

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale
remis au Conseil de banque
pour sa séance du 18 décembre 1981

A. Situation économique et monétaire des principaux pays industrialisés

1. Aperçu de la conjoncture internationale

La croissance de l'économie mondiale s'est ralentie dès le début de l'année 1980. Dans la plupart des pays membres de l'OCDE, l'activité n'était pas supérieure, au troisième trimestre 1981, au niveau observé pour la période correspondante de l'année précédente.

Le chômage, déjà élevé auparavant, a encore augmenté au troisième trimestre dans les principaux pays industrialisés, à l'exception du Japon. Dans la plupart des pays, la population active s'accroît relativement vite, car les personnes nées pendant les années à forte natalité apparaissent toujours plus nombreuses sur le marché du travail. En raison de la faible croissance économique réelle, les entreprises ne parviennent cependant pas à augmenter le nombre d'emplois au même rythme.

L'inflation n'est pas encore maîtrisée, bien que la plupart des pays aient mené une politique monétaire et budgétaire restrictive et qu'ils n'aient pas enregistré de croissance économique réelle. Dans la zone de l'OCDE, le taux moyen du renchérissement est même monté très légèrement au troisième trimestre pour s'inscrire à plus de 10%.

Selon le Fonds monétaire international, la balance globale des revenus des sept plus importants pays industrialisés pourrait être à peu près équilibrée en 1981. Pour les petits pays, le FMI s'attend à un déficit analogue à celui de 1980. Le déficit des pays en développement qui ne possèdent pas de réserves pétrolières devrait augmenter. Quant aux pays exportateurs de pétrole, ils enregistreront un excédent probablement inférieur à celui de l'année précédente.

2. Evolution conjoncturelle dans différents pays

Aux *Etats-Unis*, l'évolution observée au troisième trimestre a atténué l'espoir qu'avait suscité le programme économique du nouveau gouvernement. Le produit national brut a atteint un niveau égal à celui du trimestre précédent; par rapport à la période correspondante de 1980, il a augmenté de 3,2% à la suite uniquement de la croissance vigoureuse enregistrée au début de l'année. On s'attend à une diminution sensible au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de l'année, la croissance semble s'inscrire à environ 1%. L'essor vigoureux que le gouvernement avait prévu à partir de la fin de 1981 ne devrait pas se produire avant le milieu de l'an prochain.

Au troisième trimestre également, la tendance à la récession s'est manifestée surtout dans les branches sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Dans la construction et dans les ventes d'automobiles, on a enregistré les montants les plus bas depuis plus de vingt ans. Le chômage, qui s'est chiffré à 8% au mois d'octobre, a atteint le niveau le plus élevé depuis 1975.

Malgré le fléchissement conjoncturel, la hausse de l'indice des prix à la consommation a passé de 10,1% au deuxième trimestre à 11,1% au mois de septembre. Ces derniers temps, le calcul de l'indice a fait de plus en plus l'objet de critiques en raison surtout de la pondération relativement forte qui est attribuée aux constructions nouvelles dans l'indice partiel du logement. Quant à la hausse annuelle de l'indice des prix de gros, elle a ralenti, s'inscrivant à 7,3% au mois d'octobre.

L'évolution de la conjoncture au troisième trimestre et les prévisions pour le quatrième trimestre ont contrecarré fortement les plans du gouvernement Reagan. L'intention de réduire le taux d'inflation de moitié, jusqu'en 1984, par une politique monétaire restrictive, et de déclencher une relance conjoncturelle cet automne, par des mesures destinées à stimuler l'offre, s'est heurtée à de grosses difficultés. Le resserrement des liquidités et le niveau élevé des taux d'intérêt qui en est résulté ont empêché jusqu'à maintenant une reprise de la conjoncture.

De même, il est peu probable que les autorités parviennent à équilibrer le budget jusqu'en 1984, comme elles en ont exprimé l'intention. La conjoncture étant faible, il faut s'attendre à une diminution des recettes fiscales; d'autre part, les allocations de chômage et – en raison du niveau élevé des taux d'intérêt – le service de la dette entraîneront des dépenses supérieures aux prévisions. Les comptes de l'Union pour l'année fiscale 1981 se solderont par un déficit de 58 milliards de dollars. Comme le fléchissement conjoncturel accroîtra le déficit, le gouvernement s'attend à un montant d'environ 80 milliards de dollars en 1982, alors qu'il avait voulu le limiter à 43 milliards tout d'abord.

En s'efforçant simultanément de réduire le taux d'inflation, de stimuler la croissance réelle et d'équilibrer le budget, la politique économique américaine s'enferme de plus en plus dans un dilemme. Les efforts tendant à réduire le déficit budgétaire peuvent accentuer la récession. Par contre, tout assouplissement de la politique budgétaire et, surtout, de la politique monétaire accroît les anticipations inflationnistes toujours présentes. La baisse du cours du dollar depuis le début du mois d'août montre que les entreprises ont moins de confiance dans la lutte du gouvernement contre l'inflation. Si la récession continue, le retour à l'équilibre budgétaire sera reporté à un avenir toujours plus lointain.

En *République fédérale d'Allemagne*, l'activité économique a diminué légèrement au troisième trimestre, suivant ainsi la tendance qui dure depuis un an. Le produit national brut a été inférieur de 0,5% à celui du troisième trimestre de 1980, période déjà marquée par une récession sensible. Pour l'ensemble de l'année 1981, on s'attend à une diminution moyenne de plus de 1%.

Avec la faiblesse persistante de la conjoncture, le nombre de chômeurs est monté à presque 1,5 million, chiffre le plus élevé atteint depuis les premières années de l'après-guerre. Le taux de chômage a dépassé 6%.

Tableau no 1: indicateurs conjoncturels internationaux

Prix à la consommation

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

Taux de chômage (corrige des variations saisonnières)

	1978	1979	1980	1981					1978	1979	1980	1981				
				2ème trim.	3ème trim.	Août	Sept.	Oct.				2ème trim.	3ème trim.	Août	Sept.	Oct.
Etats-Unis	7.7	11.3	13.5	10.1	13.3a	10.9	13.5	—	5.9	5.7	7.2	7.4	7.2	7.2	7.5	8.0
RFA	2.7	4.1	5.5	5.6	6.1a	5.9	6.5	6.8a	4.3	3.8	3.8	5.2	5.8a	5.9	6.1	6.3
Royaume-Uni	8.3	13.4	18.0	11.7	11.3a	11.5	11.4a	11.7a	5.6b	5.3b	6.7b	10.2	10.7	10.7	10.9	11.1
France	9.1	10.8	13.6	12.8	—	13.6	13.9	14.0a	5.2a	5.9a	6.5a	7.9	8.2	8.1a	8.0a	8.0a
Italie	12.1	14.8	21.2	20.3	—	19.2	18.3	18.6a	8.3	7.4	7.6	8.7	8.3c	—	—	—
Japon	3.8	3.6	8.0	5.2	4.1a	4.1a	3.9	—	2.0	2.2	2.0	2.3	2.1	2.0	2.2	—
Suisse	1.0	3.6	4.0	5.9	7.2	7.5	7.5	7.3a	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

