

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale
remis au Conseil de banque
pour sa séance du 12 mars 1982

A. Situation économique et monétaire des principaux pays industrialisés

1. Aperçu de la conjoncture internationale

La stagnation que l'économie mondiale connaît depuis deux ans s'est poursuivie au quatrième trimestre de 1981. Dans la zone de l'OCDE, le produit national brut réel n'a augmenté que d'environ 1% en 1981, soit au même taux que l'année précédente; on s'attend à une croissance analogue en 1982.

Au quatrième trimestre de 1981, la lutte contre l'inflation a progressé: vers la fin de l'année, le taux de renchérissement a diminué à 10% dans la zone de l'OCDE. Après avoir atteint son point maximal, soit 14%, au début de 1980, il a ainsi rejoint le niveau enregistré au milieu de 1979. Le chômage s'est encore accru vigoureusement. A la fin de l'année, le nombre de chômeurs était estimé à 25 millions dans la zone de l'OCDE.

Malgré la persistance d'une conjoncture défavorable et l'augmentation du nombre de chômeurs, la plupart des Etats ont maintenu, au quatrième trimestre, le caractère restrictif de leur politique monétaire. A l'exception de la France et des Etats-Unis, tous les pays ont renoncé généralement à stimuler l'économie par des mesures de politique budgétaire. L'endettement public, qui a beaucoup augmenté ces dernières années dans de nombreux pays, a empêché l'adoption d'importants programmes destinés à accroître l'emploi. Comme la conjoncture a privé les pouvoirs publics de certaines recettes et que le service de la dette s'est alourdi, les déficits enregistrés l'an passé ont dépassé les montants inscrits aux budgets, ce qui a limité encore les possibilités financières des gouvernements.

2. Evolution conjoncturelle dans différents pays

En termes réels, l'activité économique aux *Etats-Unis* n'a augmenté que légèrement au cours des deux dernières années. Au quatrième trimestre de 1981, le produit national brut réel n'a dépassé que de 0,7% le volume enregistré un an auparavant. La production a diminué dans toutes les industries, à l'exception du secteur de l'armement. En 1981, la construction de logements a connu la plus mauvaise année de l'après-guerre.

La morosité de la conjoncture a contribué au ralentissement de l'inflation au quatrième trimestre. A la fin du mois de décembre, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation était de 8,9%. Ainsi le taux de renchérissement a pu être ramené au-dessous de 10% jusqu'à la fin de l'année, comme l'espérait le gouvernement. Au mois de décembre, les prix de gros dépassaient de 7% le niveau enregistré un an auparavant. Le ralentissement de la croissance des prix de gros permet d'envisager une nouvelle baisse du taux d'inflation au début de 1982.

Au quatrième trimestre, le nombre de chômeurs a augmenté d'un million, ce qui a entraîné une hausse du

taux de chômage de 1%. Le léger recul que le nombre de chômeurs a enregistré au début de 1982 s'explique par une modification des relevés: les personnes sans emploi ne sont plus considérées comme chômeurs lorsqu'elles cessent de chercher du travail. La baisse du nombre de personnes occupées montre bien qu'aucun changement de tendance ne s'est produit sur le marché du travail au début de l'année.

L'évolution de la conjoncture au quatrième trimestre a accentué l'antagonisme entre les objectifs que le gouvernement s'est fixés, soit le ralentissement de l'inflation, l'accélération de la croissance réelle et la réduction du déficit budgétaire. Les autorités sont apparemment disposées à différer les mesures tendant à équilibrer le budget. Etant donné le caractère restrictif de la politique monétaire, la demande de fonds pour financer le déficit menace de retarder encore la baisse des taux d'intérêt, attendue depuis longtemps.

Une reprise rapide de la conjoncture ne se dessine toujours pas aux Etats-Unis. La possibilité d'amortir plus vite les investissements, et les premières réductions de taux d'impôts, entrées en vigueur au mois d'octobre, n'ont pas encore déclenché une relance. En outre, la réduction des dépenses, la progression à froid et les majorations de certains impôts communaux exercent des effets qui restreignent la portée des mesures stimulant l'offre.

En *République fédérale d'Allemagne*, le produit national brut réel a diminué de 0,3% l'an passé, alors qu'il avait augmenté de 4,4% en 1979 et de 1,9% en 1980. Au quatrième trimestre, la production a fléchi de 2% par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Au quatrième trimestre, la demande intérieure a encore diminué et la demande extérieure a de nouveau augmenté. Ces deux dernières années, le cours du mark a favorisé l'expansion des exportations. Grâce à cette évolution, la balance des revenus est devenue positive au quatrième trimestre, pour la première fois depuis longtemps.

Le taux d'inflation a passé d'un niveau maximal de 6,7%, au mois d'octobre, à 6,3%, au mois de janvier. Au quatrième trimestre, le chômage a augmenté fortement. Du mois d'octobre au mois de janvier, le nombre de chômeurs s'est accru d'un tiers, pour atteindre 2 millions en chiffre rond. Parmi les pays industrialisés importants, la République fédérale d'Allemagne a subi, au cours de cette période, la plus forte augmentation du chômage.

