

Situation économique et monétaire

Rapport trimestriel de la Direction générale
remis au Conseil de banque pour sa séance
du 26 septembre 1980

Le rapport, terminé au début du mois de septembre, se fonde avant tout sur des informations publiées du mois de mai au mois d'août.

A. Conjoncture dans les principaux pays industrialisés

1. Conjoncture générale

Au premier trimestre, l'évolution de la conjoncture avait été satisfaisante dans la plupart des pays industrialisés. Depuis lors, la situation s'est détériorée. La hausse accélérée des taux d'inflation, dont la moyenne s'est élevée à près de 14% dans la zone de l'OCDE, et l'accroissement persistant des déséquilibres des balances des revenus suscitent certaines craintes. La plupart des pays industrialisés mènent une politique monétaire restrictive. Par contre, ils ne sont pas encore parvenus à adapter leur politique budgétaire à la lutte contre l'inflation. Une politique conjoncturelle restrictive sert non seulement à maîtriser l'inflation, mais aussi à réduire le déficit de la balance des revenus. L'ajustement des prix au renchérissement du pétrole accentuera la tendance à la récession.

2. Evolution de la conjoncture dans différents pays

Aux *Etats-Unis*, la récession qui a commencé au printemps a eu une ampleur inattendue. Après avoir augmenté à un rythme annuel de 1,2% du dernier trimestre de 1979 au premier trimestre de 1980, le produit national brut réel a diminué de 9,1% au trimestre suivant. Le recul avait eu des proportions analogues au premier trimestre de 1975, lorsque l'économie américaine avait subi sa récession la plus forte depuis la crise des années trente. L'évolution récente s'explique en grande partie par le fléchissement de la consommation privée; celle-ci a décroché de 9,6% au deuxième trimestre, tandis qu'elle s'était accrue de 1,5% au premier. Pour l'ensemble de l'année, on s'attend maintenant à une diminution de 1,3% du produit national brut réel, alors que le fléchissement prévu au mois de mars était de 0,4% seulement.

Du mois de mars au mois de juillet, le taux de chômage a passé de 6,2% à 8% en chiffre rond. Malgré la récession, le taux de renchérissement s'est maintenu aux environs de 14% aux mois de mai et de juin. Néanmoins, le gouvernement se montre optimiste; il a révisé de 12,8% à 12% sa prévision du renchérissement moyen pour cette année. L'inflation demeure préoccupante, d'autant plus que certains signes semblent indiquer un revirement de la tendance récessive et que, par conséquent, l'activité économique pourrait s'accélérer. Ainsi, la consommation privée paraît augmenter de nouveau. En outre, le nombre de constructions mises en chantier a augmenté de 30% du mois de mai au mois de juin, après avoir diminué sensiblement durant les deux mois précédents. La baisse des taux d'intérêt semble avoir contribué fortement à cette évolution, qui se reflète aussi dans l'indice composé des indicateurs économiques avancés. Après être descendu pendant une année, celui-ci est monté, en effet, de 4,6% au mois de juillet. Il

n'est pas encore possible de savoir s'il s'agit d'un tournant de la conjoncture.

En *République fédérale d'Allemagne*, la croissance économique avait été vigoureuse au premier trimestre. Depuis lors, un ralentissement s'est produit. Cependant, les entrées de commandes dans l'industrie sont restées, pendant le mois de mai, au niveau moyen des deux mois précédents, en raison de l'augmentation de la demande extérieure; par contre, les commandes de la clientèle allemande ont diminué de presque 4%. La construction a fléchi de 2% du mois d'avril au mois de mai et de 4,5% du mois de mai au mois de juin. Le ralentissement de la conjoncture s'est répercuté sur la production industrielle, qui a baissé de 1% du mois de mai au mois de juin.

Le renchérissement demeure le problème économique le plus important. Par rapport à la période correspondante de 1979, l'indice des prix à la consommation est monté de 6,1% au mois de juin et de 5,5% le mois suivant. Le ministère de l'économie estime que le taux pourrait encore reculer légèrement jusqu'à la fin de l'année, pour s'inscrire à environ 5%. Du mois de juin au mois de juillet, le taux de chômage a passé de 3,4% à 3,7%. Cette hausse provenait en partie des difficultés provoquées par l'entrée de jeunes gens dans la vie active. Les prévisions relatives au taux de croissance de l'économie en 1980 varient entre 3%, estimation de la Banque fédérale, et 1,5%, estimations des instituts de recherche économique. Si le taux de croissance passait de 4,4% en 1979 à 3% cette année, il s'agirait plus d'une normalisation que d'une récession.

Depuis quelque temps, le *Royaume-Uni* subit une récession. Le produit national brut réel a augmenté de 0,5% au premier trimestre, puis diminué au deuxième. Selon les prévisions de l'OCDE, la croissance réelle de 1,7% enregistrée en 1979 devrait se transformer en un fléchissement d'environ 2% cette année, où la production industrielle diminuera de 4% en chiffre rond.

Les effets de la politique monétaire restrictive commencent à se manifester. Le taux annuel de renchérissement a dépassé son point culminant. Ayant fléchi de 5% par rapport au taux enregistré au mois de mai, il s'est inscrit à 16,9% au mois de juillet. La baisse était due en partie à un effet de base statistique résultant de la majoration de la taxe à la valeur ajoutée, qui avait eu lieu au mois de juillet 1979. L'indice des principaux indicateurs conjoncturels, qui tient compte de l'évolution des taux d'intérêt, de celle de la construction, ainsi que de celle de la trésorerie et des perspectives des entreprises, permet d'envisager une amélioration de la situation vers la fin de l'année. Le chômage demeure un problème difficile. Il a franchi la barrière des deux millions de personnes au mois de juillet et atteint ainsi son niveau le plus élevé depuis la crise des années trente.

En *France*, le taux de la croissance économique s'est chiffré à 3% en 1979. Selon les prévisions de l'OCDE, il s'inscrira à 2% cette année. La production industrielle,

qui avait augmenté légèrement au premier trimestre, a diminué quelque peu par la suite. Le taux d'expansion de la consommation privée a baissé, alors que celui des investissements s'est stabilisé à un niveau satisfaisant. Le nombre de chômeurs, qui se monte à 1,5 million en chiffre rond, augmentera l'an prochain selon les prévisions de l'OCDE. Le taux de renchérissement, qui s'inscrit à environ 14%, demeure un des principaux sujets de préoccupation.

L'évolution économique en *Italie* n'a pas suivi les prévisions de l'OCDE. Tandis que l'Organisation s'attendait à une augmentation de 2,5% du produit national brut réel et de la demande intérieure en 1980, l'accroissement de cette dernière s'est inscrit à 6% au premier semestre. La croissance s'est effectuée au prix d'une inflation dont le taux a atteint 20,7% au mois de juin. En outre, la balance des paiements s'est détériorée. Aux yeux des autorités monétaires, cette évolution est d'autant plus inopportune qu'elles s'efforcent de maintenir le cours de la lire au niveau le plus élevé possible, afin d'éviter au moins que l'inflation ne soit encore accentuée par le renchérissement des biens importés.

