

**Situation économique  
et monétaire**

Rapport de la Direction générale  
remis au Conseil de banque  
pour sa séance du 12 juin 1981

Le rapport, achevé à la fin du mois de mai, se fonde avant tout sur des informations publiées du mois de février au mois d'avril 1981.

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

### **1. Aperçu de la conjoncture internationale**

Dans la plupart des pays industrialisés, le fléchissement conjoncturel s'est atténué ces derniers mois. Cependant, on n'a guère observé de signes de reprise, si ce n'est aux Etats-Unis. L'économie internationale semble avoir atteint le fond de la récession qui dure depuis un an et demi.

Aux Etats-Unis, la relance qui avait commencé après la récession vigoureuse, mais brève, enregistrée au deuxième trimestre de 1980 s'est poursuivie au premier trimestre de 1981. En Europe occidentale et au Japon, seuls quelques indicateurs avancés laissent entrevoir un certain regain d'activité. Au Royaume-Uni, une amélioration de la conjoncture semble se dessiner après une récession longue et profonde.

Deux facteurs principaux ont influé sur la conjoncture au premier trimestre de 1981. Premièrement, les pays importateurs de pétrole ont encore subi les effets du deuxième renchérissement massif du pétrole. Toutefois, la situation tend à s'améliorer à cet égard, puisque les prix ont baissé quelque peu depuis une demi-année. En second lieu, les politiques monétaires et budgétaires restrictives influencent davantage l'évolution de la conjoncture internationale. Les banques centrales de différents pays se sont fixé comme objectifs des taux modérés d'accroissement de la masse monétaire.

Dans de nombreux cas, les objectifs fixés sont inférieurs aux taux actuels d'inflation, ce qui est l'indice d'une attitude restrictive. L'inflation persistante et le renchérissement du pétrole ont fait surgir des problèmes économiques structurels, qu'une relance générale de la demande n'est guère à même de résoudre. L'évolution conjoncturelle de ces prochains temps dépendra fortement de la durée pendant laquelle les autorités maintiendront le cours restrictif de leur politique économique.

Au premier trimestre, les poussées inflationnistes se sont atténuées quelque peu dans la zone de l'OCDE, le ralentissement le plus marqué ayant eu lieu au Royaume-Uni. En moyenne, le taux d'inflation s'est inscrit à environ 10% dans les pays membres de l'OCDE, après avoir atteint un maximum de 15% au début de 1980. Par contre, la situation s'est détériorée sur les marchés du travail, le taux de chômage se chiffrant à 7% environ dans la zone de l'OCDE.

A la suite du renchérissement du pétrole ces dernières années, les excédents des balances des revenus des pays membres de l'OPEP ont doublé, pour atteindre 115 milliards de dollars en 1980. Le Japon, qui était, avec

la République fédérale, l'un des principaux pays déficitaires l'an passé, est parvenu à réduire son déficit au point d'afficher une balance équilibrée pour le premier trimestre de 1981. Le Fonds monétaire international prévoit que, globalement, les déficits pétroliers ne diminueront guère cette année et qu'ils se concentreront sur les petits Etats industrialisés et sur les pays en développement importateurs de pétrole.

### **2. Evolution conjoncturelle dans différents pays**

Après la récession vigoureuse, mais brève, qui a eu lieu au premier semestre de 1980, l'économie des *Etats-Unis* s'est rétablie progressivement. Depuis le milieu de l'an passé, la production industrielle a augmenté presque sans interruption. En même temps, le produit national brut réel s'est accru; au premier trimestre de 1981, il a progressé à un rythme annuel de 8,4%, dépassant ainsi de 1% le niveau enregistré un an auparavant.

Au premier trimestre, l'expansion du produit national brut a reposé sur une large base. En volume, la consommation privée et l'investissement ont augmenté à un rythme annuel de 5% et de 10% respectivement. La consommation a ainsi dépassé quelque peu son niveau du premier trimestre de 1980, et l'investissement était à peu près inchangé par rapport à cette période. Les importations se sont accrues, tandis que les exportations ont diminué en raison de la faible conjoncture étrangère. Le déficit de la balance commerciale a donc augmenté légèrement au premier trimestre, après avoir diminué de manière sensible en 1980.

La progression vigoureuse de l'investissement au premier trimestre témoigne d'une forte reprise de l'économie américaine. A l'inverse, la politique monétaire restrictive a commencé à influencer sur l'économie par le biais de hausses parfois brutales des taux d'intérêt. Aux Etats-Unis, la coïncidence d'une politique monétaire restrictive et d'une phase d'expansion est assez inhabituelle. A court terme, le programme économique du gouvernement Reagan n'aura vraisemblablement que peu d'effets sur la conjoncture.

Comme les autres pays importants d'Europe occidentale, la *République fédérale d'Allemagne* a subi un fléchissement conjoncturel à partir de l'été dernier. Au second semestre, on a enregistré une stagnation du produit national brut, alors que la production industrielle a diminué légèrement. A l'instar du Japon et de l'Italie, la République fédérale d'Allemagne a dû consacrer 5% de son produit national brut aux importations de pétrole. Selon les calculs de la Banque fédérale, le ralentissement de la croissance économique l'an passé et cette année est dû, à concurrence de 2%, au renchérissement du pétrole, dont les effets sont comparables à ceux des premières majorations massives intervenues en 1973 et 1974.

Depuis le début de 1981, la production industrielle est en légère reprise selon des estimations provisoires. Ce-

pendant, elle n'a pas encore atteint le niveau de l'année précédente. Les entrées de commandes dans l'industrie ont évolué de manière semblable. Les impulsions provenaient visiblement de la demande extérieure.

Sur le marché du travail, la situation a continué de se détériorer ces derniers mois. Au premier trimestre, le taux de chômage s'est inscrit à 5,5%, alors qu'il s'était chiffré à 3,8% en moyenne l'an passé. Malgré la politique monétaire restrictive, l'indice des prix à la consommation monte depuis plus d'un an à un rythme à peu près constant d'environ 5,5%. Depuis le début de 1979, la balance des revenus est de plus en plus déficitaire. Après avoir atteint 32 milliards de marks en 1980, le solde négatif s'est élevé à 9 milliards pour le seul premier trimestre de 1981. Une amélioration est attendue pour le second semestre.

Aussi bien les autorités que les instituts universitaires prévoient une stagnation économique cette année.

Au *Royaume-Uni*, le renchérissement du pétrole a produit ses effets alors même que le gouvernement menait une politique monétaire restrictive, ce qui a débouché sur la récession la plus forte que le pays ait connue depuis la deuxième guerre mondiale. L'incertitude relative à la politique monétaire et les distorsions de prix dues à l'inflation ont entravé le changement nécessaire des structures économiques et ont contribué à la faiblesse de l'investissement au cours des deux dernières années. La diminution de l'investissement a été une cause de récession beaucoup plus importante qu'en 1974 et en 1975. Par ailleurs, les dépenses publiques n'ont guère donné d'impulsions à la demande au cours du dernier fléchissement conjoncturel, puisque le déficit budgétaire a été réduit. La consommation privée a moins diminué que durant la récession précédente.

La balance des revenus et la balance commerciale se sont soldées par des excédents depuis que le Royaume-Uni est devenu exportateur net de pétrole, au milieu de 1980. Jusqu'à maintenant, la diminution de la capacité concurrentielle qu'a subie l'industrie britannique en raison de l'inflation et de la hausse de la livre n'a pas entravé fortement les exportations. De plus, la conjoncture défavorable a entraîné un ralentissement des importations.