Pour lutter contre le chômage croissant, le gouvernement a présenté, au mois de février, un plan destiné à augmenter l'emploi. Ce programme qui prévoit des dépenses de l'ordre de 12 milliards de marks en chiffre rond au cours des quatre prochaines années, vise surtout à stimuler l'investissement. Le gouvernement espère que des investissements supplémentaires d'un

montant de 40 milliards de marks en résulteront cette année déjà. A long terme, la politique budgétaire reste axée sur l'équilibre. Aussi, pour financer son plan, le gouvernement a-t-il l'intention de relever les taux de la taxe sur la valeur ajoutée. Le déficit qui figure au budget de 1982 est inférieur à celui de l'année précédente.

Au *Royaume-Uni*, le recul de la conjoncture semble avoir cessé à partir de l'été dernier. Le produit national brut a atteint aux troisième et quatrième trimestres des niveaux presque égaux à ceux enregistrés pour les mêmes périodes de l'année précédente. A la fin de 1981, la production industrielle était à peu près au même niveau qu'un an auparavant.

Des signes traduisant une légère reprise sont apparus. Depuis le milieu de l'an passé, les entrées de commandes ont augmenté quelque peu dans l'industrie; au quatrième trimestre, les commandes de biens d'équipement se sont accrues vigoureusement par rapport à la période correspondante de 1980. L'augmentation de la

demande se reflète aussi dans la progression des importations, qui s'est inscrite à 10%, en termes réels, du quatrième trimestre de 1980 au trimestre correspondant de l'année suivante. Quant au volume des exportations, il a augmenté de 5% durant cette période.

Toutefois, la politique monétaire restrictive continue de limiter les possibilités de reprise économique. Pour le gouvernement, la légère accélération de l'inflation au quatrième trimestre – le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 12% à fin décembre – a confirmé la nécessité de maintenir la discipline monétaire.

En 1981, la balance des revenus s'est soldée par l'excédent record de 6 milliards de livres. Les recettes tirées du pétrole de la mer du Nord ont contribué à ce résultat pour une part considérable.

En *France*, la demande globale s'est maintenue à un niveau faible au quatrième trimestre. Après avoir augmenté quelque peu au début de l'automne, la production

Tableau no 1: indicateurs conjoncturels internationaux

Prix à la consommation

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

	1979	1980	1981	1981				1982
				3e trim.	4e trim.	nov.	déc.	
Etats-Unis	11,3	13,5	8,9a	11,1	9,7a	10,0a	8,9a	-
RFA	4,1	5,5	5,9a	6,1	6,5a	6,6	6,3	6,3a
Royaume-Uni	13,4	18,0	12,0	11,3	11,9a	12,0	12,0	12,0a
France	10,8	13,6	13,4	13,7	14,1a	14,3a	14,0	13,8a
Italie	15,7	21,1	18,7	19,0	18,2a	18,2a	17,9	-
Japon	3,6	8,0	4,9	4,1	4,0a	3,6a	4,3	-
Suisse	3,6	4,0	6,5	7,1	7,1	7,0	6,6	6,1

a) chiffre provisoire

Taux de chômage (corrige des variations saisonnières)

	1979	1980	1981	1981				1982
				3e trim.	4e trim.	nov.	déc.	
Etats-Unis	5,7	7,2	8,1	7,2	8,4a	8,4	8,9	8,5a
RFA	3,8	3,8	5,5	5,8	6,4a	6,5	6,7	6,7a
Royaume-Uni	5,3b	6,7b	10,5b	10,7b	11,4ba	11,4b	11,5ba	11,7ba
France	5,9	6,5	7,9	8,2	8,4a	8,2	8,3	8,5a
Italie	7,4	7,6	8,4	8,3c	9,0c	-	-	-
Japon	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2a	2,2	2,2	-
Suisse	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4

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)

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

a) chiffre provisoire

b) PIB

Balance des revenus (corrige des variations saisonnières) en milliards de dollars

	1979	1980	1981	1981			
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	1,4	3,7	-	3,3	1,1	2,1	-
RFA	-5,1	-15,9	-7,8a	-4,6	-4,6	-2,4	4,0b
Royaume-Uni	-3,5	6,4	-	-	-	-	2,8a
France	1,2	-7,9	-7,5a	-2,3b	-2,3b	-1,9b	-2,8b
Italie	5,1	-10,8	-	-2,5b	-5,5b	-	-
Japon	-8,8	-10,7	4,7a	-2,1	-2,1	3,4	1,8a
Suisse	2,4	-0,5	2,3a	-	-	-	-

a) chiffre provisoire

b) non corrigée des variations saisonnières

industrielle est restée stable. A la fin du mois de décembre, le nombre de chômeurs dépassait de 20% le chiffre enregistré un an auparavant. Le taux de renchérissement s'inscrivait à 14%, comme l'année précédente. La propension à investir restant faible, le gouvernement a décidé, au mois de février, d'allouer environ 16 milliards de francs français pour réduire le coût de certains crédits; pour bénéficier de cette aide, les prêts doivent servir au financement de projets d'investissement adoptés ou mis en œuvre avant la fin du mois de juin.

En *Italie*, la consommation privée et l'investissement ont diminué depuis 1980. Si le produit national brut réel n'a fléchi que de 1% l'an passé, il faut l'attribuer à l'accroissement des exportations. Le taux de chômage atteignait 9% à la fin du mois de novembre. Quant au taux d'inflation, il s'inscrivait à 17,3% au mois de janvier, soit environ 4% au-dessous du taux enregistré un an auparavant.