Le *Japon* ne pourra pas éviter tout à fait les conséquences du ralentissement conjoncturel international; son taux de croissance reste néanmoins supérieur à celui de tous les pays industrialisés. Après s'être chiffrée à 5,9% l'an dernier, l'expansion devrait être de 5,5% en 1980, selon les prévisions de l'OCDE. L'évolution particulièrement favorable des exportations de produits industriels devrait se modérer quelque peu, le cours du yen étant monté au deuxième trimestre. La politique ferme de contrôle de la masse monétaire que mène la Banque du Japon devrait tempérer la croissance économique et la hausse des prix. Les dernières majorations du prix du pétrole pourraient avoir encore une influence considérable sur le renchérissement, qui atteint 8% en chiffre rond.

3. Evolution monétaire

L'inflation étant encore forte, et les déficits des balances des revenus demeurant élevés, les autorités monétaires des principaux pays industrialisés ont continué généralement de mener une politique restrictive. En raison du fléchissement conjoncturel qui commençait, certaines banques centrales ont dû toutefois assouplir quelque peu leur action.

La politique restrictive de la masse monétaire que les *Etats-Unis* ont adoptée durant l'automne de 1979 a porté ses premiers fruits. Après que la masse monétaire M_{1B} (M_1 + d'autres dépôts assimilables à des dépôts à vue) s'est accrue à un rythme annuel de 5% au premier trimestre, elle a diminué fortement au mois d'avril, puis a augmenté de nouveau. Au premier semestre, le taux annuel de croissance s'est inscrit à 2% seulement et a donc été inférieur à l'objectif fixé pour 1980, qui est situé entre 4% et 6,5%. Les autorités américaines imputent la diminution passagère de M_{1B} aux restrictions de crédit et aux réserves minimales imposées au mois de mars

pour combattre l'inflation. Ces dispositions ont entraîné une hausse vigoureuse des taux d'intérêt et, partant, un ralentissement de la demande de monnaie. Les autorités s'attendent que la croissance de la masse monétaire corresponde, au second semestre, à l'objectif fixé. L'augmentation vigoureuse des agrégats monétaires ces dernières semaines montre que ce but est proche.

Les mesures restrictives et le ralentissement de la conjoncture ont provoqué une diminution sensible des crédits bancaires. Par conséquent, le Système de Réserve Fédérale a pu assouplir et, finalement, abroger les dispositions relatives à la limitation du crédit et aux réserves minimales.

Au deuxième trimestre, les taux d'intérêt ont baissé très fortement. Le taux des fonds fédéraux, par exemple, a passé de plus de 19% au mois d'avril à 9% au mois de juillet. Depuis la mi-juin, les taux d'intérêt – à court terme surtout – montent de nouveau. En raison de la situation économique incertaine et de la difficulté de discerner le cours des politiques monétaire et budgétaire, les taux fluctuent dans des proportions considérables.

En *République fédérale d'Allemagne*, les poussées inflationnistes persistantes et le déficit de la balance des revenus prévu pour 1980 ont incité les autorités à poursuivre la politique monétaire restrictive adoptée l'an passé. Les premiers signes de fléchissement conjoncturel, qui sont apparus au deuxième trimestre, n'ont pas affaibli la volonté de faire régner la discipline sur le plan monétaire. A la fin du mois de juin, le taux annuel d'accroissement de la base monétaire était à la limite inférieure de la marge, fixée entre 5% et 8%, que la Banque fédérale a choisie comme objectif; au mois de mars encore, le taux côtoyait la limite supérieure.

La politique monétaire restrictive s'est reflétée dans l'évolution des taux d'intérêt. Bien que ceux-ci aient baissé sur la plupart des places étrangères, le taux des dépôts à trois mois a continué de monter, sur la place de Francfort, aux mois de mai et de juin. Durant l'été, la conjoncture a obligé cependant les autorités monétaires à assouplir quelque peu leurs mesures, ce qui n'a pas changé fondamentalement le cours restrictif de leur politique. Avec effet au 1er septembre, la Banque fédérale a réduit de 10% le taux des réserves minimales, afin d'accroître la liquidité bancaire. Par contre, elle n'a pas modifié les taux officiels d'intérêt qui, depuis le 2 mai, sont au niveau le plus élevé de l'après-guerre.

Les premières conséquences positives de la politique restrictive se sont manifestées au milieu de l'année. Pendant le mois de mai, le déficit de la balance des capitaux à long terme a fait place à un surplus. Aux mois de mai et de juin, l'excédent global s'est chiffré à 1,7 milliard de marks. De plus, le taux d'inflation a baissé à partir du mois de juillet, après être monté sans interruption depuis le mois de janvier.

Au *Royaume-Uni*, le but principal de la politique monétaire est aussi la lutte contre l'inflation. Pour la période

qui va du mois de février 1980 au même mois de 1981, la Banque d'Angleterre s'est fixé comme objectif une expansion de la masse monétaire M_3 en sterling située entre 7% et 11%.

Les autorités ont semblé tout d'abord maîtriser l'évolution de cette masse monétaire, qui a augmenté à un rythme annuel d'environ 10% du mois de février au mois de juin. Au cours du mois de juillet, le taux d'expansion s'est écarté de manière surprenante de l'objectif fixé; il a atteint 5% par rapport à juin, ce qui correspond à une croissance annuelle d'environ 20% depuis le mois de février.

Selon les autorités britanniques, cette accélération est due à l'abrogation, au mois de juin, des mesures limitant l'augmentation des dépôts à court terme en banque. Le gouvernement estime que l'expansion monétaire au mois de juillet s'explique principalement par l'afflux dans le système bancaire britannique de fonds qui avaient passé par d'autres canaux pour échapper aux restrictions. Comme les autorités considèrent que l'accélération de l'expansion monétaire provient de distorsions dans la structure des dépôts, elles n'ont pas l'intention, pour l'instant, de prendre des mesures restrictives. Au contraire, l'institut d'émission a accordé aux banques commerciales, durant les mois de juin et d'août, des liquidités supplémentaires. De plus, il a réduit le taux de l'escompte au début du mois de juillet, l'abaissant de 17% à 16%.

En France, l'inflation persistante et l'activité économique vigoureuse ont incité le gouvernement à renforcer la limitation du crédit. Les montants fixés pour le second semestre sont très légèrement inférieurs à ceux de la période correspondante de 1979. Grâce à ces dispositions, la croissance annuelle de la masse monétaire M_2 s'est inscrite à 9,6% au premier semestre, alors que l'objectif d'expansion pour 1980 est de 11%.

Malgré le renforcement des dispositions limitant le crédit, la tendance à la baisse des taux d'intérêt, qui s'est manifestée depuis le mois d'avril, a persisté. Cette évolution s'explique par la baisse des taux sur le plan international et par le fléchissement de la conjoncture en France. De la fin du mois de mars à la mi-août, la Banque de France a pu réduire de 13% à 11,25% son taux d'intérêt directeur, qui est celui des prises en pension de bons du Trésor échéant à moins d'un mois.