a) chiffre provisoire

a) calculs de l'OCDE

b) sans les jeunes sortant de l'école

c) premier mois du trimestre

Produit national brut réel

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

Balance des revenus (corrige des variations saisonnières)

en milliards de dollars

	1978	1979	1980	1980	1981				1978	1979	1980	1980	1981			
					4ème trim.	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.					4ème trim.	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.
Etats-Unis	4.8	3.2	-0.2	-0.3	1.0	3.2	2.8a	—	-14.3	1.4	3.7	1.4	3.3	1.1a	—	
RFA	3.6	4.5	1.8	-0.5	-1.9	-0.7a	—	—	9.1	-5.1	-15.9	-2.5	-4.3a	-2.7a	-4.4a	
Royaume-Uni	b)	3.4	2.2	-3.0	-5.8	-2.9	-0.1a	-2.2a	1.4	-3.5	6.4	4.5	6.0a	—	—	
France	b)	3.5	3.1	1.3	0.2	-1.0	—	—	3.7	1.2	-7.9	-1.8	-3.0a	0.3a	—	
Italie	b)	2.7	4.9	4.0	0.5	-0.3	-1.0a	—	6.2	5.1	-10.8	-2.8	-5.5a	—	—	
Japon		5.1	5.6	4.2	3.5	3.2a	4.2a	—	16.5	13.9	-7.3	1.0	-2.1	1.4a	3.4a	
Suisse		0.3	2.5	4.0	—	—	—	—	4.4	2.4	-0.5	—	—	—	—	

a) chiffre provisoire

a) chiffre provisoire

b) PIB

b) non corrigée des variations saisonnières

c) par rapport au trimestre précédent

Au troisième trimestre, les éléments de la demande ont évolué diversement. Si les dépenses de consommation et d'investissement ont diminué en termes réels, la demande du secteur public semble avoir augmenté encore quelque peu. Le déficit fédéral atteindra 67 milliards de marks en 1981, contre 51 milliards l'année précédente. La demande extérieure a continué d'augmenter. Le contraste apparu au premier semestre déjà entre la diminution de la demande intérieure et l'augmentation de la demande extérieure s'est accentué au troisième trimestre. Si l'on en juge d'après les entrées de commandes, cette tendance devrait se poursuivre. L'industrie d'exportation bénéficie toujours d'une position concurrentielle favorable à la suite de la faiblesse du cours du mark qui s'est manifestée jusque dans le courant de l'été.

La faiblesse du mark a eu également des conséquences négatives puisqu'elle a renchéri les importa-

tions et contribué ainsi à la hausse du taux d'inflation au troisième trimestre. L'inflation atteignait 6,8% au mois d'octobre.

Vers la fin du troisième trimestre, les conditions qui régissent les échanges extérieurs se sont modifiées en République fédérale. Au mois d'octobre, la balance des revenus s'est soldée par un excédent, pour la première fois depuis plus de deux ans, et le cours du mark s'est raffermi. En même temps, les taux d'intérêt ont baissé sur le plan international. Les taux élevés qui, en République fédérale, visaient à soutenir le cours du mark et, partant, à contenir l'inflation importée, ont perdu un peu de leur importance, si bien qu'une baisse prudente a eu lieu. Depuis deux ans, la politique économique allemande ne pouvait sortir du dilemme engendré par les taux d'intérêt élevés, qui facilitaient la politique des changes mais contrecarraient celle de l'emploi.

Au *Royaume-Uni*, la stagnation de la croissance économique s'est poursuivie au troisième trimestre. Bien que le produit national brut réel soit resté presque constant depuis la fin de 1980, le taux de chômage a continué de monter. Au mois d'octobre, il s'inscrivait à 11,1%. Néanmoins, un recul substantiel du renchérissement n'a pu être obtenu. Après avoir atteint un point minimal de 10,9% au mois de juillet, le taux d'inflation est remonté à 11,7% au mois d'octobre.

Aucun signe de reprise n'est encore apparu. Si la capacité concurrentielle de l'économie britannique, qui était très faible depuis 1979, s'est améliorée quelque peu à partir du début de l'année, la rentabilité des entreprises et, partant, leur propension à investir sont restées faibles.

En *France*, les indicateurs disponibles laissent entrevoir une détérioration de la conjoncture au troisième trimestre. Au mois d'août, la production industrielle était inférieure de 6,3% au volume atteint un an auparavant. En raison des perspectives incertaines et de la hausse des taux d'intérêt, l'investissement a diminué nettement depuis le deuxième trimestre. L'inflation s'est accélérée durant l'été. Au troisième trimestre, son taux s'est élevé à près de 14%. Sur le marché du travail, la situation a continué de se détériorer; au mois d'octobre, le nombre de chômeurs a atteint 2 millions, soit un demi-million de plus qu'un an auparavant. La faiblesse du franc a stimulé les exportations, tandis que les importations ont diminué fortement.

Le changement des priorités économiques a obligé le gouvernement à modifier le budget pour cette année et pour l'an prochain. Comme l'Etat accroîtra considérablement ses dépenses en 1982, le déficit s'inscrira à environ 2,6% du produit national brut. Pour l'année en cours, le taux correspondant se chiffrera vraisemblablement à 1%.

En *Italie*, la consommation privée aussi bien que l'investissement ont diminué. Grâce à l'évolution favorable des exportations, la demande globale est restée cependant constante. Après une légère baisse durant l'été, le taux d'inflation est monté au troisième trimestre. Le taux de chômage s'est élevé à 8,3%. Le déficit de la balance commerciale, qui s'est inscrit à 13 milliards de dollars pour les neuf premiers mois de l'année, a correspondu approximativement à celui de la même période de 1980.

Bien que les dépenses de l'Etat en 1981 dépassent le montant prévu au budget, le gouvernement espère les stabiliser l'an prochain. Afin de réduire le taux d'inflation à 16% en 1982, le gouvernement envisage l'introduction d'un contrôle direct des prix et des salaires.

Après une phase de croissance ralentie, le produit national brut du *Japon* a atteint, au deuxième trimestre, un niveau dépassant de 4,2% celui enregistré un an auparavant. L'évolution de l'investissement est restée lente et la consommation privée n'a augmenté que faiblement. La croissance réelle était due presque exclusivement

aux exportations. Celles-ci se sont développées vigoureusement, alors que les importations ont diminué. Au troisième trimestre, la production industrielle a haussé quelque peu, mais le degré d'occupation a différé fortement d'une branche à l'autre.

L'inflation a reculé peu à peu. Au mois d'octobre, l'indice des prix à la consommation était de 4,1% supérieur au niveau observé un an auparavant. Ainsi, le Japon a enregistré le taux le plus bas de la zone de l'OCDE. Ces derniers mois, la situation s'est améliorée également sur le marché du travail, après une aggravation au premier semestre.