Au second semestre de l'an passé, les exportations se sont accrues davantage que les importations. Dans l'ensemble de l'année, le déficit de la balance commerciale a diminué d'un tiers, pour passer à 14,7 milliards de dollars.

Au *Japon*, l'activité économique s'est ralentie. Au quatrième trimestre, le produit national brut a augmenté, en termes réels, à un rythme annuel de 3%. L'an passé, la hausse des prix a faibli également: le renchérissement moyen s'est chiffré à 4,9%, alors qu'il atteignait encore 8% en 1980. En revanche, la situation s'est détériorée sur le marché du travail.

En 1981, la consommation privée et l'investissement sont restés à leur niveau de l'année précédente. La croissance du produit national brut est due surtout au commerce extérieur. Les exportations ont progressé de nouveau sensiblement, tandis que les importations se maintenaient au niveau de 1980. La balance des revenus a enregistré un solde actif de 4,7 milliards de dollars, alors qu'elle avait accusé un déficit de 10,7 milliards de dollars en 1980.

3. Evolution monétaire dans différents pays

Dans les pays industrialisés importants, les autorités ont maintenu leur politique monétaire restrictive en 1981. Les objectifs d'expansion monétaire ont été dépassés au Royaume-Uni et en France uniquement. Quelques pays ont assoupli toutefois leur politique monétaire à partir du troisième trimestre, soit que le taux d'expansion de la masse monétaire ait été inférieur à l'objectif fixé, soit que les autorités aient réagi face à l'augmentation du chômage.

Aux *Etats-Unis*, l'accroissement annuel moyen de la masse monétaire M_{1B} – abstraction faite des variations extraordinaires dues aux comptes NOW – s'est inscrit à 3% l'an passé; ce taux est légèrement inférieur à l'objectif qui avait été fixé entre 3,5 et 6%. A la fin de l'année, la Réserve Fédérale a décidé de ne plus établir la

série concernant la masse monétaire M_{1A} et de nommer à l'avenir M_1 la masse monétaire M_{1B} . Pour 1982, elle s'est fixé comme objectif une expansion de 2,5 à 5,5% de la masse monétaire M_1 , ce qui implique un renforcement du caractère restrictif de la politique monétaire.

Au mois d'octobre, les autorités monétaires ont réduit de 1% le taux spécial d'escompte appliqué aux grandes banques et l'ont fixé à 2%. Aux mois de novembre et de décembre, elles ont abaissé également le taux officiel de l'escompte; celui-ci s'établissait à 12% à la fin de l'année. Les taux officiels ont reculé au même rythme que ceux du marché monétaire; les taux à court terme ont baissé fortement du milieu de l'année à la fin du mois de novembre, puis une nouvelle hausse s'est produite en décembre.

Tableau no 2:
évolution monétaire aux 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 3e trim.	159.0	8.4	401.7	5.2	12.0
4e trim.	162.7	8.2	413.0	6.6	16.9
1981 1er trim.	163.4	7.3	418.1	7.2	16.4
2e trim.	166.7	7.7	429.1	10.6	17.5
3e trim.	168.5	6.0	430.1	7.1	18.4
oct.	169.0	4.3	430.8	4.6	15.9
nov.	169.8	4.1	435.9	5.0	12.1
déc.	170.7	4.7	440.4	6.9	13.9
1982 janv.	171.4	5.8	447.2	6.5	14.7

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

En *République fédérale d'Allemagne*, la monnaie était, au quatrième trimestre, de 3,5% supérieure à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Le taux de croissance était inférieur à la fourchette de 4 à 7% que la Banque fédérale s'était fixée comme objectif. En chiffres absolus, la monnaie centrale est restée constante au quatrième trimestre. Selon les autorités monétaires, cette absence de croissance s'explique notamment par l'évolution des billets en circulation, qui font partie de la monnaie centrale. Malgré la baisse des taux d'intérêt, la circulation des billets n'a pas augmenté ces derniers mois, contre toute attente.

Etant donné la faible croissance de la monnaie centrale, la Banque fédérale a ramené le taux spécial des avances sur nantissement à 11% au mois d'octobre, puis à 10,5% en décembre. Avant ces réductions, elle avait déjà pris en pension des titres appartenant aux banques, à un taux inférieur à celui des avances sur nantissement.

Tableau no 3:
évolution monétaire en République fédérale d'Allemagne
(Montants en milliards de marks; % = variation en % par rapport à l'année précédente)

	Monnaie centrale c)	%	M ₁	%	Taux de l'euro-mark à trois mois
1980 3e trim.	155.7	4.4	238.4	2.8	8.6
4e trim.	157.9	5.0	245.1	5.3	9.2
1981 1er trim.	160.1	4.8	242.2	3.9	12.0
2e trim.	161.1	4.7	239.5	2.7	12.6
3e trim.	163.1	4.8	240.0	0.7	12.5
oct.	163.5	4.1	237.0	-2.1	11.6
nov.	163.1	3.6	242.6	-2.3	10.4
déc.	163.8	3.0	243.0	-0.8	10.8
1982 janv.	164.7	3.3			10.2

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

Comme le mark a été réévalué au sein du Système monétaire européen (SME) et que les taux d'intérêt ont baissé à partir du mois d'octobre, la monnaie allemande est devenue passagèrement la plus faible du SME. La Banque fédérale est intervenue sur le marché des changes; elle a alors acheté des papiers-valeurs, afin de compenser la réduction des liquidités découlant des ventes de devises.