La Banque du Japon continue de mener une politique monétaire restrictive, afin de rétablir la confiance en la valeur du yen et de limiter le renchérissement des produits importés. Elle exerce un contrôle strict sur le crédit bancaire et maintient le taux de l'escompte à un niveau relativement élevé. Cette politique a provoqué un ralentissement de l'expansion monétaire. Si l'augmentation annuelle de la masse monétaire au sens large, c'est-à-dire de M_2 et des certificats de dépôt, s'est chiffrée à 10,7% à la fin du premier trimestre, elle s'est inscrite à 10% à la fin du mois de juin, soit au niveau exact que les autorités se sont fixé comme objectif pour 1980. Les

taux d'intérêt sont demeurés relativement élevés. Depuis le mois de mai, le taux des dépôts à trois mois dépasse même celui des dépôts correspondants sur le marché de l'euro-dollar. A la fin du mois de juin, l'écart entre les taux était d'environ 3% en faveur du yen.

En raison du ralentissement conjoncturel qui a commencé, la Banque du Japon a assoupli sa politique monétaire à partir de la mi-août et réduit le taux de l'escompte de 3/4%. Par la suite, les taux du marché monétaire ont aussi baissé légèrement.

4. Situation des marchés des changes

Au deuxième trimestre, l'événement principal intervenu sur les marchés des changes a été l'affaiblissement du dollar. Depuis que les Etats-Unis ont adopté, durant l'automne de 1979, une politique axée sur les agrégats monétaires, l'évolution des taux d'intérêt semble influencer davantage sur les cours de change. La chute du cours du dollar, pourtant rapide, n'a pas provoqué de crise monétaire, contrairement à ce qui s'était passé lors de situations antérieures analogues. En effet, aucun processus cumulatif de baisse, sans rapport avec l'évolution économique, ne s'est déclenché. La confiance en la politique monétaire que mènent les pays industrialisés et en la coopération des principales banques centrales a augmenté, ce qui a tempéré les anticipations en matière de cours de change.

L'évolution du dollar a été en grande partie parallèle à celle des taux d'intérêt sur le marché monétaire américain, qui sont montés fortement au premier trimestre, puis sont descendus jusqu'à la mi-juin. Au deuxième trimestre, les taux à court terme ont baissé beaucoup plus fortement, aux Etats-Unis, qu'ils ne s'étaient élevés pendant les trois premiers mois. Comme, sur les marchés monétaires des autres pays industrialisés, les taux se sont peu modifiés au deuxième trimestre, le rendement des dépôts en dollars a diminué assez fortement. A la mi-juin, seul le taux des dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-franc était inférieur au taux correspondant du marché de l'euro-dollar. Néanmoins, le cours moyen du dollar, pondéré en fonction du commerce extérieur, n'est descendu jusqu'à la mi-juin que peu au-dessous du niveau observé au début de l'année. Depuis lors, les taux d'intérêt sont remontés sur le marché monétaire des Etats-Unis, tandis qu'ils ont eu tendance à descendre dans les autres pays. Par conséquent, le cours du dollar s'est raffermi. Les interventions auxquelles les banques centrales ont procédé au deuxième trimestre pour limiter la baisse du dollar ont été modestes, surtout si on les compare avec les ventes massives de dollars qu'elles avaient effectuées au premier trimestre afin de modérer la hausse. La vigueur dont le dollar fait preuve cette année résulte de la politique monétaire restrictive et de l'évolution favorable de la balance des revenus des Etats-Unis.

Certains facteurs permettent de penser que le cours du dollar restera ferme ces prochains mois. Ainsi, l'écart entre les taux d'intérêt pourrait se modifier, en raison de

la reprise conjoncturelle aux Etats-Unis et du fléchissement dans les autres pays industrialisés, à l'avantage des placements en dollars.

Comme au premier trimestre, l'évolution des taux d'intérêt a influé fortement sur les cours des autres monnaies importantes. Le tableau suivant montre que l'évolution des cours au deuxième trimestre a largement compensé la baisse subie au premier trimestre par rapport au dollar.

Modifications des cours de diverses monnaies par rapport au dollar (a) et par rapport à un certain nombre de monnaies pondérées en fonction du commerce extérieur (b)

en %	du 28 décembre 1979		du 28 décembre 1979	
	au 8 avril 1980		au 30 juin 1980	
	a	b ¹	a	b
franc suisse	-15,5	-6,1	-3,0	- 2,0
mark	-12,8	-3,2	-2,4	- 1,6
franc français	-11,7	-1,6	-1,9	- 0,9
lire	-11,6	-1,5	-4,2	- 2,8
yen	- 8,4	-2,7	+9,8	+10,0
livre sterling	- 4,4	+5,4	+5,4	+ 6,1

¹ jusqu'au 4 avril 1980

En ce qui concerne l'évolution du *mark*, l'événement marquant est l'accès de faiblesse qui s'est produit à la fin du premier trimestre. Sur l'ensemble du premier semestre toutefois, le cours du *mark*, aussi bien par rapport au dollar que pondéré en fonction du commerce extérieur, a été relativement stable. Les taux d'intérêt à court terme, que la politique monétaire restrictive avait fait monter au premier trimestre, ne se sont guère modifiés pendant les trois mois suivants, mais sont descendus sensiblement aux mois de juillet et d'août. Le niveau relativement bas de ces taux sur le plan international, et l'évolution défavorable de la balance allemande des revenus, ont eu pour conséquence que le cours du *mark* dans le SME a côtoyé fréquemment, au deuxième trimestre, la limite inférieure de la marge de fluctuation de $\pm 2,25\%$.

La *livre sterling* a confirmé sa vigueur au deuxième trimestre également. Non seulement les taux d'intérêt à court terme sont, au Royaume-Uni, les plus élevés des Etats industrialisés, mais une large autarcie est assurée dans l'approvisionnement en pétrole. En raison de la politique monétaire restrictive, le cours de la livre par rapport au dollar est monté d'environ 5% au premier semestre, et le cours pondéré en fonction du commerce extérieur, d'environ 6%.

L'évolution du *franc français* a continué d'être calme. Durant l'ensemble du premier semestre, le cours pondéré en fonction du commerce extérieur est descendu de 1% en chiffre rond, et le cours par rapport au dollar, de 2% (voir tableau ci-dessus). Le franc français a été la

monnaie la plus forte du SME au deuxième trimestre. La baisse sensible des taux d'intérêt ne l'a pas affaibli.

Après avoir libéralisé la formation des prix, le gouvernement a décidé, au mois de juin, d'assouplir le contrôle des changes. Dorénavant, les importateurs de matières premières peuvent se procurer, sans limitation de durée, des devises sur le marché à terme. Par ailleurs, les exportateurs ne sont plus tenus de convertir immédiatement en francs les sommes qui leur sont versées en monnaie étrangère. De plus, la possibilité d'entretenir des comptes à l'étranger a été élargie. Les autres restrictions de change demeurent en vigueur, mais les montants qui n'y sont pas sujets ont été majorés.

Contrairement à celui des autres monnaies mentionnées dans le tableau, le cours de la *lire*, pondéré en fonction du commerce extérieur, est descendu au deuxième trimestre. Dans le SME, la situation de la lire s'est détériorée de plus en plus. Malgré des interventions massives, le cours a été inférieur de 3,5%, à la fin du mois de juin, à celui de la monnaie la plus forte, le franc français. Bien que la marge de fluctuation de la lire dans le SME soit de $\pm 6\%$, les rumeurs relatives à une modification imminente des cours-pivots se sont amplifiées. La faiblesse de la lire provient de la détérioration de la balance des revenus, du taux d'inflation élevé et des perspectives incertaines de l'économie italienne.