La balance des revenus, déficitaire jusqu'au printemps, soit pendant une année, s'est soldée de nouveau par un excédent. Du mois de janvier au mois de septembre, celui-ci s'est inscrit à 2,8 milliards de dollars. L'accroissement des exportations et le fléchissement des importations, qui ont joué un rôle primordial dans l'évolution du solde de la balance des revenus, s'expliquent en partie par l'amélioration que la position concurrentielle de l'économie japonaise a enregistrée à la suite de variations de change.

Du mois de mars au mois de septembre, la politique économique du Japon a consisté surtout à introduire de nouveau un élément de flexibilité dans les dépenses publiques. A moyen terme, son objectif est de soutenir les industries en difficulté et de modifier la répartition régionale des investissements publics.

3. Evolution monétaire dans différents pays

Les indicateurs disponibles montrent que la plupart des pays industrialisés continuent de mener une politique monétaire plutôt restrictive. Plusieurs pays sont toutefois sur le point d'assouplir quelque peu leur politique.

Aux *Etats-Unis*, l'accroissement de la masse monétaire M_{1B} – abstraction faite des variations extraordinaires dues aux comptes NOW – est resté inférieur, au troisième trimestre, à l'objectif que s'était fixé la Réserve Fédérale. Les autorités ont par conséquent accru la base monétaire plus fortement qu'elles ne l'entendaient auparavant. En outre, elles ont réduit au mois de septembre le taux d'escompte supplémentaire appliqué aux grandes banques et l'ont supprimé au mois de novembre. La politique monétaire étant axée davantage sur l'expansion et la conjoncture s'affaiblissant, les taux d'intérêt ont baissé vers la fin du troisième trimestre. Le taux des fonds fédéraux, c'est-à-dire des prêts interbancaires de réserves excédentaires, a atteint au mois de novembre 13%, soit la limite inférieure de la marge de tolérance fixée par la Réserve Fédérale.

En *République fédérale d'Allemagne*, la base monétaire a augmenté en moyenne, au troisième trimestre, de 3,8% par rapport à la période correspondante de 1980;

Tableau no 2: *Etats-Unis*

(Montants en milliards de dollars; % = variation en % par rapport à l'année précédente)

	Base monétaire a)	%	M _{1B}	%	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
sept.	160.2	8.5	408.0	6.0	14.0
oct.	162.0	8.3	412.0	7.0	15.2
nov.	163.1	8.8	415.0	8.0	17.9
déc.	163.0	7.4	411.9	4.7	17.6
1981 janv.	162.0	6.9	416.1	7.2	17.6
févr.	164.0	7.7	417.6	6.6	16.7
mars	164.3	7.3	420.6	7.5	14.8
avril	166.0	8.0	427.8	10.7	16.8
mai	166.9	7.7	430.8	11.5	17.9
juin	167.3	7.4	428.6	9.6	17.9
juillet	168.1	6.5	428.6	8.6	18.9
août	169.4	6.5	432.6	7.4	18.4
sept.	168.0	4.9	429.2	5.2	17.9
oct.					15.9

a) moyenne des montants quotidiens, variations saisonnières déduites;

source: Federal Reserve Bank of St. Louis: US Financial Data.

le numéraire en circulation a continué de diminuer. L'accroissement de la base monétaire correspond à la limite inférieure de l'objectif fixé par la Banque fédérale. Les masses monétaires M₁, M₂ et M₃ se sont élevées respectivement de 1%, de 13% et de 6½%.

Comme la Banque fédérale a réduit de 12% à 11% le taux des avances spéciales sur nantissement, que les taux d'intérêt ont baissé aux Etats-Unis et que la conjoncture s'est affaiblie en Allemagne, la tendance suivie par les taux d'intérêt sur le marché monétaire s'est modifiée vers la fin du troisième trimestre. Au début du mois de novembre, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-mark était inférieure à 11%.

Au *Royaume-Uni*, les autorités monétaires se sont fixé comme objectif, pour la période allant du mois de février 1981 au mois d'avril 1982, une expansion annuelle de la masse monétaire M₃ située entre 6% et 10%. Jusqu'au mois de juillet, M₃ avait augmenté de 7% en chiffre rond, ce qui correspond à un rythme annuel de 14% et à un niveau dépassant l'objectif fixé.

A la suite de la grève des fonctionnaires, les agrégats monétaires continuent de subir des distorsions. On estime que les paiements d'impôts différés atteignaient 4,6 milliards de livres à la fin du mois de juin. Ces fonds qui n'ont pas été versés à l'Etat ont accru les disponibilités bancaires et entraîné une expansion importante de la masse monétaire M₃. Cet excédent de liquidités étant

Tableau no 3: *République fédérale d'Allemagne*

(Montants en milliards de marks; % = variation en % par rapport à l'année précédente)

	Base monétaire c)	%	M ₁	%	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	1.5	9.4
juillet	155.4	4.5	236.1	1.8	8.3
août	155.4	4.1	236.7	1.7	8.6
sept.	156.3	4.6	240.3	3.2	8.8
oct.	157.0	4.4	242.1	3.4	8.9
nov.	157.4	4.7	248.1	5.8	9.6
déc.	159.3	5.8	246.1	4.4	9.1
1981 janv.	159.6	5.2	247.0	5.8	9.3
févr.	160.1	5.1	244.9	4.3	14.3
mars	160.7	4.4	237.5	1.8	12.4
avril	161.4	4.8	238.3	1.5	12.5
mai	161.8	5.0	238.0	1.1	12.8
juin	162.4	5.0	241.0	2.5	12.4
juillet	163.0	4.9	239.5	1.4	12.6
août	162.8	4.8	239.9	1.4	12.6
sept.	163.6	4.7	238.0	-1.0	12.3
oct.	163.5	4.1			11.6

c) moyenne des montants quotidiens, variations saisonnières déduites;

source: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten

Tableau no 4: *Royaume-Uni*

(Montants en milliards de livres; % = variation en % par rapport à l'année précédente)

	Base monétaire a)	%	Sterling M ₃	%	Taux de l'euro-livre à trois mois
1980 mai	11.2	8.4	58.6	11.6	16.8
juin	11.1	8.4	59.2	11.5	16.6
juillet	11.3	5.8	62.3	16.1	15.4
août	11.6	9.7	63.6	17.9	16.3
sept.	11.5	9.2	63.8	17.7	15.6
oct.	11.3	6.2	65.5	17.8	16.9
nov.	11.4	4.5	66.3	19.1	14.4
déc.	11.8	5.5	66.9	19.6	14.9
1981 janv.	11.2	2.8	67.3	19.2	13.4
févr.	11.5	5.4	67.5	19.7	12.6
mars	11.5	7.0	68.0	19.3	12.3
avril	11.9	8.3	69.5	20.7	12.1
mai	11.8	5.3	70.6	20.5	13.0
juin	11.7	5.4	70.7	19.4	13.1
juillet	12.0	6.2	72.1	15.7	15.3
août					14.1
sept.					17.2
oct.					17.0

a) troisième mercredi du mois (source: Bank of England, Quarterly Bulletin)

considéré comme provisoire, seuls les taux d'intérêt à très court terme ont baissé.

