture favorable jusqu'à maintenant. En raison de l'évolution des cours du change et de l'optimisme à court terme des chefs d'entreprise, on peut s'attendre à ce que l'accroissement des importations continue tout d'abord.

Trois mois après le changement de tendance qui était intervenu dans les importations, la récession internationale et la hausse du franc sur les marchés des changes

avaient entraîné, au quatrième trimestre de 1974, un fléchissement des exportations, en particulier de biens de consommation tels que montres, textiles et articles d'habillement, denrées alimentaires.

Grâce à la bonne conjoncture à l'étranger et à l'évolution des cours du change, les taux d'accroissement des exportations de toutes les industries importantes sont élevés actuellement. Seule l'industrie horlogère a vu le volume de ses exportations s'inscrire au premier trimestre de 1980 à un niveau inférieur à celui de la période correspondante de 1980. Ainsi, il semble que notre industrie d'exportation supporte mieux le renchérissement du pétrole qu'en 1974. Les taux de croissance des exportations en valeur réelle et en valeur nominale – en volume, les exportations réalisées au premier trimestre de 1980 étaient de 10,9% supérieures à celles de la période correspondante de l'année précédente – permettent de déduire que les entreprises suisses ont été en mesure de reporter partiellement la hausse des coûts énergétiques sur leurs prix à l'exportation.

Le changement de la conjoncture internationale qui s'esquisse peu à peu se répercutera relativement vite sur les entrées de commandes qu'enregistre notre industrie d'exportation. Toutefois, il ne faut pas s'attendre à un fléchissement dès cette année, car les commandes en portefeuille demeurent généralement élevées.

Collectivités publiques

Durant la phase de ralentissement qui s'annonce, les collectivités publiques ne donneront guère d'impulsions à la conjoncture. On peut estimer que, en raison du décalage existant entre le moment où une décision est prise et celui où ses effets se font sentir sur l'économie, les conséquences des efforts actuels visant à comprimer les dépenses publiques coïncident assez exactement avec le début de la phase d'affaiblissement de la conjoncture. Une partie des entreprises ayant puisé largement dans leurs réserves, elles éprouveront relativement vite des difficultés et demanderont rapidement aussi que l'Etat intervienne.

Les autorités peuvent profiter des expériences faites en 1975 et en 1976, lors de la mise en œuvre des programmes d'investissement qui visaient à accroître l'emploi. Cependant, il ne faut pas en attendre une réduction importante du décalage entre l'affaiblissement de la conjoncture et les effets des mesures anticycliques. On peut même craindre que de telles dispositions n'accroissent au contraire la tendance de la conjoncture, car seules la vigueur et la durée surprenantes de la récession avaient permis que les programmes de 1975 et 1976 exercent des effets modérateurs.

Marché du travail

De 1973 à 1979, les variations du niveau de l'emploi ont été particulièrement fortes, tandis que les salaires

réels avaient tendance à monter. Après une baisse prononcée au quatrième trimestre de 1973, l'emploi a presque atteint, jusqu'au deuxième trimestre de 1974, le niveau maximal de l'année précédente. Puis l'indice est descendu d'environ 13% jusqu'au premier trimestre de 1976, par rapport au niveau maximal de 1974. L'ampleur de la baisse montre l'acuité de la crise à cette époque.

L'offre de travail a diminué avec le recul de la demande. Des travailleurs étrangers surtout, en particulier des saisonniers, sont rentrés dans leur pays d'origine.

En pour-cent, le fléchissement de l'emploi n'a pas été plus vigoureux parmi les travailleuses que parmi les travailleurs. Toutefois, les données globales sont faussées par la structure de l'industrie de la construction. En effet, cette branche a licencié presque uniquement des hommes, ce qui a compensé la baisse plus marquée du nombre de femmes dans toutes les autres industries. En 1979, le niveau de l'emploi était inférieur de 240 000 au chiffre maximal de 1973 et dépassait légèrement le niveau minimal, enregistré au début de 1977. Depuis lors, le nombre des travailleurs a augmenté de 26 000 personnes, et celui des travailleuses, de 17 000 seulement. Ainsi, le nombre de celles-ci était inférieur de 83 000 au chiffre maximal, atteint en 1973.

La situation s'étant modifiée à divers égards, les conséquences d'un fléchissement conjoncturel ne seront plus les mêmes que par le passé. Il faut considérer que, en cas de ralentissement de la demande, l'offre de travail ne diminuera pas comme autrefois par un retour des travailleurs étrangers dans leur pays. Or il est certain que cette réduction de l'offre de travail a atténué fortement les effets visibles de la crise de 1975 et de 1976: alors que la diminution du produit national brut réel a été la plus nette de tous les Etats membres de l'OCDE, le taux de chômage est resté toujours bas, comparé à celui des autres pays. A l'heure actuelle, un léger fléchissement du produit national entraînerait sans doute un taux de chômage plus élevé qu'il y a cinq ans.

Grâce à l'assurance-chômage obligatoire, le système de sécurité sociale est beaucoup plus développé qu'en 1974. Il peut en résulter, le cas échéant, que les entreprises soient disposées davantage à congédier des travailleurs ou à les mettre au chômage partiel, et que la résistance de ceux-ci contre de telles mesures diminue. Néanmoins, il ne faut pas s'attendre à des licenciements massifs si la demande ralentit. Les entreprises réagiront relativement tôt par une mise au chômage partiel. Cette mesure se heurte moins aux résistances d'ordre politique qui subsistent, malgré l'assurance-chômage; une partie des conflits sociaux peuvent être ainsi évités. De cette manière, les entreprises éliminent aussi les frais d'embauchage qui s'imposent lors d'une expansion future. Toutefois, le recours à ce procédé implique que les entreprises ne considèrent pas la diminution de la demande comme permanente. A l'heure actuelle, cette condition semble remplie largement: les perspectives à moyen terme incitent à un certain optimisme, en raison de l'épuration des structures effectuée depuis 1974, des

améliorations techniques et de l'improbabilité d'une réévaluation massive du franc. Une autre raison pour laquelle les entreprises sont tentées de recourir à la mise au chômage partiel dans une phase relativement précoce du cycle économique est que leurs réserves semblent encore inférieures au niveau atteint avant la dernière récession.

3.3. Conclusion

Les facteurs de ralentissement conjoncturel paraissent beaucoup moins vigoureux qu'avant la dernière récession. Par ailleurs, notre économie est mieux équipée que par le passé contre une réduction de la demande: des expériences importantes ont été faites ces dernières années, les entreprises estiment l'évolution de la conjoncture de manière beaucoup plus réaliste qu'aupa-

ravant, les signes de surchauffe sont moins prononcés, et les taux d'inflation, plus bas que par le passé. Cependant, il faut souligner que les réserves des entreprises semblent se situer à un niveau nettement inférieur à celui du début des années soixante-dix.

Dans ces conditions, le ralentissement conjoncturel du début des années quatre-vingts sera plus faible que le précédent. En outre, son aspect sera différent. Il faut compter sur une augmentation sensible du chômage. Au début surtout, le chômage partiel pourrait être important. En revanche, l'industrie de la construction n'enregistrera probablement pas une diminution aussi prononcée de la demande qu'il y a cinq ans.

Selon l'hypothèse la plus vraisemblable, le ralentissement pourrait commencer au premier semestre de l'an prochain.