Pour 1982, la Banque fédérale s'est fixé comme objectif une croissance de la monnaie centrale comprise entre 4 et 7% de nouveau.

Au *Royaume-Uni*, la masse monétaire M₃ - agrégat par rapport auquel l'objectif de croissance est fixé - a

Tableau no 4:
évolution monétaire au 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 3e trim.	11.5	8.4	63.2	17.2	15.8
4e trim.	11.5	4.3	66.2	18.8	15.4
1981 1er trim.	11.4	6.9	67.6	19.4	12.8
2e trim.	11.8	5.4	70.3	20.7	12.7
3e trim.	11.9	3.8	73.4	16.0	15.5
oct.	11.4	0.9	75.8	15.7	17.0
nov.					15.0
déc.					15.8
1982 janv.					14.6

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

augmenté à un rythme annuel de 15,5%, du mois de février 1981 au mois de décembre. Par contre, la base monétaire s'est accrue très faiblement; au mois d'octobre, elle dépassait de 0,9% le niveau observé un an auparavant.

Sur le marché britannique, les taux d'intérêt à court terme ont évolué comme aux Etats-Unis. Cette concordance est due au fait que la Banque d'Angleterre s'est efforcée de modérer les variations du cours de la livre par rapport au dollar. Lorsqu'une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis faisait baisser le cours de la livre, la Banque d'Angleterre s'opposait à cette dépréciation par un relèvement des taux d'intérêt britanniques.

Au mois de novembre, elle s'est efforcée de freiner la baisse des taux d'intérêt en relevant fortement le taux de l'argent au jour le jour. Ainsi, elle a réalisé son intention, exprimée à plusieurs reprises, de modérer les variations des taux à très court terme.

En *France*, la masse monétaire M₂ était au mois de septembre de 13,3% supérieure à son niveau de la période correspondante de 1980. Au quatrième trimestre, les taux de croissance semblent avoir été du même ordre de grandeur. En moyenne annuelle, le taux paraît dépasser de deux à trois pour-cent les 10% que les autorités s'étaient fixés comme objectif. Le léger relèvement des limites de crédit, qui a été décidé au quatrième trimestre en faveur de toutes les catégories de banques, illustre aussi le caractère expansif de la politique monétaire française. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt ont diminué quelque peu par rapport au troisième trimestre.

Pour 1982, la Banque de France s'est fixé également un objectif monétaire. Elle se propose en effet de limiter

Tableau no 5:
évolution monétaire en 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 3e trim.	170.5	1.7	1328.0	11.3	11.9
4e trim.	180.9	8.3	1359.7	10.1	11.9
1981 1er trim.	190.2	13.8	1414.3	11.4	13.1
2e trim.	203.0	22.4	1466.7	12.8	17.6
juillet	196.0	14.6	1503.0	14.3	18.1
août	187.0	7.8	1525.0	14.7	18.0
sept.	198.0	18.6	1517.0	13.3	19.0
oct.	195.0	18.5			18.8
nov.	195.0	5.5			

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

entre 12,5 et 13,5% l'expansion de M_2 . Ainsi aucun changement fondamental de la politique monétaire ne devrait se produire cette année.

Au Japon, la masse monétaire M_2 , à l'inclusion des certificats de dépôt, a augmenté de 10,1% entre octobre 1980 et le même mois de 1981. L'assouplissement des restrictions de crédit au début de 1981 a contribué à l'accélération de la croissance de M_2 . Au quatrième trimestre et au début de 1982, les autorités ont abrogé intégralement les restrictions avec effet rétroactif.

La politique monétaire plus expansive s'est traduite par une baisse des taux à court terme. Ces taux ont passé, en moyenne, de 7,2% au troisième trimestre à 6,9% au quatrième trimestre. Tenant compte de la tendance du marché, la Banque du Japon a ramené de 6¼% à 5½% le taux officiel de l'escompte.

Tableau no 6:

évolution monétaire au 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 3e trim.	20230	12.7	198866	7.1	12.0
4e trim.	20763	7.7	199866	7.3	9.4
1981 1er trim.	19999	4.2	206333	7.6	7.6
2e trim.	19778	-2.7	210433	6.6	7.2
3e trim.	19860	-1.8	217366	9.3	7.2
oct.	19351	-0.4	220000	10.1	7.1
nov.	20189	1.5			6.8
déc.					6.7
1982 janv.					6.3

d) source: International Financial Statistics, tableau Japon

4. Evolution des marchés des changes

Après les fortes fluctuations qui ont caractérisé la période entre la fin du mois de juillet et la fin du mois d'octobre, les marchés des changes ont connu une plus grande stabilité. Le dollar, qui avait baissé rapidement par rapport à toutes les monnaies importantes, s'est stabilisé au mois de décembre et a fait preuve de fermeté durant le mois suivant.

Du mois d'octobre au mois de janvier, le dollar s'est raffermi vis-à-vis des monnaies du Système monétaire européen (SME), mais a faibli par rapport au yen, à la livre et au franc suisse. Son cours pondéré en fonction du commerce extérieur a continué de fléchir, en raison surtout de la baisse face au yen.