Le 20 août, plusieurs lois visant à restructurer le marché monétaire sont entrées en vigueur. Le nombre d'établissements de crédit qui doivent entretenir un dépôt non rémunéré à la Banque d'Angleterre a été relevé fortement. Ce dépôt se chiffre à ½ % des engagements pris en considération.

Comme on s'attendait en France à une dévaluation, les taux d'intérêt sont restés élevés, au troisième trimestre, sur le marché monétaire. Le 4 octobre, les parités ont été modifiées au sein du Système monétaire européen, le franc français étant dévalué de 8¾ % par rapport au mark et de 5½ % par rapport à la couronne danoise, au franc belge et à la livre irlandaise. Par la suite, les taux d'intérêt ont baissé fortement sur le marché monétaire. En dépit de la dévaluation, le contrôle des changes a été maintenu dans une large mesure.

Tableau no 5: France

(Montants en milliards de francs français; % = variation en % par rapport à l'année précédente)

	Base monétaire a)	%	M ₂ b)	%	Taux des dépôts à trois mois b)
1980 mai	162.9		1 302	12.0	12¾
juin	166.2	2.0	1 307	11.5	12½
juillet	171.0	1.5	1 315	11.3	12¾
août	173.5	3.9	1 331	11.5	11
sept.	167.0	-0.3	1 339	11.0	12¾
oct.	164.5	-5.4	1 350	10.5	12¼
nov.	184.8	14.9	1 362	10.8	11½
déc.	193.3	15.4	1 369	9.1	11¾
1981 janv.	182.5	12.0	1 401	11.4	11¾
févr.	195.3	16.0	1 420	12.0	13¾
mars	192.9	13.5	1 422	10.7	14
avril	204.6	21.3	1 450	12.4	13¾
mai	204.2	25.3	1 471	12.9	19½
juin	200.2	20.4	1 481	13.3	20
juillet	196.2	14.8			18¼

a) source: International Financial Statistics, tableau France; données mensuelles non corrigées des variations saisonnières
b) source: Banque de France, Bulletin trimestriel, séries corrigées des variations saisonnières, tableau 29

Malgré le système de contrôle du crédit, qui est utilisé pour régler la masse monétaire, M₂ s'est accrue de 8,1% du mois de janvier au mois de juillet, ce qui correspond à un rythme annuel de 14%. Ce taux dépasse largement les 10% fixés comme objectif.

Au Japon, la masse monétaire M₂ était, au mois de juillet, de 9% supérieure au montant atteint un an auparavant. Pour le quatrième trimestre, l'institut d'émission

a majoré de 2,3 milliards de yens les limites de crédit dont disposent les treize banques les plus importantes. Elle a tenu compte ainsi de la demande accrue des raffineries de pétrole. Durant la période examinée, les taux d'intérêt sont restés stables sur le marché monétaire. A la fin du mois de septembre, le taux des dépôts à trois mois s'inscrivait à 7,1% sur le marché de l'euro-yen.

Tableau no 6: Japon

(Montants en milliards de yens; % = variation en % par rapport à l'année précédente)

	Base monétaire d)	%	M ₂	%	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
sept.	20 177	10.4	197 400	5.7	11.9
oct.	19 437	8.5	196 700	6.8	8.8
nov.	19 895	8.1	202 600	8.2	9.9
déc.	22 958	6.4	206 900	6.8	9.4
1981 janv.	19 565	5.3	201 800	7.0	8.1
févr.	19 806	5.4	203 100	7.1	7.4
mars	20 627	2.1	206 700	6.8	7.3
avril	20 023	-4.2	210 400	7.2	7.3
mai	19 107	-2.7	214 600	10.2	7.4
juin	20 205	-1.3	215 600	9.0	6.9
juillet					7.1
août					7.1
sept.					7.4
oct.					7.1

d) source: International Financial Statistics, tableau Japon

4. Evolution des marchés des changes

Entre la fin du mois de juillet et la fin du mois d'octobre, les marchés des changes ont été caractérisés par une baisse du cours du dollar et par des changements de parités au sein du Système monétaire européen (SME). Les cours des monnaies qui ne font pas partie du SME ont fluctué considérablement. Il faut attribuer ce phénomène à l'incertitude croissante qui règne à propos de l'évolution économique au cours des prochains mois. On se demande, en particulier, quelle politique économique mèneront les principaux pays, étant donné le chômage croissant et la tendance internationale à la récession.

Après avoir atteint, vers la mi-août, un sommet vis-à-vis des principales autres monnaies, le dollar a fléchi de plus en plus durant les mois de septembre et d'octobre. Ce changement de tendance peut s'expliquer en partie par la baisse que les taux d'intérêt ont enregistrée aux Etats-Unis en raison de la conjoncture. Toutefois, la cause principale de la faiblesse du dollar réside probablement dans l'incertitude quant à l'orientation, ces prochains mois, de la politique américaine.

Tableau no 7: variations des cours¹ de certaines monnaies

	du mois de juillet au mois d'octobre 1981		du troisième trimestre 1980 au troisième trimestre 1981		
	nominal		nominal		réel
	p. rapport au dollar	moyenne pondérée ²	p. rapport au dollar	moyenne pondérée ²	moyenne pondérée ²
dollar	—	- 2.8	—	15.7	17.8
yen	0.8	- 1.2	- 5.4	5.6	- 4.8
mark	10.4	5.6	- 37.0	- 3.8	- 2.8
franc français	3.6	- 1.6	- 41.0	- 6.4	- 1.9
lire	2.4	- 0.4	- 44.1	- 8.9	- 1.7
livre sterling	- 2.4	- 7.6	- 22.8	- 3.1	- 3.9
franc suisse	13.2	9.1	- 28.5	2.2	0.6

¹ moyenne mensuelle; variation en % par rapport à l'année précédente

² source: Morgan Guarantee Trust

Les cours des monnaies qui entrent en ligne de compte lorsque les investisseurs ne souhaitent pas placer en dollars se sont revalorisés vis-à-vis de la monnaie américaine. Tel a été le cas, en particulier, pour le mark et le franc suisse; par contre, le cours du yen est resté stable et celui de la livre sterling a fléchi légèrement.

L'évolution du cours des monnaies participant au SME a été fortement influencée par l'attente d'un réajustement des parités. Au début du mois d'octobre, le mark et le florin ont été réévalués de 5,5% par rapport à l'ECU, tandis que le franc français et la lire étaient dévalués de 3,5%. Depuis lors, ces deux dernières devises se sont maintenues dans leur marge de fluctuation. Par contre, le mark s'est affaibli, aussi bien par rapport aux autres monnaies du SME que vis-à-vis d'autres devises, en particulier du franc suisse. Des signes incitant à penser que la politique monétaire allemande pourrait devenir moins restrictive ne sont pas étrangers au déclenchement de cette évolution.

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Aperçu

L'affaiblissement de la conjoncture suisse, qui a commencé à la fin de l'an passé, s'est poursuivi en 1981. Cependant, la baisse réelle du cours du franc a empêché que la tendance à la récession observée à l'étranger ne se répercute rapidement sur notre économie. Depuis l'automne, les signes de fléchissement deviennent tou-

tefois de plus en plus nets. Dans l'industrie, les entrées de commandes et les commandes en portefeuille ont diminué au troisième trimestre, tandis que la production a été inférieure, selon toute vraisemblance, au volume enregistré un an auparavant.