Depuis peu, l'impression se renforce que le fond de la récession pourrait être franchi. D'une part, la lutte contre l'inflation a déjà donné des résultats. Si la hausse annuelle des prix de détail dépassait encore 12% au mois de mars, elle n'était plus que de 8% pour les six derniers mois. Certains indicateurs avancés importants, notamment les prévisions des chefs d'entreprises, indiquent une certaine reprise de l'activité. Autre indice d'amélioration, la production industrielle a augmenté légèrement au premier trimestre, après avoir diminué sans cesse pendant de nombreux mois. Néanmoins, le gouvernement s'attend, cette année, à une diminution du produit national brut réel qui devrait être analogue à celle de l'an passé, soit de 2% en chiffre rond. Le chô-

mage a continué d'augmenter, son taux dépassant légèrement la barrière des 10% à la fin du mois d'avril.

La conjoncture internationale défavorable a influé relativement tard sur l'économie de la *France*. La production industrielle n'y a fléchi qu'à partir de l'automne passé, mais la diminution s'est accélérée au début de 1981. Au mois de janvier, l'indice était inférieur de 8% au niveau atteint un an auparavant.

Le décalage conjoncturel s'explique par la politique monétaire peu restrictive menée jusqu'à l'automne passé, et par les proportions relativement faibles du déficit pétrolier qu'a assumé la France. Au second semestre de 1979, la balance des revenus était encore équilibrée. En 1980, elle a accusé cependant un déficit de 31 milliards de francs français, qui pourrait encore augmenter cette année. Aux mois de janvier et de février, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 9,5 milliards de francs, légèrement supérieur à celui de la période correspondante de 1980.

Parallèlement à la diminution de la production industrielle, la situation s'est détériorée sur le marché du travail. Le taux de chômage a atteint 7,4% au mois de mars. Le chômage est un problème central de l'économie française; son taux monte en effet continuellement depuis plusieurs années. Il y a actuellement un afflux massif sur le marché du travail de jeunes nés durant les années de forte natalité de l'immédiat après-guerre, ce qui contribue à aggraver la situation. Néanmoins, on constate que le nombre des personnes employées augmente.

Jusqu'à maintenant, l'inflation ne s'est ralentie que très modérément. Après avoir oscillé autour de 14% tout au long de 1980, la hausse annuelle des prix de détail atteignait encore 12,5% au mois de mars.

En 1979 et au début de 1980, l'*économie italienne* avait connu une expansion vigoureuse, déterminée avant tout par l'évolution de l'investissement et de la demande extérieure. Au milieu de 1980, le fléchissement conjoncturel international a entraîné un ralentissement sensible des exportations. En même temps, la facture pétrolière a augmenté. La balance commerciale, à peu près équilibrée jusque-là, s'est soldée par un déficit de 21,9 milliards de dollars en 1980; quant à celui de la balance des revenus, il s'est élevé à 10,8 milliards de dollars. La détérioration s'est encore accentuée au premier trimestre de 1981.

Après la brève récession de l'été dernier, l'économie italienne s'est bien reprise jusqu'au début de 1981. La production industrielle a augmenté de nouveau vigoureusement. Au premier trimestre cependant, elle n'avait pas encore retrouvé son niveau de la période correspondante de 1980. Après être monté quelque peu durant plusieurs années, le taux de chômage est resté presque constant en 1980, où il s'est inscrit à 7,6%.

Le taux d'inflation a passé de 12% en 1978 à 21% en 1980. Depuis lors, il est demeuré à ce niveau. L'évolution

Tableau no 1: *indicateurs conjoncturels internationaux*

	Prix à la consommation (variation en % par rapport à l'année précédente)									Taux de chômage (variations saisonnières déduites)						
	1978	1979	1980	1980		1981			1978	1979	1980	1980		1981		
				3e trim.	4e trim.	janv.	févr.	mars				3e trim.	4e trim.	janv.	févr.	mars
Etats-Unis	7.7	11.3	13.5	12.9	12.5	11.7	11.3	10.6	5.9	5.7	7.2	7.6	7.5	7.4	7.4	7.3
RFA	2.7	4.1	5.5	5.4	5.3	5.8	5.5	5.5	5.3a	3.2a	3.9a	4.0a	4.3a	4.6a	4.6a	4.9a
Royaume-Uni	8.3	13.4	18.0	16.4	15.3	13.0	12.5	12.6	5.6b	5.3b	6.7b	6.9b	8.2b	9.1b	9.4b	9.8b
France	9.1	10.8	13.6	13.6	13.5	12.8	12.6	12.5	5.2a	5.9a	6.5a	6.5a	6.6a	7.0a	7.1a	7.4a
Italie	12.1	14.8	21.2	21.5	21.1	19.4	19.5	20.0	8.3	7.4	7.6	7.5c	7.5c	7.7	-	-
Japon	3.8	3.6	8.0	8.4	7.7	7.4	6.5	6.2	2.0	2.2	2.0	2.1	2.2	2.0	2.1	2.1

a) calculs de l'OCDE  
b) abstraction faite des élèves ayant terminé leur scolarité  
c) premier mois du trimestre

	Produit national brut (variation réelle en % par rapport à l'année précédente)									Balance des revenus a) (variations saisonnières déduites)						
	1978	1979	1980	1980		1981			1978	1979	1980	1980		1981		
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.		
Etats-Unis	4.8	3.2	-0.2	-0.7	-1.1	-0.3	1.0	-14.3	-0.7	0.1	-2.4	4.5	0.7			
RFA	3.6	4.5	1.8	1.5	0.8	-0.5		9.1	-5.1	-15.9	-3.6	-4.4	-4.6	-4.9		
Royaume-Uni	b) 2.5	0.8	-1.6	-3.1	-1.9	-3.4		1.4	-3.5	6.4	-0.2	2.1	4.5			
France	b) 3.6	3.2	1.6a	2.2	0.6	-0.2c		3.7	1.2	-7.4	-0.2b	-2.5b	-1.2	-2.3		
Italie	b) 2.7	4.9	4.0c	6.5c	2.4c	0.5c		6.2	5.1	-10.8	-3.7b	-1.7b	-			
Japon	5.1	5.6	4.2	4.0	4.2	3.5		16.5	-8.8	-10.8	-4.1	-1.8	-0.3	-2.3c		

a) estimation  
b) PIB  
c) provisoire

a) en milliards de dollars  
b) variations saisonnières non déduites  
c) provisoire

des prix et de la conjoncture reflète la politique monétaire expansive menée durant les années antérieures. Toutefois, la Banque d'Italie maintient l'accroissement de la masse monétaire, depuis 1979, à un taux sensiblement inférieur à celui de l'inflation. De plus, les autorités ont décidé de modifier l'orientation de la politique budgétaire dans un sens plus restrictif. Malgré la réduction des dépenses et la majoration des recettes prévues, l'Etat devra recourir cette année au crédit pour un montant de 39 000 milliards de lires. Ainsi, l'augmentation en flèche de la dette publique se poursuivra.

Bien que le Japon dépende fortement des importations de pétrole, il a moins subi le ralentissement international de la conjoncture que les autres grands pays industrialisés. Si le rythme de croissance du produit national brut réel et de la production industrielle s'est ralenti par rapport à 1980, il n'en demeure pas moins supérieur à 2%. Le gouvernement prévoit une accélération pour cette année déjà. Pour qu'elle se réalise, il faudra cepen-

dant que les exportations continuent de progresser, malgré une faible conjoncture internationale et une situation tendue dans le domaine de la politique commerciale.

La période de déficits importants de la balance des revenus, qui avait commencé au début de 1979, a pris fin assez rapidement. Durant l'année budgétaire qui s'est terminée le 31 mars, ce déficit s'est inscrit à 7 milliards de dollars et a donc diminué de moitié environ par rapport à l'année précédente. L'amélioration a résulté surtout de l'accroissement des exportations. Au début de 1981, la balance des revenus était même équilibrée.

Le taux de chômage s'est peu modifié ces derniers temps. Au mois de mars, il s'inscrivait à 2,5%. Par contre, le taux d'inflation a diminué sensiblement, passant d'un maximum de 10% l'automne dernier à un peu plus de 7% au mois de mars 1981.