Tableau no 7:

variations des cours¹ de quelques monnaies

	du mois d'oct. 1981 au mois de janv. 1982		du 4e trimestre 1980 au 4e trimestre 1981		
	nominal		nominal		réel
	p. rapport au dollar	moyenne pondérée	p. rapport au dollar	moyenne pondérée	moyenne pondérée
dollar	-	- 3.9	-	+10.0	+17.6
yen	+11.7	+17.0	- 6.6	+ 0.7	- 8.1
mark	- 7.4	- 7.4	-17.6	+ 1.3	+ 0.4
franc français	-14.7	- 7.7	-28.0	- 7.0	- 1.8
lire	-11.7	- 4.3	-32.3	-10.5	- 3.0
livre sterling	+ 9.6	+13.2	-21.0	- 9.1	- 8.5
franc suisse	+ 8.4	+15.2	- 6.3	+12.5	+ 7.8

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

source: Morgan Guarantee Trust

Le yen s'est revalorisé sensiblement par rapport à toutes les monnaies importantes, entre le mois d'octobre et le mois de janvier. Cette évolution s'est traduite par une forte hausse du cours pondéré. Ce dernier était toutefois assez proche du niveau atteint un an auparavant.

Après être monté vigoureusement aux mois d'octobre et de novembre, le cours de la livre sterling a reculé face au dollar durant le mois de janvier. La dépréciation que la livre a enregistrée sur l'ensemble de l'année a corrigé partiellement la hausse excessive de 1980.

Du début du mois de novembre à la fin du mois de janvier, les monnaies du SME ont fléchi par rapport au dollar. Au sein du Système, les cours du franc français et de la lire ont oscillé aux environs de la limite supérieure d'intervention, tandis que celui du mark était proche de la limite inférieure. Aux mois de novembre et de décembre surtout, le mark a atteint plusieurs fois son cours plancher d'intervention; il s'est raffermi toutefois au début de 1982. Dans l'ensemble, les cours des monnaies du SME ont baissé par rapport à l'année précédente. Le mark, dont le cours pondéré en fonction du commerce extérieur s'est élevé quelque peu en un an, a fait exception.

Compte tenu des écarts entre les taux d'inflation des pays, l'évolution des cours pondérés en fonction du commerce extérieur a entraîné durant l'année 1981 une détérioration de la capacité concurrentielle des producteurs américains et suisses et une amélioration de celle des entreprises japonaises et britanniques; quant à la position concurrentielle des pays membres du SME, elle ne s'est guère modifiée.

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Aperçu

Depuis l'automne dernier, les signes d'affaiblissement conjoncturel se sont accumulés en Suisse. En raison de la récession internationale, de la hausse du cours du franc et des taux d'intérêt élevés, les entrées de commandes ont diminué quelque peu dans l'industrie. La production n'ayant guère baissé, un recul considérable des réserves de travail a été enregistré dans plusieurs branches.

Sur le marché du travail, l'affaiblissement de la conjoncture a provoqué une augmentation du chômage partiel, en particulier dans les branches qui connaissent des difficultés structurelles. Durant le dernier trimestre de 1981, le nombre de personnes occupées était toujours supérieur au chiffre enregistré un an auparavant.

Le renchérissement semble avoir atteint un tournant au quatrième trimestre. La hausse des prix à la consommation, qui avait atteint 7,5% au mois de septembre, a ralenti continuellement pour s'inscrire à 6,6% au mois de décembre; cette tendance s'est maintenue au début de l'année en cours.

Consommation privée

Au quatrième trimestre, le fléchissement de la conjoncture ne s'est pas encore répercuté sur la consommation privée de biens et de services. Comme presque tous les salariés ont obtenu la compensation intégrale du renchérissement, les ménages n'ont pas été contraints de limiter leur consommation.

Telle est l'impression que donne l'évolution de quelques indicateurs importants. Selon l'enquête que mène l'Institut de recherches économiques de l'Ecole polytechnique fédérale de Zurich, les résultats effectifs au quatrième trimestre ont dépassé de nouveau les prévi-

sions du commerce de détail pour qui le chiffre d'affaires devait légèrement augmenter par rapport à la période correspondante de l'année précédente. De plus, les importations de biens de consommation se sont élevées, en termes réels, de 1,3% en un an. En novembre et en décembre, les ventes de voitures neuves ont également augmenté par rapport aux mêmes mois de 1980; dans l'ensemble de l'année, elles se sont accrues de presque 4%. Seules les nuitées de la clientèle suisse dans les hôtels étaient, au quatrième trimestre, inférieures aux résultats des trois derniers mois de l'année précédente; leur recul s'est chiffré à 1%.

Investissements

Selon les estimations du Groupe bâlois de recherches conjoncturelles, les investissements – à l'exclusion des stocks – dépassaient au troisième trimestre de 3,2% le niveau enregistré un an auparavant. Au quatrième trimestre, il semble toutefois qu'une diminution se soit produite. Les plans d'investissement ont reculé également, en raison des taux d'intérêt encore élevés et des prévisions conjoncturelles défavorables.

La demande de crédits de construction destinés au logement a fléchi sensiblement au quatrième trimestre, bien que les besoins de nouveaux logements demeurent élevés, en particulier dans les grandes agglomérations. Par rapport à l'année précédente, les promesses de crédit en vue de la construction de logements ont reculé de presque un cinquième. Les permis de construire des logements accordés dans 96 villes ont diminué également, mais dans une moindre mesure.