Après que le cours du *yen* fut descendu continuellement de l'automne 1978 à la fin de 1979, en raison surtout de la détérioration de la balance des revenus que provoquait le renchérissement du pétrole, le cours est monté au deuxième trimestre d'environ 10% aussi bien par rapport au dollar qu'en moyenne. Les mesures draconiennes que la Banque du Japon avait prises au début de l'année pour limiter la baisse du cours ont eu des effets positifs.

B. Conjoncture suisse

1. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Durant les huit premiers mois de l'année, le taux d'accroissement de la base monétaire a été inférieur de 2 à 3%, en moyenne, à l'objectif de 4% que la Banque nationale s'était fixé initialement. L'institut d'émission a dû tenir compte de l'affaiblissement du cours réel du franc et du renchérissement intérieur croissant.

La politique restrictive se reflète toujours davantage dans l'évolution des autres agrégats monétaires. Comme l'influence que les distorsions dans la structure des taux d'intérêt exercent sur les différents agrégats monétaires s'est affaiblie au deuxième trimestre, l'évolution de ceux-ci a commencé de se normaliser. La masse monétaire M_1 , c'est-à-dire le numéraire en circulation et les dépôts à vue, a fléchi de 11,4% de la fin du mois de juillet 1979 à la même date de 1980, alors que la masse

monétaire M_2 , c'est-à-dire M_1 et les dépôts à terme, a augmenté de 17,4%. A la fin du mois de mars, M_1 était en baisse de 14% et M_2 en hausse de 23%. Le taux annuel d'augmentation de M_3 , c'est-à-dire de M_2 et des dépôts d'épargne, a passé de 10,3% à la fin du mois de mars à 4,9% à la fin du mois de juillet. Les variations ont davantage de valeur si l'on prend comme base les données relatives au deuxième trimestre de 1977. En les comparant aux chiffres du deuxième trimestre de 1980, on constate que M_1 a progressé de 14,2%, M_2 , de 42,6% et M_3 , de 28,3%, ce qui correspond, en moyenne, à des augmentations annuelles de 4,5%, de 12,6% et de 8,7% respectivement.

Pendant la période examinée, les déplacements considérables de fonds vers les dépôts à terme, qu'avait provoqués le retard dans l'adaptation des taux d'intérêt des bons de caisse, ont cessé. La baisse des taux qui s'est produite sur le marché monétaire depuis la mi-avril, et l'ajustement de la rémunération des bons de caisse ont incité les investisseurs à s'orienter davantage vers des placements à moyen terme. Du mois de mai au mois de juin, les dépôts à trois mois ont diminué de 2 milliards de francs en chiffre rond. A la fin du premier semestre, les dépôts à terme se sont inscrits à 48,8 milliards de francs, soit à un niveau encore élevé, si l'on considère qu'ils se chiffraient à 26,2 milliards à la fin de 1979. Une politique monétaire restrictive efficace a pour effet que les taux du marché monétaire montent tout d'abord davantage que les taux à moyen et à long terme. Après un certain temps, la structure des taux se normalise, les taux du marché monétaire baissant plus fortement que les autres. On peut donc prévoir que les dépôts à trois mois continueront de diminuer, en raison de la normalisation qui apparaîtra dans la structure des taux d'intérêt. L'ampleur du fléchissement dépend du succès de la lutte contre l'inflation.

Le montant des dépôts à vue s'est normalisé, comme celui des dépôts à trois mois. Au deuxième trimestre, la diminution qui avait lieu depuis le mois d'octobre a été interrompue par la détente sur les marchés monétaires. Durant les mois de mai et de juin, les dépôts à vue ont augmenté très faiblement.

Jusqu'au mois d'août, le fléchissement des dépôts d'épargne a continué, tout en se ralentissant sensiblement. Depuis le début de l'année, les dépôts d'épargne de 71 banques qui communiquent des données mensuelles ont diminué de 4,5 milliards de francs en chiffre rond, ou de 6,3%. Cette évolution était due surtout à la différence assez forte de rendement entre les dépôts d'épargne et les autres placements à moyen et à long terme. Au deuxième trimestre, les taux des bons de caisse étaient supérieurs de plus de 2% à ceux de l'intérêt versé sur carnet d'épargne. En 1978, l'écart moyen n'avait jamais dépassé $\frac{1}{2}$ %.

Marchés de l'argent et des changes

Abstraction faite des échéances mensuelles, la liquidité du marché monétaire a varié entre 6 et 6,5 milliards de

francs. La Banque nationale a réglé le niveau de la liquidité en recourant surtout à des swaps. Elle s'est efforcée de fixer la durée des swaps de manière à répartir les échéances d'une façon aussi régulière que possible sur les mois ultérieurs. Aux échéances mensuelles, les banques se sont procuré les fonds nécessaires sans trop de difficultés, et le recours à l'institut d'émission a correspondu à l'objectif que celui-ci s'était fixé. A l'échéance semestrielle, les crédits accordés par la Banque nationale se sont inscrits à 2,4 milliards de francs. La plus grande partie de l'aide financière octroyée à cette occasion consistait en swaps dollars contre francs d'une durée d'une semaine. En outre, les banques se sont procuré des disponibilités en mettant des «bons Carter» en pension. A la fin du semestre, les avoirs en comptes de virements se sont chiffrés à 11,8 milliards de francs et ont excédé d'environ un milliard le niveau enregistré un an auparavant.

Le remboursement des liquidités mises à disposition pour l'échéance semestrielle a entraîné par moments des tensions sur le marché monétaire. Le taux de l'argent au jour le jour est monté alors en flèche. Les tensions passagères étaient dues surtout à la répartition inégale des disponibilités bancaires.

Du mois de mai au mois d'août, la Confédération a émis quatre nouvelles séries de créances comptables à trois mois. En raison de la détente qui régnait sur le marché monétaire, le rendement annuel a baissé, se chiffrant à 5,623% lors de l'émission du mois de mai, à 4,983% au mois de juin, à 4,664% au mois de juillet et à 4,623% au mois d'août. Le premier de ces rendements était déjà inférieur de 0,6% à celui du mois d'avril.

A la suite de la baisse des taux d'intérêt sur le marché de l'eurofranc, les taux des dépôts à terme en Suisse ont été réduits pendant la première moitié de la période examinée. Les grandes banques ont abaissé de 5,5% à 4,75% les taux des dépôts à trois mois. Elles ont fixé à 4,5% le taux des dépôts d'une durée de 6 à 11 mois et à 4,25% ceux des dépôts à 1 an, les réduisant respectivement de $1\frac{1}{4}$ % et de 1%.

Lorsque les taux d'intérêt sont remontés sur le marché de l'euro-franc, au début du mois de septembre, les grandes banques ont majoré de 0,25% ou de 0,5% les taux des dépôts à terme, fixant ainsi à 5% le taux des dépôts de 3 à 11 mois, et à $4\frac{3}{4}$ % celui des dépôts à 1 an. Sur le marché de l'euro-franc, les taux des dépôts à trois mois ont oscillé entre $5\frac{1}{8}$ % et $6\frac{3}{16}$ %.