### 3. Evolution monétaire dans différents pays

Au premier trimestre, les autorités monétaires de la plupart des pays industrialisés ont poursuivi leur politique monétaire restrictive. L'accroissement des agrégats monétaires a correspondu en grande partie aux objectifs visés. Par contre, les taux d'intérêt ont évolué de façon irrégulière.

Aux *Etats-Unis*, l'augmentation des agrégats monétaires s'est accélérée quelque peu au premier trimestre. La masse monétaire  $M_{1B}$ , qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts privés en banque à vue, s'est accrue à un rythme annuel de 7,5% aux mois de mars et d'avril, alors que l'objectif fixé se situe entre 3,5% et 6%. En interprétant ces données, il faut considérer que la

correction des variations saisonnières ne tient compte que partiellement des encaisses supplémentaires liées à l'échéance fiscale. Le Système de Réserve fédérale maintient son objectif initial pour l'ensemble de l'année. Toutefois, celui-ci ne sera réalisé que si les autorités monétaires mènent une politique assez restrictive au second semestre. Le taux d'intérêt des crédits bancaires accordés aux débiteurs de premier ordre (prime rate) a atteint le niveau record de 21% à la fin de 1980. Les taux ont ensuite baissé continuellement pendant le premier trimestre, en particulier sur le marché monétaire. Du début du mois d'avril à la mi-mai, le taux des fonds fédéraux a passé de 13,5% à 22%, et celui des crédits aux débiteurs de premier ordre est remonté à 20,5%. Au mois de mai, le Système de Réserve fédérale a fixé le taux de l'escompte au niveau record de 14% et relevé de 3% le

Tableau no 2: *évolution monétaire internationale* (montant en milliards d'unités monétaires nationales) (% = variation en % par rapport à l'année précédente)

#### Etats-Unis

	base monétaire a)	%	M1B	%	Taux de l'euro-dollar à trois mois
1980 mai	155.0		386.2		10.3
juin	155.8	7.8	390.9	4.3	9.8
juillet	157.8	8.6	394.5	4.3	9.9
août	159.0	8.0	402.7	5.3	12.2
septembre	160.2	8.5	408.0	6.0	14.0
octobre	162.0	8.3	412.0	7.0	15.2
novembre	163.1	8.8	415.0	8.0	17.9
décembre	163.0	7.4	411.9	4.7	17.6
1981 janvier	162.0	6.9	416.1	7.2	17.6
février	164.0	7.7	417.6	6.6	16.7
mars	164.2	7.3	420.6	7.5	14.8
avril	165.4	7.5			16.8

a) moyenne des montants quotidiens, variations saisonnières déduites; source: Federal Reserve Bank of St. Louis: US Financial Data

#### République fédérale d'Allemagne

	base monétaire c)	%	M1	%	Taux de l'euro-mark à trois mois
1980 mai	154.1	4.3	235.3	1.5	9.4
juin	154.7	4.4	235.1	1.8	9.4
juillet	155.4	4.5	236.1	1.7	8.3
août	155.4	4.1	236.7	3.2	8.6
septembre	156.3	4.6	240.3	3.4	8.8
octobre	157.0	4.4	242.1	5.8	8.9
novembre	157.4	4.7	248.1	4.4	9.6
décembre	159.3	5.8	246.1	5.8	9.1
1981 janvier	159.6	5.2	247.0	4.3	9.3
février	160.2	5.1	244.9		14.3
mars	160.8	4.5			12.4
avril					12.5

c) moyenne des montants quotidiens, variations saisonnières déduites; source: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten

#### Royaume-Uni

	base monétaire b)	%	sterling M3	%	Taux de l'euro-livre à trois mois
1980 mai	11.2	8.4	58.3	11.6	16.8
juin	11.1	8.4	58.7	11.5	16.6
juillet	11.3	5.8	61.7	16.1	15.4
août	11.6	9.7	63.5	17.9	16.3
septembre	11.5	9.2	63.8	17.7	15.6
octobre	11.3	6.2	65.0	17.8	16.9
novembre	11.4	4.5	66.4	19.1	14.4
décembre	11.8	5.5	66.7	19.6	14.9
1981 janvier	11.2	2.8	67.1	19.2	13.4
février	11.5	5.4	67.8	19.7	12.6
mars			68.2	19.9	12.3
avril					12.1

b) troisième mercredi du mois; source: Bank of England, Quarterly Bulletin

#### Japon

	base monétaire d)	%	M2	%	Taux de l'euro-yen à trois mois
1980 mai	19 634		194 800	8.2	12.0
juin	20 463	13.3	197 800	7.7	11.0
juillet	20 235	12.9	196 600	7.3	12.4
août	20 280	14.8	198 500	8.3	11.6
septembre	20 177	10.4	197 400	5.7	11.9
octobre	19 437	8.5	196 700	6.8	8.8
novembre	19 895	8.1	202 600	8.2	9.9
décembre	22 958	6.4	206 900	6.8	9.4
1981 janvier	19 565	5.3	201 800	7.0	8.1
février	19 806	5.4			7.4
mars					7.3
avril					

d) source: International Financial Statistics, tableau Japon

taux d'escompte supplémentaire appliqué aux grandes banques.

En *République fédérale d'Allemagne*, les autorités monétaires ont accentué légèrement leur politique restrictive, malgré les objections des milieux politiques. Au mois de février, la Banque fédérale a décidé de ne plus accroître les crédits de refinancement accordés aux banques aux taux officiels. En remplacement, elle leur a offert des avances spéciales sur nantissement, à des taux nettement supérieurs aux taux officiels. Le durcissement de la politique monétaire et l'évolution conjoncturelle meilleure que prévu ont provoqué une hausse des taux d'intérêt. Au premier trimestre, le taux des dépôts à trois mois a passé de 9,5% à 13,6%. Si la politique est devenue plus restrictive, l'augmentation annuelle moyenne de la base monétaire, qui s'est chiffrée à 5% au premier trimestre, n'en est pas moins demeurée dans les limites de l'objectif fixé, qui se situent entre 4% et 7%. A la fin du mois de février, les taux annuels d'expansion des agrégats monétaires  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  se sont inscrits respectivement à 4,5%, à 9% et à 6,5%, soit à un niveau relativement bas.

Au *Royaume-Uni*, aucun relâchement de la politique monétaire restrictive n'est apparu au premier trimestre. A la fin du mois de février, la base monétaire excédait de 5,2% le niveau enregistré un an auparavant. La masse monétaire  $M_3$  le dépassait de 19,9%, alors que la Banque d'Angleterre s'était fixé comme objectif un taux de 7% à 11%. Cependant, il faut considérer que la masse monétaire  $M_3$  avait diminué l'an passé et que cet effet de base s'est répercuté sur le taux annuel d'accroissement. Au dernier trimestre de 1980 et au début de cette année, l'augmentation de  $M_3$  en chiffres absolus s'est ralentie très fortement. Son rythme d'expansion, qui atteignait encore 13,8% par an pour la période de six mois se terminant en février 1981, n'était plus que de 8,4% par an durant la seconde moitié de cette période. Le taux d'inflation et les taux d'intérêt à court terme se sont réduits. Sur le marché de l'euro-livre, le taux des dépôts à trois mois a passé de 16,3% au mois d'août 1980 à 12,3% au mois de mars dernier.

En *France*, l'augmentation de la masse monétaire  $M_2$  a commencé à se ralentir quelque peu. Au mois de décembre, le taux annuel d'expansion s'est inscrit à 9,7%, tandis que l'objectif visé était de 11%. Pour 1981, la Banque de France s'est fixé comme but un taux de 10%.