Malgré l'affaiblissement de la conjoncture, la situation de l'emploi reste favorable: le nombre de chômeurs complets et partiels n'a augmenté que légèrement. Quant à l'inflation, elle s'est accélérée encore au troisième trimestre.

Consommation privée

Bien que le début d'une récession en Suisse soit de plus en plus évident, la consommation privée a augmenté encore. Les statistiques disponibles montrent que la consommation de biens et de services au troisième trimestre a dépassé, en termes nominaux et en termes réels, le niveau enregistré un an auparavant. Au troisième trimestre, le chiffre d'affaires du commerce de détail par jour de vente était, en termes nominaux, de 6,9% plus élevé que pendant la période correspondante de 1980; dans l'hôtellerie, le nombre de nuitées a progressé de 3,3%. L'évolution favorable de la consommation privée semble incompatible avec la diminution des revenus réels des ménages. Cependant, comme on s'attend à une compensation totale du renchérissement à partir de la fin de l'année et, dans certaines branches, à une augmentation réelle des salaires, les ménages entendent visiblement maintenir leur niveau de consommation aussi longtemps que possible à l'état antérieur.

Investissements

A l'exclusion des stocks, les investissements au troisième trimestre ont dépassé le niveau enregistré un an auparavant. Les taux d'intérêt demeurant élevés et les perspectives conjoncturelles étant moins favorables, les projets d'investissement ont diminué toutefois. Après n'avoir que peu varié au cours des trimestres précédents, le nombre des projets de constructions nouvelles et d'agrandissements a fléchi sensiblement.

Selon une enquête menée par la Société suisse des ingénieurs et architectes (SIA) à propos des entrées de commandes de plans, un changement de tendance est en vue dans la *construction de logements*. Les permis de construire délivrés dans 96 villes et l'évolution des crédits de construction, compte tenu des variations de prix, confirment cette impression. Toutefois, les commandes en portefeuille demeurent élevées, de sorte que l'industrie de la construction ne subira guère de récession marquée ces prochains mois.

L'expérience montre qu'une aggravation de la conjoncture réduit l'utilisation des capacités techniques. En s'inscrivant à 85%, le degré d'utilisation au troisième trimestre était au même niveau qu'au début de l'année, mais légèrement inférieur au point maximal de 87% qui avait été atteint au quatrième trimestre de 1980. En

Tableau no 8: *consommation privée*

Indicateurs de la consommation privée	1978	1979	1980	1980 IV.	1981			
					I.	II.	III.	
chiffre d'affaires du commerce de détail	réel	-0.2	-0.1	2.0	3.7	-2.8	-0.3	-1.3
	nominal	0.5	3.7	7.3	8.8	4.9	7.6	6.9
importations de biens de consommation	volume	7.0	7.2	14.4	2.0	-0.6	2.5	2.9
	valeur	-0.6	8.7	23.5	13.4	12.2	12.5	11.4

outre, le nombre des plans d'installations industrielles était inférieur de 9,2% au chiffre enregistré pour le troisième trimestre de 1980.

Dans l'industrie des machines, les entrées de commandes passées par la clientèle suisse ont augmenté de presque 13%. Toutefois, il ne faut pas attribuer une trop grande importance à ce taux, car les entrées de commandes avaient été particulièrement faibles pendant le trimestre correspondant de 1980.

Les matériaux en stock ont eu tendance à diminuer. Le recul des importations de matières premières et de produits semi-ouvrés confirme cette évolution. De même, le commerce de gros a réduit sensiblement ses stocks. Comme dans la plupart des phases de ralentissement conjoncturel, on peut en revanche constater une augmentation des stocks de produits finis. D'après l'enquête sur la conjoncture que mène l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, une part croissante des chefs d'entreprises interrogés estime que les stocks de produits finis sont trop élevés.

Commerce extérieur

Le volume des exportations, qui avait diminué l'an passé encore, a augmenté continuellement depuis le deuxième trimestre de 1981. Par contre, celui des importations est resté inférieur à ce qui avait été enregistré un an auparavant.

Exportations

Les exportations de l'industrie suisse dépendent en grande partie de la situation économique à l'étranger et de l'évolution des cours de change. En comparant l'évolution des exportations, de la croissance économique réelle et du cours du franc pondéré en fonction du commerce extérieur, on peut obtenir confirmation de ces liens.

La croissance moyenne du produit national brut réel dans la zone de l'OCDE a passé de 5% dans les années antérieures à 1974 à 2,5% dans la période allant de 1974 à 1981; l'augmentation des exportations suisses réelles,

Tableau no 9: *investissements*

Indicateurs des investissements	1978	1979	1980	1980 IV.	1981		
					I.	II.	III.
importations de biens d'équipement, en volume	19.7	9.0	19.0	21.8	-2.2	5.3	5.9
permis de construire délivrés dans 92 villes *	11.4	41.9	1.7	-0.3	-9.2	-12.2	10.9
logements terminés dans 92 villes *	-2.4	9.7	-1.3	-5.1	14.4	12.8	0.2
constructions industrielles: plans	7.9	1.9	-5.4	-1.6	-0.5	- 3.8	-13.6
promesses de crédit de construction	33.1	28.1	23.0	12.6	-2.7	2.1	- 5.3

* dès 1981, dans 96 villes

qui étaient de l'ordre de 7% avant 1974, a diminué à 3,5% durant les années suivantes. A partir de 1979, la zone de l'OCDE a subi une stagnation économique. Parmi les exportations suisses de biens d'équipement, celles qui dépendent beaucoup de la conjoncture sont restées à peu près constantes depuis lors. Les exportations dont l'élasticité par rapport au prix est élevée, telles les ventes à l'étranger de produits chimiques et de denrées alimentaires, ont bénéficié par contre du fléchissement réel du cours du franc et ont contribué, dans une large mesure, à l'évolution favorable des exportations suisses ces derniers mois.

Des dix premiers mois de 1980 à la période correspondante de 1981, le volume des exportations a augmenté de 1,6%. Les ventes à l'étranger de l'industrie chimique et de celle des denrées alimentaires se sont accrues respectivement de 8,6% et de 6,2%. En revanche, les livraisons de l'industrie horlogère, ainsi que de celle des machines et appareils ont diminué de 0,4% et de 2,6%. L'accroissement des exportations, en particulier celui de produits sensibles à l'évolution des prix, pourrait n'être que passager. En raison des perspectives défavorables de la conjoncture internationale et de la hausse récente du cours du franc, il faut s'attendre à un affaiblissement des exportations.

Importations

Les importations dépendent principalement de la conjoncture en Suisse et des entrées de commandes passées à l'industrie d'exportation. La dépendance par rapport aux exportations se reflète surtout dans les variations que subissent les achats à l'étranger de matières premières et produits semi-ouvrés. Par contre, l'évolution des biens de consommation importés traduit,

pour l'essentiel, les changements économiques à l'intérieur du pays.