De même, la demande de constructions a fléchi dans l'industrie et l'artisanat. Déduction faite des variations de prix, les promesses de crédit pour des constructions de l'industrie et de l'artisanat ont été inférieures, durant toute l'année 1981, aux chiffres enregistrés un an auparavant; le nombre de plans soumis à approbation, ainsi que le volume des constructions envisagées ont diminué également.

Tableau no 8: investissements

	1979	1980	1981	1981			
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
importations de biens d'équipement, en volume	9.0	19.0	0.2	- 2.3	5.3	5.9	- 6.8
permis de construire délivrés dans 96 villes*	41.9	1.7	- 5.9	- 10.9	- 13.0	5.6	- 3.2
logements terminés dans 96 villes*	9.7	- 1.3	6.3	13.2	12.2	- 1.4	3.4
constructions industrielles: plans	1.9	- 5.4	- 8.5	- 0.5	- 3.8	- 13.6	- 16.6
promesses de crédit de construction	28.1	23.0	- 5.3	- 2.7	2.1	- 5.3	- 16.5

* avant 1980, dans 92 villes

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les commandes que le secteur de la construction a reçues au quatrième trimestre ont fléchi de presque 10%. Cette diminution s'est répercutée sur la production. Les livraisons de ciment, qui reflètent bien l'évolution conjoncturelle dans le secteur de la construction, ont diminué par rapport aux deux trimestres précédents, déduction faite des variations saisonnières et d'autres facteurs particuliers. Depuis le premier trimestre de 1981, les commandes que l'industrie de la construction a en portefeuille ont reculé continuellement, en termes réels; au quatrième trimestre, leur volume était inférieur au niveau enregistré un an auparavant.

Dans l'industrie, l'utilisation des capacités techniques est demeurée forte au quatrième trimestre, mais a continué de fléchir. Les entreprises ont donc été moins incitées à entreprendre des investissements d'agrandissement. Cette impression se fonde également sur la diminution de 6,8% que les importations de biens d'équipement ont subie en termes réels.

Les taux d'intérêt étant élevés, les entreprises ont limité leurs stocks autant que possible. En raison des perspectives économiques défavorables et de la diminution, selon les résultats de l'enquête menée par l'Institut de recherches économiques, des commandes que l'industrie avait en portefeuille, les stocks de matériaux étaient au quatrième trimestre inférieurs à leur niveau de la période correspondante de 1980. Comme une récession se dessine, les stocks de produits finis étaient par contre plus élevés qu'un an auparavant. Dans le commerce de détail, le volume des stocks semble avoir été analogue à celui du quatrième trimestre de 1980.

Commerce extérieur

Exportations

Abstraction faite des métaux précieux, pierres précieuses et bijoux, ainsi que des antiquités et objets d'art, les exportations ont augmenté sensiblement en termes réels, au quatrième trimestre, malgré la conjoncture défavorable qui a continué de régner dans les pays membres de l'OCDE. Cette évolution provenait principalement du fait que le cours réel du franc était bas pendant le premier semestre de 1981. La forte hausse du cours réel qui s'est produite dès le mois de septembre ne devrait se répercuter sur les exportations qu'à partir du premier semestre de 1982.

De 1980 à 1981, les exportations destinées à l'Europe occidentale ont augmenté de 3,4% en termes nominaux. Les ventes en Amérique du Nord se sont accrues de 19,5%, tandis que les livraisons en Amérique centrale et en Amérique du Sud ont progressé de 12,7%. Les exportations vers l'Afrique ont augmenté de 14,9%, et les livraisons en Asie, de 10,6%. En revanche, les ventes dans les pays de l'Est ont diminué de 6,4%.

En raison de la récession à l'étranger, les exportations réelles de biens d'équipement ont fléchi de 0,4% l'an passé. Par contre, les livraisons à l'étranger de biens de consommation, ainsi que de matières premières et produits semi-ouvrés ont augmenté respectivement de 6,7 et de 4,3%. Les exportations de biens de consommation se sont avérées relativement indépendantes de la conjoncture.

Tableau no 9: commerce extérieur

	1979	1980	1981 ⁴	1981 ⁴				1982 ⁴
				3e trim.	4e trim.	nov.	déc.	
importations ¹	48 730.3	60 859.3	60 094.1	15 194.0	15 243.9	4 914.7	4 953.1	4 028.3
exportations ¹	44 024.5	49 607.6	52 821.9	12 752.9	14 300.0	4 659.7	4 712.7	3 786.0
solde de la balance commerciale I ¹	-4 705.8	-11 251.7	-7 272.2	-2 441.1	- 943.9	- 255.0	- 240.4	- 242.3
solde de la balance commerciale II ^{1, 3}	-4 617.4	- 9 331.9	-7 985.2	-2 643.6	-1 095.1	- 352.2	- 239.7	- 293.0
importations nominales ^{2, 3}	14.4	20.5	5.1	7.2	3.4	4.8	0.9	- 4.2
exportations nominales ^{2, 3}	4.3	11.1	9.2	10.8	10.2	11.4	12.3	3.6
valeurs moyennes à l'importation ^{2, 3}	6.9	11.8	7.2	9.4	1.8	0.8	- 0.1	- 3.0
valeurs moyennes à l'exportation ^{2, 3}	1.1	5.9	5.8	5.7	2.2	4.9	- 1.9	3.7
importations réelles ^{2, 3}	7.0	7.8	- 2.0	- 1.9	1.6	4.0	1.1	- 1.2
exportations réelles ^{2, 3}	3.2	4.9	3.2	4.9	7.8	6.1	14.5	- 0.1