Au mois de décembre, l'accroissement annuel de la base monétaire était de 15,4%. Comme le cours du franc se trouvait, durant l'automne, dans la partie supérieure de sa marge de fluctuation vis-à-vis des monnaies du SME, la Banque de France a réduit ses taux directeurs. Par conséquent, aucune tension n'est apparue sur le marché monétaire. Le taux de l'argent au jour le jour est resté aux environs de 11% aussi bien pendant les trois derniers mois de 1980 qu'au trimestre suivant.

Après les élections présidentielles, les autorités ont pris différentes mesures pour défendre leur monnaie.

Ainsi, elles ont renforcé le contrôle des changes et relevé vigoureusement les taux d'intérêt. Du 8 au 23 mai, le taux des dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc français a passé de 14% à 24%.

Au *Japon*, le taux annuel d'expansion de la base monétaire a diminué continuellement en 1980. Il a passé de 13,5% au premier trimestre de 1980 à 6,2% en février 1981. L'évolution de  $M_1$  et celle de  $M_2$  ont divergé; du mois de janvier 1980 au même mois de l'année suivante,  $M_1$  a reculé de 1,7% et  $M_2$  a augmenté de 7%. Parallèlement au ralentissement de l'inflation, les taux d'intérêt sont descendus. Les autorités ont aussi abaissé le taux officiel d'escompte.

#### 4. Evolution des marchés des changes

Sur les marchés des changes, la fermeté du dollar a continué de jouer un rôle prépondérant. L'appréciation de la monnaie américaine a été particulièrement remarquée au premier trimestre, du fait que les autres monnaies précédemment fortes, telles que la livre sterling et le yen, se sont affaiblies progressivement. Depuis le mois de janvier toutefois, la hausse du dollar s'est ralentie sous l'effet des mesures que différentes banques centrales ont prises notamment dans le domaine des taux d'intérêt.

Le cours du dollar par rapport aux principales autres monnaies a suivi les variations des taux d'intérêt sur les dépôts en dollars. Actuellement, ces variations semblent être la cause principale des fluctuations à court terme du cours du dollar. Toutefois, ce parallélisme n'implique pas que le dollar doive s'affaiblir si le niveau des taux d'intérêt baisse.

Après que la Banque fédérale d'Allemagne eut pris des mesures pour faire monter les taux d'intérêt, le cours du mark s'est raffermi par rapport aux autres monnaies du SME. La faiblesse persistante de la lire a incité les autorités italiennes à dévaluer leur monnaie par rapport aux autres devises du SME. Le franc belge est resté presque toujours proche de la limite inférieure d'intervention. Sur le marché des changes, il a fallu le soutenir parfois vigoureusement. Après les élections présidentielles en France, des interventions massives ont dû être effectuées pour maintenir le cours du franc dans les limites d'intervention fixées.

Pendant les quatre premiers mois de l'année, le cours du dollar pondéré en fonction du commerce extérieur est monté de 4,5%, alors que celui de la livre est descendu de 4,7%. Par rapport à la situation de 1980, le cours du dollar s'est raffermi vis-à-vis des monnaies européennes, mais il s'est affaibli par rapport au yen et, dans une moindre mesure, par rapport à la livre.

Les variations réelles des changes, c'est-à-dire compte tenu des écarts entre les taux nationaux d'inflation, indiquent que la capacité concurrentielle des économies japonaise et britannique se sont affaiblies nettement. En un an, la réévaluation réelle du yen a atteint

16,9% et celle de la livre sterling, 15,5%. Le cours du dollar est monté quelque peu en valeur réelle, tandis que le mark et le franc suisse se sont affaiblis.

Tableau no 3: variations des cours<sup>1</sup> de certaines monnaies

en %	du mois de janvier au mois d'avril 1981		du 1er trimestre de 1980 au 1er trimestre de 1981		
	nominal		nominal		réel
	p. rapport au dollar	moyenne pondérée <sup>2</sup>	p. rapport au dollar	moyenne pondérée	moyenne pondérée
dollar	-	4.5	-	2.2	6.1
yen	- 5.5	- 3.1	15.6	23.3	16.9
mark	- 7.5	0.9	- 17.8	- 4.4	- 6.5
franc français	- 9.9	- 1.6	- 17.2	- 3.4	- 1.2
lire	- 12.5	- 4.7	- 21.7	- 7.2	- 0.8
livre sterling	- 9.5	- 3.4	2.3	13.2	15.5
franc suisse	- 8.2	- 0.2	- 14.2	- 1.7	- 5.7

<sup>1</sup> moyenne mensuelle

<sup>2</sup> en fonction du commerce extérieur  
(source: Morgan Guarantee Trust)

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Evolution monétaire

#### Agrégats monétaires

Déduction faite des opérations liées à l'échéance, la base monétaire s'est inscrite à 27,8 milliards de francs à la fin du mois d'avril, dépassant ainsi de 0,6% le niveau enregistré un an auparavant. Au premier trimestre, elle s'est chiffrée à 28,3 milliards de francs en moyenne, soit à peu près au même niveau que durant les trois premiers mois de 1980. La conjoncture intérieure toujours favorable, le taux d'inflation élevé et la faiblesse du cours du franc plaident en faveur d'une politique monétaire restrictive. En raison de l'évolution récente, il faut s'attendre que le taux de 4% fixé comme objectif d'expansion de la base monétaire – déduction faite des opérations liées aux échéances – ne soit pas atteint cette année.

Au premier trimestre, la hausse des taux d'intérêt a provoqué de nouveaux transferts entre les différents types de dépôts en banque; le déplacement de dépôts à vue vers des dépôts à terme a été particulièrement massif. La majoration de la rémunération de l'épargne a empêché que la conversion de ces fonds en d'autres placements ne se poursuive. Néanmoins, les dépôts d'épargne n'ont pas augmenté au premier trimestre, alors qu'ils s'accroissent généralement durant cette période de l'année.

Ces transferts et l'accroissement du crédit ont déterminé l'évolution des agrégats monétaires. En raison de variations saisonnières surtout, M<sub>1</sub> a diminué de nouveau au premier trimestre, pour s'inscrire à 56,1 milliards de francs à la fin du mois de mars. En un an, la baisse a atteint 1,8%. M<sub>2</sub> et M<sub>3</sub> ont augmenté respectivement de 6,4% et de 2,4%. Ainsi, l'écart entre les taux de croissance des différents agrégats monétaires s'est encore réduit.

#### Marché monétaire

Sous l'effet de la politique monétaire restrictive que mène la Banque nationale et de la hausse des taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar, les taux d'intérêt sont montés sensiblement sur le marché monétaire suisse. Sur le marché de l'euro-franc, les taux ont dépassé 9½% au début du mois de mars. Vers la fin de ce mois, ils sont descendus passagèrement à 7½%, pour atteindre de nouveau 10% au mois d'avril. Par trois fois, la Banque nationale a majoré les taux de l'escompte et des avances sur nantissement, les faisant passer respectivement de 3% à 5% et de 4% à 6½%. Cela traduisait ses préoccupations face à l'inflation croissante. En même temps, l'écart entre les taux d'intérêt officiels et les taux du marché a été réduit. Parallèlement à la hausse des taux officiels, les banques ont relevé trois fois le taux d'escompte privé et les taux d'escompte pour effets de stocks obligatoires.

Avant l'échéance du mois de février, le marché monétaire était tendu. A la fin du mois, les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 8,3 milliards de francs, et ne se sont écartés que modérément du montant de 8 milliards de francs envisagé par la Banque nationale. Afin de s'assurer les disponibilités supplémentaires dont elles avaient besoin, les banques ont recouru surtout aux formes traditionnelles de crédit que l'institut d'émission accorde, c'est-à-dire à l'escompte d'effets sur la Suisse, aux avances sur nantissement et aux avances par le biais des comptes des correspondants en Suisse.