En général, une modification de la conjoncture se répercute plus vite et plus fortement sur les importations que sur les exportations. Cette élasticité des importations résulte, en grande partie, des dispositions prises au sujet des stocks. Lorsque l'activité économique ralentit, les entreprises s'efforcent de réduire leurs stocks, en particulier ceux de matières premières et produits semi-ouvrés. En revanche, les stocks de produits finis ont tendance à augmenter.

Dans les années 1978 à 1980, les importations se sont accrues plus fortement que les exportations et que le produit national brut. Cette évolution correspondait à une reconstitution des stocks. Etant donné les perspectives conjoncturelles et le niveau des taux d'intérêt réels, il n'est pas surprenant que les entreprises aient réduit leurs stocks cette année. Les importations ont donc diminué aussi sensiblement. Des dix premiers mois de 1980 à la période correspondante de 1981, leur volume s'est réduit de 3,1%. Toutefois, les taux annuels de diminution ont baissé d'un mois à l'autre, durant les dix premiers mois de l'année. Les importations de produits énergétiques et celles de matières premières et produits semi-ouvrés, qui forment la catégorie la plus importante des achats à l'étranger, ont fléchi à un rythme supérieur à la moyenne, puisqu'elles ont diminué de 15,9% et de 5,1% respectivement. Conformément à l'évolution conjoncturelle en Suisse, les importations de biens de consommation ont augmenté de 1,5%. Les achats à l'étranger de biens d'équipement, à l'exclusion des véhicules utilitaires, sont par contre restés presque inchangés, leur augmentation s'étant chiffrée à 0,3% seulement.

Tableau no 10: *commerce extérieur*

	1978	1979	1980	1981		1981		
				II	III	août	sept.	octobre
importations ¹	42 299.9	48 730.3	60 859.3	15 079.6	15 194.0	4 521.9	5 417.8	5 378.1
exportations ¹	41 779.5	44 024.5	49 607.6	13 173.6	12 752.9	3 531.3	4 475.5	4 936.3
solde de la balance commerciale I ¹	-520.4	-4 705.8	-11 251.7	-1 905.9	-2 441.1	-990.6	-942.3	-441.8
solde de la balance commerciale II ^{1, 3}		-4 617.4	-9 331.9	-2 024.5	-2 643.6	-949.2	-954.1	-502.4
importations nominales ^{2, 3}	-1.6	14.4	20.5	5.5	7.2	9.6	10.2	1.7
exportations nominales ^{2, 3}	1.1	4.3	11.1	8.7	10.8	11.7	12.2	8.2
valeurs moyennes à l'importation ^{2, 3}	-10.4	6.9	11.8	8.4	9.4	9.6	10.9	3.8
valeurs moyennes à l'exportation ^{2, 3}	-3.6	1.1	5.9	7.2	5.7	6.1	4.4	6.0
importations réelles ^{2, 3}	9.8	7.0	7.8	-2.7	-1.9	0.1	-0.6	-2.0
exportations réelles ^{2, 3}	4.9	3.2	4.9	1.4	4.9	5.3	7.5	2.1

¹ en millions de francs

² variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

source: statistique mensuelle du commerce extérieur, Direction générale des douanes

Tableau no 11: *emploi*

	1978	1979	1980	1981			1981
				I	II	III	oct.
indice de l'emploi ¹	1.1	0.8	2.1	1.4	1.0	—	—
taux de chômage	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
chômeurs complets	10 483	10 333	6 255	6 885	4 725	4 630	5 712
chômeurs partiels	9 196	11 935	2 128	3 280	2 384	2 450	—
places vacantes	8 290	8 921	12 312	13 560	12 918	11 156	10 562

¹ variation en % par rapport à l'année précédente

Balance commerciale et balance des revenus

Comme les importations ont diminué en raison de la conjoncture et que les exportations ont augmenté, le déficit de la balance commerciale s'est réduit. Pour l'ensemble de l'année, on s'attend à un excédent de la balance des revenus.

Abstraction faite des échanges de lingots et de masses d'argent, ainsi que de monnaies, la *balance commerciale* durant les dix premiers mois de l'année s'est soldée par un déficit de 6,3 milliards de francs, contre 8,3 milliards au cours de la période correspondante de 1980. En extrapolant, on obtient un déficit d'environ 8,5 milliards de francs pour l'ensemble de l'année, alors que celui de 1980 s'était monté à 10,4 milliards de francs. Il semble que la *balance des revenus* se soldera par un excédent de 4 milliards de francs.

Emploi

Au premier semestre, l'indice de l'emploi et le nombre de personnes occupées ont été supérieurs respectivement de 1% et de 2%, en chiffre rond, au niveau enregistré un an auparavant. Durant le troisième trimestre aussi, l'emploi semble avoir dépassé quelque peu le niveau de l'année précédente.

Le nombre de chômeurs complets au troisième trimestre a correspondu à celui de la même période de 1980. Le taux de chômage, qui s'est inscrit à 0,2%, est resté inférieur à ce qu'il avait été entre 1975 et 1979. Comme le nombre de places vacantes enregistrées par les offices du travail et celui des offres d'emplois insérées dans quelques grands quotidiens sont en baisse, on doit s'attendre à un changement de tendance. En outre, le nombre de chômeurs partiels a augmenté légèrement. A la fin du mois de septembre, plus de la moitié des chômeurs partiels travaillaient dans l'industrie horlogère, une des rares branches dans lesquelles le nombre de places vacantes enregistrées était nettement inférieur à celui des personnes en quête d'emploi.

Prix

La hausse en un an des prix à la consommation s'est accélérée constamment au troisième trimestre. A la fin du mois de septembre, elle a atteint 7,5%, niveau le plus élevé depuis le mois de juin 1975. Aux mois d'octobre et de novembre, les taux correspondants ont fléchi légèrement.

Le renchérissement en un an des biens et services produits en Suisse a continué d'être nettement inférieur

Tableau no 12: *prix et salaires*

<i>prix et salaires</i> *	1978 ¹	1979 ¹	1980 ¹	1981			1981	
				I ¹	II ¹	III ¹	oct.	nov.
indice des prix à la consommation								
– total	1.0	3.6	4.0	5.8	5.9	7.1	7.3	7.0
– produits suisses	1.6	1.7	3.4	5.1	5.6	6.0	6.3	
– marchandises importées	– 0.6	9.5	5.9	7.9	7.1	10.4	10.1	
indice des prix de gros								
– total	– 3.4	3.8	5.1	5.1	5.3	6.6	6.9	
– produits suisses	– 1.4	1.9	4.4	5.1	5.3	5.7	6.6	
– marchandises importées	– 8.3	8.5	6.8	5.3	5.4	8.7	7.6	
gains mensuels des travailleurs								
– nominaux	2.9	2.2	4.5	4.5	4.5			
– réels	1.9	– 1.4	0.5	– 1.3	– 1.4			

¹ moyenne annuelle ou trimestrielle

* variation en % par rapport à l'année précédente

à celui des marchandises étrangères. Toutefois, il s'est accéléré ces derniers mois, la hausse à la fin du mois de septembre s'inscrivant à 6% aussi bien dans la vente au détail que dans le commerce de gros. Même si le cours du franc monte, on ne peut donc compter, tout d'abord, que sur une diminution légère du renchérissement.

2. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au troisième trimestre, la monnaie centrale ajustée a été inférieure au niveau observé un an auparavant. Particulièrement sensible aux mois de septembre et d'octobre, la diminution par rapport à la période correspondante de 1980 était due surtout à la hausse du coût du refinancement. Au mois de septembre, l'institut d'émission a majoré de 1% le taux de l'escompte et celui des avances sur nantissement. Simultanément, il a proposé aux banques de faire des swaps à un taux d'environ 7,5%. En outre, il a réduit les disponibilités qu'il offre en fin de mois.

L'évolution du numéraire en circulation a contribué aussi à la diminution que la monnaie centrale ajustée a enregistrée par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Alors que le numéraire augmente d'habitude de plus de 200 millions de francs aux mois de septembre et d'octobre, il a fléchi de 90 millions cette année.

Tableau no 13: évolution de la monnaie centrale ajustée

	Etat en millions de francs	Variation en pour-cent ¹
1980 Ø 4ème trimestre	28 825	-0.8
1981 Ø 1er trimestre	28 377	0.0
Ø 2ème trimestre	27 743	0.4
Ø 3ème trimestre	27 595	-0.7
avril	27 865	0.3
mai	27 507	0.2
juin	27 857	0.8
juillet	28 249	1.9
août	27 432	-0.6
septembre	27 105	-3.6
octobre	27 406	-3.3
novembre	27 287	-2.0

¹ variation en % par rapport à la période correspondante de l'année précédente

Du troisième trimestre de l'an passé à la période correspondante de 1981, la masse monétaire M₁ a reculé, en moyenne, de 3,8%. La masse monétaire M₂, qui comprend M₁ et la quasi-monnaie, a augmenté de 17,9% en moyenne, et la masse monétaire M₃, qui se compose de M₂ et des dépôts d'épargne, s'est accrue de 7,5%.

Tableau no 14: agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
Moyenne annuelle en 1980	-9.0	17.7	6.6
1981 1er trimestre	-2.1	8.4	3.0
2ème trimestre	-1.4	12.2	5.6
3ème trimestre	-3.8	17.9	7.5

¹ variation en % par rapport à la période correspondante de l'année précédente

Marchés monétaires et financier

Taux d'intérêt

Poursuivant la tendance observée au premier semestre, les taux d'intérêt se sont élevés au troisième trimestre et au mois d'octobre. Les taux à court terme étant montés davantage que les taux à long terme, l'écart entre ces catégories de taux a augmenté. Comme au deuxième trimestre, les oscillations des taux à court terme ont été plus fortes que celles des taux à long terme.

La hausse des taux sur le marché monétaire était due surtout au renchérissement des crédits de refinancement que l'institut d'émission accorde aux banques. Sur le marché de l'euro-franc, le taux à trois mois est monté à la fin du mois de septembre à 12%, niveau qui n'avait plus été atteint depuis 1974. A la fin du mois d'octobre, il s'inscrivait à 11%. Parallèlement à cette évolution, les grandes banques ont modifié les rémunérations qu'elles servent sur les dépôts à terme.

Le rendement des créances comptables à court terme qui ont été émises sur la Confédération aux mois d'août, de septembre et d'octobre s'est inscrit respectivement à 7,624%, à 8,998% et à 9,298%. Le taux enregistré au mois d'octobre constitue un record. De même la Banque nationale a porté le taux de l'escompte et celui des avances sur nantissement à un niveau record, en les fixant, le 2 septembre, à 6% et à 7½% respectivement.

Le rendement moyen des obligations fédérales a évolué comme les taux d'intérêt à court terme. Au mois de septembre, il a franchi la barrière des 6%, pour la première fois depuis 1975. Le rendement des obligations émises par des débiteurs étrangers a varié parallèlement à celui des obligations fédérales, l'écart entre les deux taux étant toujours à peu près de 1,5%. Les taux appliqués aux prêts hypothécaires et aux dépôts d'épargne ont été majorés aussi. A la fin du mois d'octobre, ils dépassaient de presque ½% le niveau observé trois mois auparavant.

Marché monétaire

Aux mois d'août, de septembre et d'octobre, les avoirs que l'économie entretient en comptes de virements à la Banque nationale se sont chiffrés, en

moyenne, à 6,5 milliards, à 6,3 milliards et à 6,5 milliards de francs. S'ils étaient légèrement inférieurs aux montants enregistrés au premier semestre, ils étaient beaucoup plus faibles que ceux atteints un an auparavant. Il faut attribuer cette évolution au renchérissement des crédits de refinancement et à la réduction des liquidités que l'institut d'émission met à la disposition des banques en fin de mois.

Abstraction faite des fins de mois, l'approvisionnement des banques en disponibilités s'est effectué surtout sous la forme de swaps. Lors des échéances mensuelles, l'institut d'émission a couvert les besoins supplémentaires en accordant des crédits traditionnels – crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse – qui se sont chiffrés chaque mois à plus de 4 milliards de francs.

Aux mois d'août, de septembre et d'octobre, la Confédération a émis des créances comptables à court terme pour des montants respectifs de 210,5 millions, de 219,5 millions et de 214,4 millions de francs.

Marché des capitaux

Comme pendant le premier semestre, les cours des obligations ont eu tendance à baisser durant le troisième trimestre. Cette évolution, qui a été particulièrement nette jusqu'à la mi-septembre, a rendu les émissions malaisées. Bien que divers débiteurs aient au dernier moment amélioré les conditions en faveur des souscripteurs ou renoncé au lancement prévu, plusieurs émissions se sont soldées par un échec. Parfois, les premiers cours avant cotation en bourse ont été nettement inférieurs au prix d'émission. Après la majoration de $\frac{1}{4}$ % ou $\frac{1}{2}$ % des taux d'intérêt qui est intervenue durant la seconde moitié du mois de septembre, les résultats des souscriptions se sont améliorés nettement. A la fin du mois d'octobre, les souscriptions ont dépassé fortement, dans certains cas, le montant désiré par le débiteur. Le marché estimait visiblement que l'évolution des taux avait atteint ou allait atteindre son point culminant.

La Banque nationale a renoncé, au troisième trimestre également, à fixer des taux maximaux pour les obligations de caisse. Comme on pouvait s'y attendre, l'écart entre les taux des divers débiteurs a été plus net qu'à l'époque où la Banque nationale menait une politique active des taux d'intérêt.

A la fin du mois d'octobre, la Confédération a émis un emprunt à 6 $\frac{1}{4}$ %, selon le système des enchères. Le montant a été fixé à 150 millions de francs sur la base des offres reçues. Le prix d'émission de cet emprunt d'une durée de 9 ans s'est inscrit à 101% et le rendement, à 6,1%.