L'évolution des marchés des changes du mois de mai au mois de juillet, comme celle des mois précédents, s'explique en grande partie par les changements qui se sont produits dans la structure internationale des taux d'intérêt. Cependant, les variations des taux d'intérêt, aussi bien que celles des cours de change, ont été plus faibles que pendant les premiers mois de l'année.

Au début du mois de mai, le cours du dollar est monté à fr. 1,67. L'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et

aux Etats-Unis a diminué, passant de 13% au commencement du mois d'avril à 8,5% un mois plus tard, pour atteindre le niveau minimal de 3,5% le 13 juin; aussi le cours du dollar a-t-il subi des pressions à partir de la mi-mai, qui se sont accrues durant la première moitié du mois de juin. A la mi-juin, le cours s'est inscrit à fr. 1,61. En collaboration avec le Système de Réserve Fédérale et avec la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque nationale a acheté des dollars. Par la suite, la situation s'est rétablie rapidement sur les marchés des changes. Si, au début du mois de juillet, le cours du dollar est descendu à fr. 1,58, niveau le plus bas de la période examinée, il s'est raffermi pendant la seconde moitié du mois et au mois d'août. La confiance dans le dollar s'est accrue quand les autorités monétaires américaines ont annoncé qu'elles poursuivraient l'an prochain leur politique restrictive. D'autre part, l'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et aux Etats-Unis a augmenté d'environ 1% par rapport à son niveau minimal, observé à la mi-juin. Le cours du dollar s'est élevé à fr. 1,65 à la fin du mois d'août. La valeur du mark n'a que peu varié. Du début du mois de mai à la fin du mois d'août, elle a baissé d'un centime pour s'inscrire à fr. 0,92. Il est possible que ce modeste fléchissement, parallèle à celui du mark à l'intérieur du SME, provienne de la légère diminution qu'a subie, durant la période examinée, l'écart entre les taux d'intérêt des emprunts en marks et en francs.

Le cours nominal du franc par rapport aux monnaies de quinze importants partenaires commerciaux de la Suisse est monté d'environ 2%, en moyenne pondérée, du début du mois de mai à la fin du mois d'août, et est resté inférieur de 1%, en chiffre rond, au niveau observé un an auparavant. Le cours réel, qui se calcule en tenant compte de la différence entre les taux d'inflation enregistrés dans les quinze pays considérés et en Suisse, a baissé de presque 10% du mois de juin 1979 à la période correspondante de cette année.

Marché des capitaux

La situation du marché financier a été bonne jusque vers la fin de la période examinée. Bien que l'accélération de la conjoncture se soit poursuivie et que, partant, la demande de crédits ait été forte, les taux d'intérêt ont baissé tout d'abord de manière surprenante. De la mi-avril à la mi-août, le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 5,1% à 4,56%, et celui des titres cantonaux, de 5,39% à 4,73%. Ces taux excédaient d'environ 1% le niveau enregistré un an auparavant (voir Bulletin mensuel de la BNS, graphique 7). Le rendement des autres obligations suisses et celui des obligations étrangères libellées en francs ont diminué également depuis la mi-avril. L'écart entre les taux des emprunts suisses et ceux des emprunts étrangers s'est réduit.

Vers la fin de la période examinée, certaines tensions sont apparues sur le marché des capitaux, et le rendement moyen des obligations fédérales est monté jusqu'à 4,9% le 2 septembre. L'évolution semble due non seulement à la bonne conjoncture persistante et à la forte demande de crédits qu'elle a entraînée, mais aussi à la poli-

tique monétaire restrictive et à la hausse des taux d'intérêt qui en est résultée sur le marché monétaire.

La situation du marché primaire a déterminé en grande partie celle du marché secondaire, ainsi que les cours hors bourse. En général, les souscriptions ont dépassé les montants offerts par les emprunteurs tant suisses qu'étrangers; il a donc fallu procéder à des réductions dans les attributions. Le succès des émissions et la tendance à la baisse des rendements ont permis de modifier les conditions des nouveaux emprunts. Au début du mois de juin, les cantons de Schwyz et de Berne ont abaissé, les premiers, le taux offert à 5%. L'émission a eu lieu au pair, et la durée des emprunts était respectivement de 10 et de 12 ans.

La consolidation intervenue sur le marché des capitaux, et la baisse à 5% des taux offerts par les cantons ont incité l'Administration fédérale des finances, d'entente avec la Banque nationale, à choisir un taux nominal de 4¼% et une durée de 10 ans pour le troisième emprunt fédéral par appel d'offres, qui a été lancé durant la deuxième semaine du mois de juin, et dont le montant était d'environ 250 millions de francs. Sur la base des offres reçues, le montant définitif a été fixé à 260 millions de francs et le prix d'émission, à 100%.

Pendant la troisième semaine du mois d'août, la Confédération a émis son quatrième emprunt par appel d'offres. Comme elle voulait recueillir, pour une durée de 12 ans, environ 250 millions de francs au taux de 4½%, et que l'atmosphère s'était modifiée sur le marché des capitaux, elle n'a obtenu qu'un prix d'émission à 98,8%, ce qui correspond à un rendement de 4,63%. La baisse générale des cours vers la fin de la période examinée a eu pour conséquence que le cours hors bourse de cet emprunt fédéral est descendu au-dessous du prix d'émission, s'inscrivant à 97,7% seulement le 26 août.

Les autres catégories de débiteurs ont réduit aussi le taux de leurs emprunts. La Confédération a marqué la limite inférieure en lançant un emprunt à 4½% à la fin du mois d'août, alors que les cantons, les villes importantes et les banques cantonales ont émis des titres à 4¾%, les compagnies d'électricité et les centrales d'émission de lettres de gage, à 5%, les entreprises industrielles de premier ordre, à 5¼%, et les centrales d'énergie nucléaire, à 5½%. Comme d'habitude, la fixation du prix d'émission et celle de la durée ont permis d'établir le niveau du rendement avec encore plus de précision. La compagnie Swissair s'est efforcée de compenser la durée de 25 ans, nettement supérieure à la moyenne, en offrant une adaptation périodique du taux d'intérêt de son emprunt, qu'elle a scindé en deux tranches, aux conditions du marché. Révisé chaque année, le taux d'intérêt appliqué à la première tranche dépassera de ½% le rendement moyen des obligations fédérales enregistré lors du dernier vendredi du mois d'août. Durant les dix premières années, le taux de la seconde tranche sera de 5½%. Par la suite, il sera aussi ajusté périodiquement.

Les taux des emprunts étrangers de premier ordre libellés en francs suisses sont descendus pendant la période examinée jusqu'à 5¼%, et ont correspondu ainsi au niveau supérieur de rémunération des emprunts suisses. Toutefois, vers la fin de la période examinée, les cours ont baissé et les taux sont montés dans ce secteur également.