L'échéance trimestrielle a causé quelque surprise. L'institut d'émission avait fait savoir aux banques bien à l'avance que le montant visé des avoirs en comptes de virements de l'économie était de 11,5 milliards de francs. La somme effective a été inférieure de 1 milliard de francs à cet objectif. Les disponibilités supplémentaires ont été mises à disposition sous la forme de swaps à court terme à raison de quelque 2,4 milliards de francs, et de crédits traditionnels pour 3,4 milliards environ.

En raison des taux d'intérêt élevés, les banques semblent avoir réduit leurs objectifs internes en matière de liquidités. Toutefois, il est difficile d'estimer pourquoi elles n'ont pas recouru davantage au crédit traditionnel – relativement bon marché – de l'institut d'émission. Néanmoins, il faut constater que le montant de 3,4 milliards de francs est le plus élevé jamais enregistré. En outre, il y a lieu de remarquer que les banques considèrent les avances sur nantissement comme leurs ré-

servent ultimes et que le recours à cette forme de crédit ne dépend pas essentiellement du taux d'intérêt.

L'échéance du mois d'avril n'a pas posé de problèmes. Les avoirs en comptes de virements de l'économie se sont inscrits à 7,8 milliards de francs, alors que l'objectif fixé était de 8 milliards.

La forte augmentation du recours aux crédits traditionnels de la Banque nationale et les difficultés qui en résultaient pour la planification des opérations liées à l'échéance ont incité l'institut d'émission à mettre à l'essai un système d'annonce préalable en vertu duquel les banques doivent indiquer, pour chaque fin de mois, le recours prévu à l'escompte et aux avances sur nantissement.

Les variations très fortes des taux sur le marché de l'euro-franc ont amené les grandes banques à modifier à plusieurs reprises la rémunération des dépôts à terme, comme le montre le tableau ci-dessous:

Tableau no 4: *taux d'intérêt des dépôts à terme*

période	durée		
	3 à 5 mois	6 à 11 mois	12 mois
02.02.81-08.02.81	5	5	5
09.02.81-15.02.81	5½	5½	5½
16.02.81-24.02.81	6	6	6
25.02.81-01.03.81	6½	6½	6½
02.03.81-18.03.81	7½	7½	7½
19.03.81-09.04.81	7	7	7
10.04.81-23.04.81	7½	7½	7½
24.04.81-05.05.81	8	8	7¾
06.05.81-	8½	8½	8¼

Le 12 février, la Confédération a émis, pour la première fois, des créances comptables d'une durée de six mois. Le rendement s'est inscrit à 5,73%, tandis que celui des créances émises aux mois de mars, d'avril et de mai a atteint respectivement 7,39%, 7,77% et 8,75%; la durée était de trois mois pour les deux premières de ces séries, et de six mois pour la dernière.

#### Marché des changes

Le cours du dollar en Suisse, qui était monté fortement, est resté quelque peu inférieur à deux francs du mois de février au mois d'avril, à la fin duquel il a toutefois franchi cette limite. Comme pour les autres monnaies, l'écart entre les taux d'intérêt sur le marché national et aux Etats-Unis a influé sur les variations à court terme des cours. Par rapport aux autres monnaies importantes, le cours du franc ne s'est modifié que dans une faible mesure; il a baissé de 2,2% et de 0,7% respectivement vis-à-vis du yen et du mark, alors qu'il est mon-

té de 1,5% par rapport à la livre, de 1,8% par rapport au franc français et de 5,3% par rapport à la lire.

L'évolution du cours pondéré en fonction des exportations traduit bien la stabilité du franc au premier trimestre: du mois de janvier au mois d'avril, une baisse de 0,2% seulement a été enregistrée. Le cours réel du franc, pondéré en fonction des exportations, est descendu de 5,7% en un an. Ce taux résulte de calculs internes effectués par la Banque nationale, qui se distinguent de ceux de la Morgan Guarantee Trust par le nombre des pays considérés.

#### Marché des capitaux

Du mois de mars au mois de mai, les taux d'intérêt à long terme ont continué d'être inférieurs aux taux à court terme. Certes, on a observé une hausse prononcée des taux sur le marché des capitaux, où le rendement moyen des obligations fédérales est monté, du début du mois de mars à la mi-mai, de 0,6% pour s'inscrire à plus de 5,8%. Cependant, les taux d'intérêt à court terme se sont élevés davantage encore durant cette période, de sorte que l'écart s'est accentué.

Si le resserrement des liquidités a fait monter les taux d'intérêt sur le marché monétaire, il a empêché que l'accélération sensible de l'inflation au mois de février ne renforce les anticipations inflationnistes à long terme et ne provoque, par conséquent, de fortes hausses des taux d'intérêt à long terme. La souscription de l'emprunt fédéral émis à la fin du mois de mars, dont le succès a dépassé les prévisions, confirme cette interprétation; une partie des investisseurs, visiblement convaincus qu'il ne faut plus s'attendre à une hausse sensible des taux d'intérêt, sont sortis de leur réserve.

Du mois de mars au mois de mai, les émissions ont été assez peu nombreuses. Au mois de mars, les souscriptions ont été tantôt supérieures, tantôt inférieures aux montants offerts. Au mois d'avril, plusieurs débiteurs ont renoncé à l'émission prévue ou l'ont différée. Certains débiteurs s'attendent donc déjà à une baisse des taux d'intérêt. Sur le marché secondaire, les opérations ont été parfois très modestes. Comme l'évolution des taux d'intérêt s'est faite sans à-coups, la Banque nationale n'a pas dû intervenir sur le marché des capitaux pour soutenir les cours.

Aux mois de mars et de mai, la Confédération a lancé deux emprunts selon le système des enchères. Sur la base des offres reçues, les montants ont été fixés à 270 et à 240 millions de francs, et les prix d'émission ont été de 101,2% et de 99%. Dans les deux cas, la rémunération nominale était de 5¾% et la durée, de 12 ans, de sorte que le rendement s'inscrivait à 5,61% et à 5,87% respectivement.

La plupart des banques ont majoré les taux de leurs obligations de caisse pour les adapter au niveau général des taux d'intérêt. Le 12 février, les grandes banques et les banques cantonales ont relevé de 5% à 5¼% le taux



des obligations de caisse d'une durée de cinq à huit ans, tout en maintenant à 5% celui des titres de trois et quatre ans. A partir du 9 mars, la rémunération des titres de trois et quatre ans, de cinq et six ans et de sept et huit ans a été portée respectivement à 5½%, à 5¼% et à 6%. Au début du mois de mars ou, dans certains cas, au commencement du mois d'avril, de nombreuses banques ont majoré leur taux hypothécaire de ½%. Nombre d'entre elles ont appliqué des taux différents selon qu'il s'agissait de prêts nouveaux ou d'anciens crédits. Depuis le mois de septembre 1980, la hausse du taux des nouvelles hypothèques a ainsi atteint jusqu'à 1%. Au mois de mai, l'Association de révision des banques et caisses d'épargne bernoises et la Banque cantonale de Zurich ont décidé de relever encore de ½%, avec effet au 1er septembre, le taux des anciennes hypothèques. Des banques d'autres régions ont l'intention de majorer leur taux hypothécaire dans la même mesure.

Le 19 mars, la Banque nationale a arrêté, pour le deuxième trimestre, le programme des émissions publiques d'emprunts de débiteurs étrangers. La fixation de ce programme avait pour but de mieux coordonner et d'échelonner le recours au marché.

Alors que la souscription de la majorité de ces emprunts avait été encore bonne au mois de mars, les rendements calculés sur la base des premiers cours hors bourse laissent supposer qu'un bon nombre d'emprunts étrangers lancés aux mois d'avril et de mai n'ont pas été souscrits complètement. L'évolution du rendement de ce type d'emprunts a été semblable à celle des autres rémunérations sur le marché suisse des capitaux.