¹ en millions de francs

² variation en % par rapport à l'année précédente

³ 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

Importations

Abstraction faite des métaux précieux, pierres précieuses et bijoux, ainsi que des antiquités et objets d'art, le volume des importations a augmenté de 1,6% au quatrième trimestre, après avoir diminué durant les trois premiers trimestres. Les achats à l'étranger de produits énergétiques notamment se sont accrus vigoureusement. Cette évolution s'explique en particulier par le fait que les citernes de mazout n'ont pas été remplies avant le mois de novembre, en raison des taux d'intérêt élevés et de la tendance à la baisse du prix du mazout. En termes réels, les importations de biens de consommation ont dépassé quelque peu les chiffres du dernier trimestre de 1980, reflétant ainsi un niveau de la consommation qui demeure élevé. Quant à la diminution des importations de biens d'équipement, elle traduit l'affaiblissement de la conjoncture qui a commencé à se manifester.

Balance commerciale et balance des revenus

Par rapport à la même période de l'année précédente, le déficit de la balance commerciale s'est réduit de plus de 50% au quatrième trimestre. Cette évolution était due

surtout à l'affaiblissement conjoncturel que les importations de biens d'équipement, de matières premières et de produits semi-ouvrés ont enregistré. Comme on l'a observé déjà dans les phases correspondantes des cycles conjoncturels en Suisse, la croissance des importations a diminué plus rapidement que celle des exportations. Abstraction faite des échanges d'or et d'argent, le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 7,3 milliards de francs en 1981, un montant inférieur de 3 milliards à celui de l'année antérieure. Cette évolution a contribué pour une large part à la formation du solde actif de la balance des revenus, lequel est estimé à plus de 4 milliards de francs.

Marché du travail

La détente qui est apparue au troisième trimestre sur le marché du travail a continué au quatrième trimestre, entraînant une forte augmentation du chômage partiel. En moyenne, 14 703 personnes ont été en chômage partiel, contre environ 1800 un an auparavant. Le taux de chômage est resté bas, puisqu'il s'est inscrit à 0,2%. Pour la première fois depuis près de deux ans, les offices du travail ont enregistré, au mois de décembre, un

Tableau no 10: *emploi*

	1979	1980	1981	1981			1982 janv.
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	
indice de l'emploi ¹	0.8	2.1	0.9	1.0	0.9	0.5	
taux de chômage	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
chômeurs complets	10 333	6 255	5 889	4 725	4 630	7 318	11 725
chômeurs partiels	11 935	2 128	5 704	2 384	2 450	14 703	22 277
places vacantes	8 921	12 312	11 876	12 918	11 156	9 869	8 392

¹ variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau no 11: *prix et salaires**

	1979 ¹	1980 ¹	1981 ¹	1981			1982	
				2e trim. ¹	3e trim. ¹	4e trim. ¹	janv.	févr.
indice des prix à la consommation								
- total	3.6	4.0	6.5	5.9	7.1	7.0	6.1	5.3
- produits suisses	1.7	3.4	5.8	5.6	6.0	6.8	6.7	
- marchandises importées	9.5	5.9	8.3	7.1	10.4	7.5	4.7	
indice des prix de gros								
- total	3.8	5.1	5.8	5.3	6.6	6.1	4.7	4.0
- produits suisses	1.9	4.4	5.6	5.3	5.7	6.4	5.3	5.0
- marchandises importées	8.5	6.8	6.2	5.4	8.7	5.3	3.1	1.5
gains mensuels des travailleurs								
- nominaux	2.2	4.5	4.4	4.5	4.4	4.2		
- réels	-1.4	0.5	-2.0	-1.4	-2.6	-2.6		

¹ moyenne annuelle ou trimestrielle

* variation en % par rapport à l'année précédente

plus grand nombre de personnes en quête d'emploi que de places vacantes.

L'emploi a commencé également à s'affaiblir. Au quatrième trimestre, l'indice dépassait encore de 0,5% le niveau observé un an auparavant. Toutefois, l'augmentation s'est limitée au secteur des services, l'industrie, les arts et métiers, ainsi que le secteur de la construction enregistrant un recul. Le fléchissement s'est chiffré à 0,3% dans l'industrie et l'artisanat et à 0,8% dans le secteur de la construction.

Le marché du travail a continué de s'affaiblir au début de 1982. Au mois de janvier, le nombre de chômeurs complets a augmenté de 2576 pour s'inscrire à 11 725, alors que celui de chômeurs partiels a passé à 22 277; un an auparavant, ces derniers étaient au nombre de 3550.

Prix et salaires

Dans l'évolution des prix, un changement de tendance s'est dessiné au quatrième trimestre. Après avoir atteint le niveau maximal de 7,5% au mois de septembre, la hausse des prix à la consommation a ralenti continuellement, pour se chiffrer à 6,6% au mois de décembre. L'évolution des prix de gros reflète aussi un fléchissement de l'inflation. Au mois de décembre, l'indice dépassait de 5,5% le niveau atteint un an auparavant, les prix des produits importés étant montés de 4,1% et ceux des marchandises suisses, de 6,5%. Au troisième trimestre, le renchérissement annuel des produits importés dépassait encore sensiblement celui des marchandises suisses.