Comme l'an passé à pareille époque, la Banque nationale a limité le montant des émissions annoncées pour le troisième trimestre – période toujours raccourcie par la pause d'été – en fixant un plafond de 2 milliards de francs d'argent frais; aucune limitation n'était intervenue aux deux trimestres précédents. Elle voulait éviter ainsi que le marché soit mis à contribution de façon excessive. Le montant annoncé se chiffrait à presque 2,8 milliards de francs, somme considérable en comparaison de celles des deux trimestres précédents. Lors de sa séance du 11 juin, la commission chargée d'établir le programme des émissions a réduit de plus de 350 millions de francs la somme d'argent frais que les émetteurs étaient autorisés à recueillir. Elle a admis 35 emprunts, devant prélever 2059,4 millions de francs d'argent frais, les conversions atteignant pour leur part 385,6 millions.

Pour la première fois depuis le troisième trimestre de 1979, la part des banques a été inférieure à la moitié du prélèvement d'argent frais autorisé. Elle s'est chiffrée à 42,7%, contre 51,5% au premier trimestre, 58,8% au deuxième et 63,9% au dernier trimestre de 1979. La réduction des emprunts bancaires, que la commission a effectuée, a représenté 18,9% du montant annoncé, contre 42,7% un an auparavant. La part de l'industrie et des «autres débiteurs» aux emprunts autorisés s'est chiffrée à 27,4%, celle de la Confédération, comme celle du secteur énergétique, à 12,1%, celle des cantons, à 2,9%, et celle des communes, à 2,7%. La commission a réduit les emprunts de l'industrie et des «autres débiteurs» de 6,6%, ceux de la Confédération et du secteur énergétique de 16,7% chacun et ceux des cantons, de 13,7%, alors que ceux des communes ont été admis sans modification.

Durant la période examinée, la Banque nationale s'est efforcée également de stabiliser l'évolution des taux sur le marché des capitaux, en achetant et en vendant de petites quantités de titres. A la fin du mois de juin, son portefeuille se chiffrait à 1168,8 millions de francs, contre 1197,8 millions à la fin du mois de mars et 1070,5 millions à la fin de 1979.

L'ajustement des taux d'intérêt des bons de caisse a suivi avec un certain retard la hausse sur le marché des capitaux. Dans douze banques cantonales, le taux moyen des bons de caisse a passé de 2,26% au mois de février 1979 à 5,13% au mois d'avril de cette année, et à 4,77% au mois d'août. Bien que l'afflux de fonds d'épargne ait fléchi, la rémunération offerte par les mêmes banques sur les dépôts d'épargne est restée par contre de 2% pendant toute une année et ne s'est élevée à 2½% qu'au printemps de 1980. Cette hausse a été

accompagnée par une montée du taux hypothécaire. Contrairement aux autres taux débiteurs, modifiés plus tôt sous l'effet de la tendance générale à la hausse, le taux hypothécaire n'a été relevé à 4½% qu'au début de 1980, après avoir passé de 4¼% à 4% au milieu de 1979.

Au début du mois de juin, les principales banques ont décidé de majorer, à partir du 1er septembre et du 1er octobre respectivement, la rémunération des fonds d'épargne et le taux des hypothèques en premier rang. Les majorations, qui auraient accéléré le renchérissement cette année, ont pu être différées grâce aux efforts de la Banque nationale. D'entente avec celle-ci, l'Association suisse des banquiers a recommandé à ses membres, à la fin du mois d'août, de ne pas adapter avant le 1er mars 1981 les taux des hypothèques anciennes dans le secteur du logement, ainsi que dans le domaine agricole, et de ne pas procéder à des majorations dépassant celles des taux versés sur les dépôts d'épargne, qui ne peuvent être effectuées avant le 1er décembre 1980, et qui doivent atteindre au moins ½%. En revanche, les taux des nouvelles hypothèques et de toutes les hypothèques dans le secteur industriel et artisanal peuvent être relevés dès le 1er octobre. Cependant, plusieurs banques cantonales importantes n'useront pas de cette possibilité.

Dans ce contexte, les grandes banques ont décidé de réduire les taux d'intérêt des bons de caisse de ¼%, avec effet au 26 août, et de fixer respectivement à 4½%, à 4¾% et à 5% la rémunération des titres d'une durée de 3 à 4 ans, de 5 à 6 ans et de 7 à 8 ans. Dès le début du mois de juin, la plupart des banques cantonales avaient abaissé de 5% à 4½% le taux appliqué aux titres d'une durée de 3 à 4 ans. La rémunération des titres d'une durée de 5 à 8 ans, qui était auparavant de 5¼%, avait été ramenée alors à 4¾% pour les bons de caisse d'une durée de 5 à 6 ans, et à 5% pour les titres d'une durée de 7 à 8 ans. A la mi-juillet, les grandes banques avaient ajusté légèrement leurs taux, les fixant à 4¾%, à 5% et à 5¼%.

Exportations de capitaux soumises à autorisation

Au mois d'avril déjà, les syndicats d'émission ont pu abolir la limitation des exportations de capitaux qu'ils avaient décidée au mois de mars d'entente avec la Banque nationale. Pendant les huit premiers mois de 1980, les exportations de capitaux soumises à autorisation ont totalisé 14,2 milliards de francs en chiffre rond et ont diminué ainsi de 30% par rapport à la même période de 1979. Cette évolution s'explique surtout par le fait que les débiteurs sont moins disposés à s'endetter en francs; les taux d'intérêt en Suisse sont sensiblement plus élevés que l'an passé, et l'on ne s'attend plus guère à une baisse du cours du franc.

Durant les huit premiers mois de 1980, les diverses catégories d'exportations de capitaux n'ont pas connu la même évolution. Tandis que l'émission d'emprunts a atteint à peu près le niveau de l'année précédente, s'inscrivant à environ 3,4 milliards de francs, celle de «notes»

a diminué de 30%, passant de 8,4 à 5,8 milliards de francs. Les crédits ont subi la baisse la plus marquée, puisqu'elle s'est chiffrée à 39%. Leur montant a reculé de 8,1 à 5 milliards de francs. Compte tenu de la forte réduction des liquidités, et de l'accroissement des risques liés aux opérations avec certains pays, cette évolution n'est pas surprenante.

Les nouvelles dispositions relatives aux exportations de capitaux sont entrées en vigueur le 1^{er} septembre. La révision a duré environ une année et demie et a fait l'objet de fréquentes consultations avec les banques. Elle apporte divers allègements dans le déroulement des opérations sur «notes». Désormais, toutes les banques suisses peuvent placer des «notes», et un marché secondaire restreint est admis. Quant aux mesures relatives aux crédits, elles ont été adaptées à la pratique internationale, les clauses autorisant le recours à plusieurs monnaies étant désormais possibles.

La révision a pour but également d'améliorer l'information sur le rôle international du franc. L'assouplissement de mesures qui avaient conduit à un transfert à l'étranger de certaines opérations en francs devrait permettre d'atteindre cet objectif. Selon les nouvelles dispositions, les banques et les banques centrales étrangères peuvent dorénavant effectuer des placements en francs dans chacune des trois catégories d'exportations de capitaux. Jusqu'à maintenant, seules des autorités monétaires de pays membres de l'OPEP pouvaient procéder à certains placements en francs.

2. Evolution générale de l'économie

La conjoncture s'étant ralentie à l'étranger, certaines entreprises de l'industrie d'exportation se montrent plus réservées dans leurs prévisions. Par contre, les branches axées sur le marché intérieur continuent d'envisager les perspectives à court terme avec optimisme. Certes, le resserrement de l'offre de crédit se fera sentir dans la construction l'an prochain. Toutefois, l'appareil de production de cette branche sera utilisé complètement cette année, ce qui contribuera pour beaucoup à la conjoncture favorable.