La commission chargée d'établir le programme des émissions, qui a siégé à la fin du mois de septembre, a admis tous les emprunts annoncés pour le quatrième trimestre et n'a procédé à aucune réduction. Le programme prévoyait un prélèvement d'argent frais se chif-

frant à 2062 millions de francs, soit 162 millions de plus qu'un an auparavant. Les conversions envisagées étaient à peu près équivalentes à celles des trois derniers mois de 1980.

Evolution des bilans et des crédits bancaires

Aucun signe n'indique qu'un changement de tendance s'est produit, au troisième trimestre, dans l'évolution générale des bilans bancaires. L'expansion des opérations avec la Suisse et avec l'étranger – y compris les opérations fiduciaires – s'est poursuivie, mais à un rythme qui s'est un peu ralenti. Le point culminant semble toutefois avoir été franchi. Les fonds déposés par la clientèle suisse ont continué d'augmenter à un taux annuel de 7 % à 8 %. Par contre, l'accroissement des prêts à la clientèle étrangère a passé, depuis le mois de juin, de plus de 19% à 14 %, et celui des prêts à la clientèle suisse, de 13 % à 12 %. De même, la progression des placements hypothécaires s'est ralentie quelque peu. L'évolution des crédits de construction a eu très nettement tendance à se normaliser, et les promesses de crédit accordées à la clientèle suisse ont été sensiblement inférieures à celles du troisième trimestre de 1980. Comme à la fin de l'an passé, la part des crédits revenant à l'industrie n'est vraisemblablement pas très élevée. La hausse des taux d'intérêt paraît avoir influé vigoureusement sur les crédits destinés au logement et à la consommation.

Si la tendance générale ne s'est guère modifiée, la situation a évolué très différemment d'une catégorie de banques à l'autre. Dans les établissements dont les opérations se limitent à la Suisse, l'évolution la plus importante au troisième trimestre a été la progression des placements hypothécaires de 1 milliard de francs en chiffres ronds, qui a coïncidé avec une diminution des dépôts d'épargne. Ce fléchissement a été compensé par un accroissement de l'émission d'obligations de caisse, qui a nécessité cependant une majoration des taux d'intérêt. Dans les banques cantonales et régionales, la progression des placements hypothécaires n'a pu être financée que grâce à l'afflux encore vigoureux, quoique ralenti, de fonds à terme.

Dans les grandes banques, les comptes créanciers suisses à terme ont augmenté de 2,2 milliards de francs, ce qui correspond aussi à la tendance antérieure. Les engagements à terme contractés par ces établissements envers des banques étrangères se sont accrues de 1,4 milliard de francs. L'afflux de fonds à terme s'est concentré sur les fonds libellés en francs. Parmi les engagements en banque à vue, les dépôts d'établissements suisses, libellés en francs, et ceux de banques étrangères, libellés en dollars, ont diminué. A l'actif des bilans des grandes banques, on constate que, parmi les placements à l'étranger, les avoirs en francs se sont réduits au troisième trimestre et que les avoirs en dollars, à très court terme surtout, ont augmenté. Par contre, les crédits en dollars accordés à des Etats étrangers ont fléchi fortement.

L'examen des opérations en francs effectuées par 71 banques permet de constater que, durant le troisième trimestre, l'accroissement des crédits à des tiers a dépassé de 1,8 milliard de francs celui des fonds déposés par la clientèle. La différence a été compensée par un recours massif au marché des capitaux, par l'aide d'autres banques, ainsi que par une réduction sensible des liquidités. Il en est résulté que l'excédent des avoirs en francs sur les engagements a diminué de 2,7 milliards de francs, pour s'inscrire à un peu plus de 900 millions de francs. Le recours au marché des capitaux a consisté en un recueil de fonds de tiers, en une augmentation des fonds propres et en la liquidation de papiers-values. Les 71 banques se sont procuré 1,6 milliard de francs par des opérations interbancaires; elles ont surtout réduit leurs placements dans des banques étrangères et sollicité des crédits de ces établissements.

Marché des changes

La hausse du cours du franc, qui a commencé au milieu de l'année, s'est accentuée au troisième trimestre, en particulier par rapport au mark. Cette évolution était due surtout à la diminution des écarts qui s'étaient creusés, d'un pays à l'autre, entre les taux d'intérêt.

Tableau no 15: variations du cours du franc suisse¹ par rapport aux principales monnaies

	du mois de juillet au mois d'octobre 1981	du 3ème trimestre 1980 au 3ème trimestre 1981	
	nominal	nominal	réel
dollar	+ 14.4	- 28.5	- 26.7
yen	+ 12.8	- 21.9	- 14.9
mark	+ 3.4	+ 6.2	+ 7.6
franc français	+ 10.0	+ 8.9	+ 3.2
lire	+ 11.2	+ 10.9	+ 0.2
livre sterling	+ 16.0	+ 8.0	- 3.2

¹ moyenne mensuelle; variation en % par rapport à l'année précédente

Pondéré en fonction du commerce extérieur, le cours du franc est monté de 9% de la fin du mois de juillet à la fin du mois d'octobre. L'évolution du cours réel pondéré

a été semblable à celle du cours nominal; au troisième trimestre, le cours réel pondéré s'est élevé de 3,2%. Par rapport à la fin du mois d'octobre 1980, il a toutefois baissé de 0,4%.

3. Perspectives pour 1982

Durant les deux dernières années, la croissance de l'économie suisse a été supérieure à la moyenne. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,5% en 1979 et de 4,4% en 1980. Pour 1981, le Groupe de travail des prévisions économiques compte sur une croissance de 1% seulement. La dernière phase d'expansion arrive ainsi à son terme. Il faut s'attendre, l'an prochain, à une diminution réelle du produit intérieur brut.

Si les revenus réels restent constants et si les perspectives conjoncturelles se détériorent, la consommation privée n'augmentera plus. Dès maintenant, une diminution des investissements se dessine. Cette évolution est due surtout aux perspectives défavorables de la conjoncture internationale et aux taux d'intérêt élevés. Ces prochains temps, l'industrie de la construction subira le fléchissement le plus marqué. Toutefois, ce secteur ne doit pas s'attendre à une récession aussi prononcée qu'en 1974 et 1975, car il n'a accru que partiellement ses capacités, durant la dernière phase d'expansion, au-delà des besoins à moyen terme. Si la conjoncture internationale se détériore en 1982 et que le cours du franc monte par rapport à son niveau de cette année, le volume des exportations diminuera. En cas d'affaiblissement de la conjoncture suisse, les importations fléchiront aussi.

La demande de main-d'œuvre se réduira sensiblement, ce qui se répercutera avant tout sur le nombre de saisonniers et de frontaliers. Le nombre de chômeurs partiels et complets augmentera également.

La politique monétaire, qui est restrictive depuis l'automne de 1979, et l'affaiblissement de la conjoncture provoqueront une diminution sensible du renchérissement en 1982. Au premier trimestre, les taux d'inflation seront toutefois proches de ceux que l'on a enregistrés au second trimestre de cette année.

L'activité économique s'affaiblissant et l'inflation s'atténuant, les taux d'intérêt continueront à baisser.