## 2. Evolution de l'économie

### Aperçu

Au premier trimestre, le plein-emploi et le niveau élevé de la production se sont maintenus. La consommation privée a continué d'augmenter; le chiffre d'affaires du commerce de détail a dépassé régulièrement les prévisions. La conjoncture à l'étranger, qui s'est détériorée en partie, a eu des répercussions sur le commerce extérieur de la Suisse. Le renchérissement s'est encore ac-

célééré. Les indicateurs avancés de l'évolution conjoncturelle laissent présager que la croissance économique se ralentira au second semestre.

### Consommation privée

La consommation privée a augmenté une fois encore au premier trimestre. L'évolution anticipée des revenus est restée favorable. L'enquête menée par l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ dans le commerce de détail montre que le chiffre d'affaires a dépassé constamment les prévisions durant ces derniers mois.

Par rapport à la période correspondante de 1980, le chiffre d'affaires nominal a augmenté de 4,9% au premier trimestre, alors que les importations de biens de consommation se sont accrues de 12,2%. Les ventes d'automobiles ont continué de progresser. En considérant les importations, il semble par contre que la demande d'autres biens durables de consommation se soit affaiblie.

Dans l'hôtellerie, la saison d'hiver a été bonne. L'affluence a été encore supérieure à celle de l'année précédente. Cela ressort nettement des chiffres du premier trimestre où, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le nombre de nuitées a augmenté globalement de 7,1%, la hausse se chiffrant à 2,7% pour la clientèle suisse et à 10,8% pour les hôtes étrangers. Le cours du franc et les conditions météorologiques ont contribué à cette évolution. Pour la saison d'été, la plupart des stations s'attendent de nouveau à un nombre de nuitées supérieur à celui de l'an passé.

### Investissements

Selon les dernières données disponibles, les investissements ont dépassé, au premier trimestre, leur niveau de l'année précédente. Toutefois, toutes les composantes n'ont pas évolué de façon identique: alors que la construction a poursuivi son essor, les investissements d'équipement ont eu tendance à fléchir. Les réserves de travail se sont encore accrues dans le secteur de la construction, tandis qu'elles ont reculé de 7,8 à 7,4 mois dans l'industrie des machines.

Tableau no 5: *consommation privée* (variation en % par rapport à l'année précédente)

		1978	1979	1980	1980		1981		
					III	IV	janv.	févr.	mars
chiffre d'affaires du commerce de détail	réel	-0.2	-0.1	2.0	1.7	3.7	0.0	-4.6	-4.6
	nominal	0.5	3.7	7.3	7.2	8.8	6.6	3.1	4.8
importations de biens de consommation	volume	7.0	7.2	14.4	8.6	1.5	-11.8	-1.6	9.1
	valeur	-0.6	8.7	23.5	19.0	14.0	6.6	12.9	17.0

Dans le secteur de la *construction*, la conjoncture est à son point culminant. Si, au premier trimestre, la production a été légèrement inférieure à son niveau de l'année précédente, il faut l'attribuer surtout aux conditions météorologiques. Par rapport à la période correspondante de 1980, les entrées de commandes ont encore augmenté quelque peu, et le volume des commandes en portefeuille excédait d'environ 13%, le 1er avril, le niveau atteint un an auparavant; l'augmentation se chiffrait à 15% dans le bâtiment et à 9% dans le génie civil. Selon l'enquête de l'Office fédéral des questions conjoncturelles, les projets de construction pour 1981 dépassent de 16%, en termes nominaux, ceux de 1980. L'an dernier, la progression avait atteint 19% en valeur et 10% en volume. Comme l'appareil de production travaillait presque à la limite de ses capacités en 1980 déjà, et que l'emploi dans ce secteur s'est accru d'environ 2% seulement par rapport à l'année précédente, la réalisation de certains projets devra être différée jusqu'en 1982, alors que les prix poursuivront leur hausse.

Certains indicateurs avancés, comme les promesses de crédit de construction et les projets de constructions établis par les bureaux d'architectes, laissent prévoir un ralentissement de la construction en 1982. Les causes principales de cette évolution sont le renchérissement considérable de la construction et des terrains, ainsi que la hausse des taux d'intérêt. Si la situation observée lors des cycles précédents se répète, la hausse des coûts aura des conséquences négatives pour la construction de logements surtout.

Selon l'enquête de l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, les projets de constructions industrielles sont un peu plus importants cette année que l'an passé. Par contre, les plans d'installations industrielles soumis aux autorités compétentes indiquent une stagnation de ce type d'investissements, puisqu'ils ont juste atteint le montant enregistré au trimestre correspondant de 1980. Durant les quatre premiers mois de 1981, le volume des importations de biens d'équipement

a baissé de 1,7% par rapport à la même période de l'année précédente.

Les *stocks* semblent avoir augmenté quelque peu au premier trimestre. L'enquête de l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ fait ressortir une légère tendance à la hausse, notamment dans le domaine des produits finis. Tandis que les stocks de matériaux sont restés à peu près au niveau du trimestre précédent, ceux du commerce de détail ont augmenté. L'accroissement des stocks traduit, dans la mesure où il n'est pas souhaité, un ralentissement conjoncturel. Toutefois, on peut supposer que le commerce de gros et de détail a accru partiellement ses stocks en prévision d'un renchérissement; par contre, les stocks de matières premières ont plutôt été réduits dans l'attente d'un recul des prix.

Depuis plusieurs mois, les indices des prix des matières premières calculés en dollars et en livres avaient manifesté une tendance à la baisse; au mois de mars, l'indice correspondant en francs suisses calculé par l'Institut de recherches économiques de Hambourg en collaboration avec celui de l'EPFZ a également reculé. Le fléchissement des prix des matières premières semble avoir deux causes: d'une part, la demande de produits industriels a diminué en raison du ralentissement conjoncturel international; d'autre part, les taux d'intérêt élevés ont renchéri les placements en matières premières et les ont donc rendus moins intéressants.

#### Commerce extérieur

Au début de l'année, le ralentissement du commerce extérieur observé depuis l'été dernier s'est poursuivi. Durant les quatre premiers mois de 1981, le volume des importations a diminué de 5,2% par rapport à la même période de l'an passé et celui des exportations, de 1,4%. Ainsi, le déficit de la balance commerciale s'est réduit. Il s'est chiffré à 2,9 milliards de francs au premier trimestre de 1981, contre 3,4 milliards pendant les trois premiers mois de 1980.

Tableau no 6: *investissements* (variation en % par rapport à l'année précédente)

	1978	1979	1980	1980		1981		
				III	IV	janv.	févr.	mars
importations de biens d'équipement; réel	19.7	9.0	19.0	20.3	21.8	-0.8	-3.5	-1.3
permis de construire délivrés dans 92 villes (par trimestre)	11.4	41.9	1.7	-18.1	-0.3			-9.2
logements terminés dans 92 villes (par trimestre)	-2.4	9.7	-1.3	15.2	-5.1			14.4
constructions industrielles: volume prévu (par trimestre)	29.7	-1.6	53.9	39.1	40.1			-15.0
promesses de crédit de construction (par trimestre)	33.1	28.1	23.0	24.7	12.6			-2.8

La diminution réelle des importations a été particulièrement nette dans le domaine des produits énergétiques, où la baisse a atteint 22,3%, et des matières premières et produits semi-ouvrés, où elle s'est chiffrée à 5,7%. Le recul des importations de produits énergétiques provient partiellement d'économies réalisées, mais surtout des variations des stocks de mazout. Quant à la diminution des achats de matières premières et produits semi-ouvrés, elle est caractéristique de la phase initiale d'un fléchissement conjoncturel.

A l'exception de l'industrie chimique et de celle des denrées alimentaires et tabacs, dont les exportations ont augmenté respectivement de 2,9% et de 7,3% en termes réels, les ventes à l'étranger de toutes les branches importantes ont diminué ou sont restées stationnaires par rapport à la période correspondante de 1980. Après une longue phase de recul de ses exportations, l'industrie horlogère a enregistré un accroissement réel de 0,3%, les valeurs moyennes ayant augmenté de 12,8%.