Selon les résultats d'une enquête, un nombre croissant de ménages considèrent l'emploi comme assuré. Néanmoins, les particuliers observent davantage de circonspection dans leurs achats de biens durables de consommation. Il faut attribuer cette attitude au fort renchérissement dans cette catégorie de marchandises et à la hausse des loyers, survenant alors que le revenu réel est resté presque constant. Dans l'ensemble, les perspectives conjoncturelles sont jugées un peu moins favorables qu'au début de 1980. Cependant, la bonne conjoncture ne se modifiera guère jusqu'à la fin de l'année.

Consommation privée

Au cours du deuxième trimestre, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté de nouveau sensiblement. En valeur nominale, il a dépassé le niveau observé un an auparavant de 5,6% contre 7,1% au premier trimestre. Les taux correspondants, en valeur réelle, se sont inscrits à 0,8% et à 1,7%. En un an, la valeur des biens de consommation importés a augmenté de 16,6% au deuxième trimestre, contre 18,9% au premier, et leur volume s'est accru de 1,1%, contre 7% au trimestre précédent. Le fléchissement observé du premier au deuxième trimestre était dû avant tout à l'importation de produits durables de consommation, en particulier de biens destinés à l'aménagement du logement, ainsi que d'automobiles. Les importations de biens de consommation semblent se stabiliser à un niveau très élevé. L'accroissement réel de 1,1% en un an, qui a été enregistré au deuxième trimestre, était le plus faible depuis 1975.

Selon une enquête de l'Institut de recherches économiques de l'EPF, l'indice général du climat régnant parmi les consommateurs est monté fortement depuis l'été de 1979 et a atteint, au mois de mai, le niveau le plus élevé depuis la récession du milieu des années septante. Au premier et au deuxième trimestres, l'indice relatif à la sécurité de l'emploi est même monté à un niveau supérieur à celui de 1973.

Il semble que cette appréciation de la conjoncture a accéléré la demande de consommation. Si les signes de fléchissement conjoncturel se multipliaient ces prochains temps, les consommateurs pourraient restreindre leurs dépenses par crainte d'une nouvelle récession.

Construction

Au deuxième trimestre, l'expansion s'est poursuivie dans le secteur de la construction. Les octrois de crédits de construction montrent que la production destinée à l'industrie et à l'artisanat, la construction générale de logements et celle de maisons familiales ont augmenté très vigoureusement, les taux d'accroissement respectifs se chiffrant à 53,8%, à 31,5% et à 27,6%. Au premier semestre uniquement, les crédits accordés pour la construction de maisons familiales ont atteint 1,7 milliard de francs, soit 2,2% du produit national brut. Ce taux est monté continuellement, passant de 1,0% en 1977 à 1,8% en 1979.

Après une diminution au premier trimestre, la construction de logements dans les 92 villes a augmenté de nouveau. Du mois d'avril au mois de juin, le nombre de logements terminés s'est inscrit à 3094, et l'octroi de permis de construire, à 4233. Le premier de ces chiffres marque un accroissement de 9,1%, et le second, une diminution de 3,2%.

Le fléchissement durable du nombre de logements vacants, les nouvelles promesses de crédit de construction et les permis de construire octroyés dans les 92

viles durant les derniers trimestres laissent présager, pour les mois prochains, la poursuite d'une conjoncture favorable dans le secteur de la construction. Les difficultés de financement qui, depuis le premier semestre, sont apparues dans ce secteur, ne se répercuteront sur son activité que dans quelques mois. La décision de différer une nouvelle majoration des taux hypothécaires réduit l'intérêt des banques à faire des placements hypothécaires. Malgré la majoration du taux hypothécaire effectuée au début du mois d'avril ou de mai, le rendement des obligations demeure supérieur à ce taux. Plutôt que des prêts hypothécaires, les banques tendent donc à accorder des avances et prêts à terme fixe garantis par hypothèque, dont le taux dépasse d'environ 1% celui des prêts hypothécaires. Cette politique, de même que la majoration des taux hypothécaires envisagée pour le début de l'an prochain, auront des répercussions sur la conjoncture dans l'industrie de la construction. La production de logements est freinée aussi par les investissements croissants de l'industrie et l'artisanat, qui mettent toujours davantage à contribution les capacités du secteur du bâtiment. La construction de maisons familiales semble devoir dépasser son point culminant avant que la majoration des taux hypothécaires n'entre en vigueur. C'est du moins ce que laissent entrevoir certains indices tels que le ralentissement que manifeste l'augmentation des promesses de crédits destinés à de telles constructions, le nombre croissant de maisons familiales vacantes, et une certaine spéculation qui apparaît parfois dans la construction de maisons familiales. En 1979, 82% des logements terminés étaient des maisons familiales. Entre 1970 et 1975, le taux correspondant avait été de 65%, et entre 1960 et 1970, de 60% environ.

Le nombre de permis de construire que les autorités ont octroyés dans les diverses parties du pays fait supposer que les différences régionales dans la construction de logements s'accroîtront de nouveau. La production augmentera particulièrement dans les cantons de Zurich, d'Argovie, de Genève, de Bâle-Ville et de Schaffhouse. Bien que, depuis quelques années, le nombre de logements vacants soit supérieur à la moyenne dans les cantons des Grisons, du Tessin, de Vaud et du Valais, en raison de l'offre excédentaire de maisons et d'appartements de vacances, la construction de logements continue d'augmenter dans ces régions. Une modification des anticipations provoquerait sans doute un fléchissement sensible de la construction. L'an prochain, la répartition des travaux publics accentuera encore les différences régionales dans la construction.

Investissements en biens d'équipement

La nécessité d'adapter l'économie à la structure changeante de la demande, la pénurie de main-d'œuvre, et le degré d'utilisation des capacités techniques, qui a atteint presque le niveau enregistré pendant la haute conjoncture, contribuent à une expansion persistante de l'investissement. Selon les estimations du Groupe de prévisions économiques, les investissements en biens d'équipement augmenteront de 8% cette année, en termes réels, contre 7,5% en 1979. Le taux annuel d'accroissement réel des importations de biens d'équipement a passé de 19,2% au premier trimestre à 14,4% au trimestre suivant. Abstraction faite des importations d'avions de type Tiger, il est resté cependant à peu près stable. En valeur nominale, les importations de biens d'équipement n'ont plus augmenté par rapport au trimestre précédent et se sont chiffrées à 2,4 milliards de francs.

Commerce extérieur

Commerce extérieur

Au deuxième trimestre, l'expansion du commerce extérieur s'est ralentie, en raison du fléchissement conjoncturel à l'étranger. L'accroissement réel des importations et celui des exportations ont été inférieurs à celui du trimestre précédent.

Abstraction faite du commerce de métaux précieux, de pierres précieuses, de bijoux, d'antiquités et d'objets d'art, l'augmentation annuelle du volume des importations a passé, du premier au deuxième trimestre, de 10,7% à 8,3%. Le fléchissement provenait surtout des matières premières et produits semi-ouvrés, ainsi que des biens de consommation. Par rapport à la période correspondante de 1979, les importations de produits énergétiques ont augmenté au deuxième trimestre.

Du premier au deuxième trimestre, le taux d'accroissement réel des exportations a baissé de moitié; abstraction faite des influences particulières, il s'est inscrit à 5,5%. Le fléchissement était dû à la récession dans l'industrie automobile et à la diminution subséquente des exportations de colorants. La demande extérieure de certains produits textiles s'est affaiblie également. En revanche, les livraisons de machines à l'étranger ont augmenté beaucoup plus que la moyenne des exportations; une telle évolution est généralement caractéristique de la fin d'une phase d'essor conjoncturel.

La hausse annuelle des valeurs moyennes à l'importation a ralenti quelque peu du premier au deuxième trimestre, son taux passant de 17,3% à 14%. Toutefois, il y a lieu de considérer l'effet de base statistique, c'est-à-dire le fait que les valeurs moyennes étaient montées en flèche au deuxième trimestre de 1979, en raison du renchérissement du pétrole. La hausse annuelle des valeurs moyennes à l'exportation s'est inscrite à 5,1% au deuxième trimestre, taux légèrement supérieur à celui du premier trimestre.

Durant les sept premiers mois de l'année, le déficit de la balance commerciale s'est élevé à 6,9 milliards de francs, contre 2,2 milliards pendant la période correspondante de 1979. Il se chiffre à 5,6 milliards de francs si l'on fait abstraction des métaux précieux, pierres précieuses, etc.

La charge supplémentaire que le renchérissement du pétrole a fait peser sur la balance commerciale a atteint environ 1 milliard de francs, soit 0,6% du produit national brut. Si l'on élimine les facteurs particuliers, le déficit correspond à peu près au montant attendu compte tenu

de la conjoncture actuelle. En 1981, il devrait se réduire, en raison du fléchissement de l'activité économique que l'on prévoit.

A la suite du renchérissement du pétrole, l'excédent des exportations que la Suisse enregistre par rapport aux pays membres de l'OPEP a diminué. Malgré un fort accroissement des exportations, il a passé de 0,8 milliard de francs au premier semestre de 1979 à un peu plus de 0,5 milliard durant la période correspondante de cette année. Depuis que le prix du pétrole avait été majoré fortement pour la première fois, en 1973 et 1974, la balance commerciale de la Suisse par rapport aux pays membres de l'OPEP s'était soldée par un surplus croissant jusqu'en 1978, grâce surtout à la progression des ventes de biens suisses d'équipement. L'excédent s'est chiffré à 1,5 milliard de francs en 1979, contre 2,4 milliards l'année précédente.

Tourisme

Du deuxième trimestre de 1979 à la période correspondante de cette année, le nombre de nuitées enregistré par l'hôtellerie suisse a progressé de 18% en chiffre rond. La clientèle suisse a augmenté d'environ 7%, et la clientèle étrangère, de 26%. Le mauvais temps ne semble guère avoir influé sur le nombre de nuitées. Pour la saison d'été, qui va du mois de mai au mois d'octobre, la plupart des régions s'attendent à de bons résultats, voire à des chiffres records dans certains cas.

Balance des revenus

Selon une première estimation, la balance des revenus devrait se solder cette année par un déficit d'environ 1 milliard de francs, contre un excédent de 4 milliards en 1979. Cette évolution est due surtout à l'accroissement considérable du déficit de la balance commerciale, que l'augmentation des revenus de capitaux et celle des recettes provenant du tourisme ne compensent que dans une modeste mesure. En raison de l'amélioration de la balance commerciale que l'on prévoit pour 1981, il faut s'attendre à un changement de tendance dans l'évolution de la balance des revenus. Cette estimation est contraire aux dernières prévisions du Secrétariat de l'OCDE, qui envisage une nouvelle détérioration.

Marché du travail

Sur le marché du travail, la situation ne s'est guère modifiée ces derniers mois. Au deuxième trimestre, l'emploi a augmenté sensiblement, aussi bien dans l'industrie que dans le secteur des services. Cette évolution résulte surtout de l'embauche accrue de personnel étranger et féminin. Le chômage a continué de diminuer, son taux passant de 0,3% au premier trimestre à 0,2% au cours des mois d'avril à juillet. Le nombre de chômeurs complets enregistré par les offices du travail est descendu de 6443 à la fin du mois d'avril à 4714 à la fin du mois de juillet, et celui des chômeurs partiels, de 2216 à 1155.

Prix

Parmi les prix de gros, ceux des marchandises importées montent moins fortement qu'auparavant, en raison de l'évolution conjoncturelle surtout. Au niveau des prix de gros et des prix à la consommation, la hausse des produits suisses continue d'être influencée par le renchérissement du pétrole intervenu l'an passé, et par la politique monétaire expansive menée à la fin de 1978.

Du mois d'avril au mois de juillet, la hausse annuelle des prix de gros a passé de 6,3% à 4,8%. Pour les marchandises importées, le ralentissement a été supérieur à la moyenne, le taux s'inscrivant à 10,7% au mois d'avril, à 4,4% au mois de juin et à 5,3% au mois de juillet. Le fléchissement provenait surtout des prix des matières premières, qui réagissent fortement aux fluctuations de la conjoncture, ainsi que d'un effet de base statistique. La hausse de l'indice des marchandises suisses a passé de 4,5% au mois d'avril à 4,3% au mois de mai, pour s'accélérer par la suite et atteindre 4,7% au mois de juillet.

Le mouvement des prix à la consommation s'est ralenti tout d'abord, le taux annuel de hausse passant de 4,1% au mois d'avril à 3,3% aux mois de juin et de juillet, mais a repris par la suite, atteignant 4,2% au mois d'août. Le fléchissement passager résulte d'un effet de base, car l'indice des prix à la consommation est monté cette année de manière continue. Au mois d'août, l'indice dépassait de 3,2% le niveau enregistré à la fin de 1979, ce qui correspond à une hausse de 4,8% en un an. Tandis que les prix ont reculé dans la catégorie chauffage et éclairage, ils sont montés dans tous les autres groupes. La forte hausse des prix alimentaires a contribué à la montée de l'indice pour plus de moitié. Elle semble due surtout aux majorations du prix du pétrole l'an dernier, à la suite desquelles le chauffage des serres et des entrepôts, ainsi que le transport des denrées et leur emballage ont renchéri.

La baisse récente du prix du pétrole et de ses dérivés, qui a amené les prix sur le marché libre au-dessous des prix contractuels, devrait continuer de modérer, ces prochains mois, le renchérissement des marchandises importées. Par contre, la hausse des prix des produits suisses pourrait s'accélérer encore.

Pour estimer la hausse des prix à la consommation jusqu'à la fin de 1980, on peut supposer que le renchérissement moyen pendant les quatre derniers mois de l'année sera analogue à celui de 1979, abstraction faite des loyers. Contrairement à leur évolution de l'an passé, ces derniers monteront sensiblement, à la suite du relèvement des taux hypothécaires. Dans ces conditions, l'indice des prix à la consommation dépassera d'environ 4,5%, à la fin du mois de décembre, le niveau atteint un an auparavant.