L'évolution des ventes suisses à l'étranger a différé d'un pays à l'autre. L'accroissement des livraisons au Royaume-Uni et dans les pays à commerce d'Etat a été nettement inférieur à la moyenne. Dans le cas du Royaume-Uni, les conséquences négatives de la récession ont dépassé de beaucoup les effets positifs qu'a eus le cours élevé de la livre vis-à-vis du franc. Jusqu'à maintenant, les espoirs mis dans le développement des exportations vers les pays de l'OPEP ne se sont réalisés que partiellement, la progression nominale s'inscrivant à 10%.

## Balance des revenus

De 1975 à 1978, la balance des revenus s'est soldée chaque année par un excédent d'environ 8 milliards de francs. En 1979, l'essor conjoncturel, la nouvelle vague de renchérissement du pétrole et la hausse du cours du dollar ont provoqué un renversement de la tendance, dans la balance commerciale surtout. Aussi l'excédent de la balance des revenus s'est-il réduit à un peu plus de 4 milliards de francs en 1979 et transformé en un déficit d'environ 900 millions de francs l'année suivante. Il semble que l'on enregistrera de nouveau un excédent en 1981.

L'an passé, le déficit de la balance globale des marchandises a augmenté de 6,5 milliards pour atteindre 12 milliards de francs. En revanche, l'excédent dû au tourisme s'est accru de 0,5 milliard de francs, comme celui des revenus de capitaux. Ainsi, la balance des biens et services s'est soldée par un surplus proche de 1 milliard de francs, alors que les transferts unilatéraux ont entraîné des sorties nettes se chiffrant à 1,8 milliard de francs.

L'établissement de la balance des revenus, dont les chiffres doivent encore être soumis à l'approbation de la Commission de recherches économiques, a soulevé cette année deux problèmes nouveaux. Premièrement, les achats spéculatifs de métaux précieux et le transfert en Suisse de tout le commerce mondial des pierres gemmes brutes ont accru fortement le montant nominal de la balance commerciale. Les offices fédéraux compétents (Direction générale des douanes, Office fédéral des affaires économiques extérieures et Office fédéral

Tableau no 7: commerce extérieur

	1978	1979	1980	1981				
				IV	I	février <sup>4</sup>	mars <sup>4</sup>	avril <sup>4</sup>
importations <sup>1</sup>	42 299.9	48 730.3	60 859.3	15 511.4	14 566.7	4 970.8	5 413.8	4 991.2
exportations <sup>1</sup>	41 779.5	44 024.5	49 607.6	13 320.4	12 590.8	4 187.2	4 611.9	4 283.3
solde de la balance commerciale I <sup>1</sup>	- 520.4	- 4 705.8	- 11 251.7	- 2 191.0	- 1 975.9	- 783.6	- 801.9	- 707.9
solde de la balance commerciale II <sup>1,3</sup>		- 4 617.4	- 9 331.9	- 1 848.3	- 2 232.5	- 780.9	- 865.5	- 654.4
importations nominales <sup>2,3</sup>	- 1.6	+ 14.4	+ 20.5	+ 13.0	+ 4.1	+ 5.9	+ 5.9	+ 0.8
exportations nominales <sup>2,3</sup>	+ 1.1	+ 4.3	+ 11.1	+ 8.7	+ 6.8	+ 5.8	+ 8.8	+ 8.5
valeurs moyennes à l'importation <sup>2,3</sup>	- 10.4	+ 6.9	+ 11.8	+ 9.1	+ 9.4	+ 10.3	+ 7.4	+ 7.5
valeurs moyennes à l'exportation <sup>2,3</sup>	- 3.6	+ 1.1	+ 5.9	+ 7.3	+ 9.0	+ 11.7	+ 6.8	+ 8.2
importations réelles <sup>2,3</sup>	+ 9.8	+ 7.0	+ 7.8	+ 3.6	- 4.9	- 4.0	- 1.4	- 6.2
exportations réelles <sup>2,3</sup>	+ 4.9	+ 3.2	+ 4.9	+ 1.3	- 2.0	- 5.3	+ 1.9	+ 0.2

<sup>1</sup> en millions de francs

<sup>2</sup> variation en % par rapport à l'année précédente

<sup>3</sup> à partir de 1979, déduction faite des postes «métaux précieux, pierres précieuses et bijoux», ainsi qu'«antiquités et objets d'art»

<sup>4</sup> à partir du 1er janvier 1981, sans l'argent et les monnaies d'argent

Source: statistique mensuelle du commerce extérieur de la Direction générale des douanes

de la statistique) et la Banque nationale ont décidé de se référer, dans leurs publications, à une balance commerciale excluant les échanges d'or et d'argent, mais incluant ceux de pierres précieuses. Ils sont convenus également de solutions communes pour le calcul des valeurs moyennes du commerce extérieur et pour celui du produit national brut réel. En second lieu, la statistique des dépôts et la ventilation sectorielle des actifs et des passifs bancaires en comptes suisses et étrangers ont permis d'estimer les revenus de capitaux sur une base nouvelle. Par ailleurs, l'accroissement considérable des opérations fiduciaires et le recul parallèle de certaines catégories de dépôts bancaires de résidents, qui ont provoqué une diminution des recettes d'intérêt des banques, ont amené les autorités à procéder à de nouvelles estimations. Celles qui avaient été faites antérieurement se sont avérées assez exactes.

### Comptes des collectivités publiques

Au début du mois d'avril, la Confédération a publié ses comptes de 1980. Le compte financier s'est soldé par un déficit de 1071 millions de francs, inférieur de 220 millions aux prévisions budgétaires.

Par rapport aux comptes de 1979, les recettes ont augmenté de 9,5% et les dépenses, de 4,7%. De 1976 à 1980, l'accroissement moyen des dépenses fédérales s'est inscrit à 2,3%, tandis que celui du produit national brut a atteint 3,7%. Comme les cantons et les communes ont mené également une politique budgétaire prudente, le rapport entre les dépenses publiques et le produit national brut a baissé constamment durant cette période, passant de 42% en 1976 à 39,9% en 1979.

### Prix et salaires

La phase actuelle d'inflation a commencé en 1979, parallèlement à l'expansion de la conjoncture. Elle avait pour origine l'accroissement excessif de la masse monétaire, qui s'est produit de 1977 à 1979. La faiblesse subséquente du franc a eu pour conséquence que le renchérissement à l'étranger s'est répercuté davantage sur les prix en Suisse. Pendant assez longtemps, aussi bien les prix à la consommation que les prix de gros des produits importés sont montés plus fortement que ceux des marchandises suisses.

Depuis 1979, l'évolution de l'indice des prix n'a pas été constante; la hausse s'est accélérée au premier semestre de 1979, et depuis le mois de mars 1980, en raison surtout des variations des prix du mazout et des denrées alimentaires.

Durant le premier trimestre, les biens de consommation ont renchéri de 2,6% en moyenne. Au mois d'avril, l'indice des prix à la consommation a fléchi légèrement, à la suite d'une baisse des prix du mazout et – pour des raisons saisonnières – des denrées alimentaires. Pendant les quatre premiers mois de l'année, la hausse de l'indice s'est inscrite à 2,4%, ce qui correspond à un rythme annuel de 7,4%.

Depuis le début de 1981, le renchérissement de loin le plus vigoureux a été celui des denrées alimentaires, qui s'est chiffré à 4,9%. Dans le groupe de la santé et des soins personnels, ainsi que dans celui du chauffage et de l'éclairage, les hausses de prix ont aussi dépassé la moyenne puisqu'elles se sont chiffrées respectivement à 3,5% et à 3,2%.

Le renchérissement sensible qui a eu lieu au début de 1981 s'est répercuté sur le taux de la hausse annuelle. Ce dernier a passé de 5,1% au mois de janvier à 6,3% au mois de mars, puis est descendu passagèrement à 5,6% au mois d'avril, notamment pour des raisons saisonnières. L'inflation a atteint un niveau à peu près identique à celui du troisième trimestre de 1975.

Pour les mois prochains, il faut s'attendre à un taux d'inflation d'environ 6% à 6,5%. L'évolution des prix à court terme dépend surtout du renchérissement du mazout et des denrées alimentaires. De plus, il faut compter cet automne sur de nouvelles majorations des loyers, qui influenceront sur l'indice des prix du mois de novembre.

La hausse des prix de gros s'est accélérée également depuis le début de 1979. Tandis que le renchérissement des denrées alimentaires a joué un rôle prépondérant dans l'évolution des prix à la consommation, celui des produits énergétiques, des textiles, du bois, du liège et du papier a déterminé la montée des prix de gros.

Depuis le début de l'année, la hausse des prix de gros s'est chiffrée à 3%, atteignant ainsi une ampleur qu'on n'avait pas connue depuis 1974. Le renchérissement le plus marqué est celui des matériaux de construction et celui des produits agricoles, puisqu'ils ont atteint respectivement 6,3% et 3,9% depuis le début de l'année. Le taux annuel du renchérissement s'est inscrit à 5% en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année.

La hausse simultanée des prix de gros et des prix à la consommation au début de 1979 est le fruit du hasard. Aucune corrélation nette n'apparaît si l'on compare l'évolution à long terme des deux indices. En général, les prix de gros varient davantage que les prix à la consommation, car les prix des services modèrent les oscillations de ces derniers.

Dans le secteur de la construction, l'ampleur de la hausse des prix est incertaine. Selon les indices du coût de la construction de logements dans les villes de Zurich, de Berne et de Lucerne, le renchérissement s'est inscrit entre 5% et 9% du mois d'octobre au mois d'avril. En raison des méthodes de relevé, la représentativité de ces indices est sujette à caution; la hausse des prix semble sous-estimée. L'Office fédéral des questions conjoncturelles prévoit un renchérissement moyen de 6% à 8% dans l'ensemble de la Suisse, contre 10% en 1980. L'appareil de construction travaillant presque à la limite de ses capacités, ces estimations paraissent plutôt optimistes.

L'évolution des salaires au premier trimestre est particulièrement intéressante, puisqu'elle permet d'apprécier les décisions prises en matière salariale à la fin de 1980. Par rapport au premier trimestre de l'an passé, les gains mensuels des travailleurs ont augmenté de 4,9% en termes nominaux. Compte tenu du renchérissement moyen de 4% enregistré en 1980, la hausse réelle des

salaires s'est inscrite à environ 1% au début de 1981. Cependant, le renchérissement moyen de 5,8% enregistré au premier trimestre a réduit à néant l'amélioration des salaires réels. Il est difficile d'estimer si les revenus réels disponibles des ménages ont alors diminué. En effet, le fléchissement des salaires réels a coïncidé avec des réductions fiscales.

Tableau no 8: *prix et salaires* (variation en % par rapport à l'année précédente)

	1978 <sup>1</sup>	1979 <sup>1</sup>	1980 <sup>1</sup>	1980 IV <sup>1</sup>	1981			
					janv.	févr.	mars	avril
indice des prix à la consommation								
- total	1.0	3.6	4.0	4.0	5.1	6.0	6.3	5.6
- produits suisses	1.6	1.7	3.4	4.0	4.8	5.1	5.1	5.1
- marchandises importées	-0.6	9.5	5.9	4.3	5.9	8.6	9.9	7.0
indice des prix de gros								
- total	-3.4	3.8	5.1	4.5	5.0	5.3	5.2	4.9
- produits suisses	-1.4	1.9	4.4	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2
- marchandises importées	-8.3	8.5	6.8	4.2	5.1	6.1	4.7	4.1
gains mensuels des travailleurs								
- nominaux	2.9	2.2	4.6	4.9			4.9	
- réels	1.9	-1.4	0.6	0.9			-0.9	

<sup>1</sup> moyenne annuelle ou trimestrielle

## Emploi

Le niveau élevé de l'emploi s'est maintenu durant ces derniers mois. Au dernier trimestre de 1980, le nombre de personnes occupées a augmenté de 54 000, ou de 2,1% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le secteur des services a enregistré l'accroissement le plus important, soit 23 000 personnes, précédant ainsi l'industrie et le secteur de la construction.

L'augmentation de la demande qui s'est produite l'an passé alors que le marché du travail était asséché a entraîné un accroissement du nombre d'heures supplémentaires autorisées, qui a dépassé le niveau atteint

l'année précédente. Du deuxième au quatrième trimestre, il a reculé toutefois de 0,11 à 0,09 heure par travailleur et par semaine.

Les heures supplémentaires de travail coûtent cher aux entreprises. En principe, celles-ci n'y recourent que si l'appareil de production est utilisé temporairement dans une mesure supérieure à la normale. La statistique des heures supplémentaires devrait donc fournir une indication sur le degré d'utilisation de l'appareil de production.

Grosso modo, on peut répartir en deux périodes l'évolution des heures supplémentaires de travail auxquelles l'industrie a recouru de 1970 à 1980. La première

Tableau no 9: *emploi*

	1978	1979	1980	1980 IV	1981			
					janv.	févr.	mars	avril
indice de l'emploi (en %)	1.1	0.8	2.1	2.2				
taux de chômage	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
chômeurs complets	10 483	10 333	6 255	5 524	8 815	6 525	5 315	5 017
chômeurs partiels	9 196	11 935	2 128	1 758	3 550	3 605	2 685	2 217
places vacantes	8 290	8 921	12 312	13 623	14 064	13 335	13 281	13 135

période, qui va de 1970 à 1974, comprend les années de haute conjoncture. Durant ces années, le nombre d'heures supplémentaires autorisées par travailleur et par semaine a été élevé, puisqu'il a atteint 0,7. La seconde période a débuté en 1975, où le nombre d'heures supplémentaires a passé à 0,25. Depuis lors, ce chiffre n'a pas augmenté, à l'exception de 1977 et 1978, où il s'est inscrit respectivement à 0,33 et à 0,39 heure. Cet écart est dû à l'insécurité économique qui régnait durant ces deux années. En 1977, une légère reprise conjoncturelle a eu lieu, après une récession de deux ans. Les entreprises ont satisfait la demande croissante en recourant à des heures supplémentaires. Elles n'ont augmenté leur effectif qu'avec prudence, parce qu'elles ne voulaient pas encore accroître durablement leur appareil de production. Pendant ces deux années, le nombre de chômeurs complets n'a diminué que de 1500 en moyenne, pour rester au niveau relativement élevé de 12 000.

Malgré une forte expansion économique, le nombre d'heures supplémentaires a été de nouveau bas après 1978. Les entreprises ont modernisé leur appareil de

production. En renouvelant et en augmentant leurs capacités techniques, elles ont accru également l'effectif de leur personnel. En 1979 et en 1980, le nombre de chômeurs complets a diminué sensiblement. Tout indique que le nombre actuel d'heures supplémentaires, peu élevé par rapport à celui des premières années de la dernière décennie, n'est pas le signe d'une mauvaise marche des affaires.

Pendant les premiers mois de 1981, le taux de chômage ne s'est pas modifié, malgré la hausse saisonnière du nombre de chômeurs complets qui a eu lieu au mois de janvier. Depuis lors, le chômage est de nouveau en recul. Le chômage partiel est insignifiant. Cependant, il s'est accru depuis le début de l'année dans l'industrie textile. Au premier trimestre, le nombre de chômeurs partiels enregistrés dans cette branche a passé d'environ 250 à 1100, ce qui représente plus de 40% du chiffre total.