La tendance marquée par le taux d'inflation s'est maintenue au début de 1982. En janvier, le taux annuel d'augmentation des prix à la consommation s'inscrivait à 6,1% en un an, et celui des prix de gros, à 4,7%.

En 1981, l'évolution des gains des travailleurs a pris du retard sur celle des prix, même si le renchérissement a ralenti vers la fin de l'année. Les salaires mensuels nominaux étant montés de 4,2% au quatrième trimestre par rapport à la période correspondante de 1980, les salaires réels ont diminué temporairement de 2,6%. Cependant, la compensation du renchérissement accordée au début de 1982 a compensé en grande partie cette baisse.

2. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale ajustée était de 2,5% inférieure à son niveau de la période correspondante de 1980; le trimestre précédent, un recul de 0,5% avait été observé. Ce fléchissement était dû au cours un peu plus restrictif que la Banque nationale avait donné à sa politique monétaire, au début du mois de septembre, pour empêcher une nouvelle baisse du

Tableau no 12: *évolution de la monnaie centrale ajustée et du numéraire en circulation*

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

	monnaie centrale ajustée ¹	%	Numéraire en circulation ¹	%
1978	28 859	16.8	19 474	4.9
1979	30 546	5.8	21 048	8.1
1980	28 149	-7.8	21 740	3.3
1981	27 986	-0.6	21 912	0.8
1981 1er trim.	28 288	-0.6	22 197	1.7
2e trim.	27 950	1.3	21 910	1.5
3e trim.	27 714	-0.5	21 593	0.8
4e trim.	27 990	-2.5	21 947	-0.9

¹ moyenne des valeurs journalières

cours du franc et protéger l'économie suisse contre les poussées inflationnistes provenant de l'étranger. Par la suite, le cours du franc pondéré en fonction du commerce extérieur est monté sensiblement. Aussi la Banque nationale n'a-t-elle pas accentué le caractère restrictif de sa politique au quatrième trimestre. L'affaiblissement de la conjoncture en Suisse l'a incitée au contraire à accroître vers la fin de l'année la monnaie centrale ajustée. Néanmoins, cette dernière était encore inférieure, à la fin de l'année, au montant enregistré un an auparavant.

En moyenne, la monnaie de banque centrale ajustée a diminué de 0,6% l'an passé. Ce résultat a donc été nettement inférieur au taux d'expansion de 4%, choisi comme objectif au début de l'année. En raison surtout de la hausse du dollar et des poussées inflationnistes qui en ont résulté, l'institut d'émission a maintenu la monnaie de banque centrale à un niveau inférieur à ce qui avait été prévu.

Avec un certain retard, les effets de la politique monétaire restrictive se sont exercés sur les crédits bancaires et, partant, sur l'évolution des autres agrégats monétaires. L'expansion du crédit s'étant ralentie, la masse monétaire M_3 n'a plus augmenté depuis le milieu de l'année. Par ailleurs, la transformation de dépôts à vue en placements plus rémunérateurs semble avoir cessé. Les taux d'accroissement des masses monétaires M_1 et M_2 devraient donc se rapprocher de nouveau l'un de l'autre. Au quatrième trimestre, cette évolution ne s'est pas encore répercutée sur les taux moyens de variation annuelle: par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la masse monétaire M_1 a diminué de 7,3%, tandis que M_2 et M_3 se sont accrus respectivement de 14,5 et de 5%.

D'entente avec le Conseil fédéral, la Banque nationale a décidé d'accroître de 3%, en 1982, la monnaie de banque centrale ajustée. En poursuivant cet objectif, l'institut d'émission veut assurer le retour graduel à la stabilité des prix et ne pas accentuer, par ses mesures monétaires, le fléchissement conjoncturel qui s'annonce.

Tableau no 13: *évolution des agrégats monétaires*
(variation en % par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	M ₁ ¹	M ₂ ¹	M ₃ ¹
1978	16.6	7.6	9.1
1979	8.5	10.0	9.4
1980	-9.0	17.6	6.5
1981	-3.7	12.9	5.2
1981 1er trim.	-2.0	8.2	3.0
2e trim.	-1.4	11.6	5.4
3e trim.	-3.8	17.2	7.3
4e trim.	-7.3	14.5	5.0

¹ moyenne des valeurs en fin de mois

Marchés monétaire et financier

Sur les marchés monétaire et financier, l'événement le plus important du quatrième trimestre a été le changement de tendance qui s'est produit dans l'évolution des taux d'intérêt: aussi bien les taux du marché monétaire que ceux du marché des capitaux ont eu tendance à baisser à partir du début du mois de novembre, après être montés presque toujours, parfois en flèche, pendant les trois premiers trimestres.

A la fin du mois de novembre, l'accord monétaire que la Confédération suisse et la Principauté de Liechtenstein ont conclu au mois de juin est entré en vigueur. Depuis lors, toutes les prescriptions légales et administratives suisses qui se rapportent à la politique de la monnaie, du crédit et des changes, ainsi qu'à la protection des billets de banque et des espèces métalliques suisses s'appliquent également à la Principauté de Liechtenstein. En ce qui concerne ces dispositions, les banques liechtensteinoises et les autres personnes ou sociétés ayant leur domicile ou leur siège dans la Principauté sont assimilées aux personnes domiciliées en Suisse.

Il en résulte notamment que la Banque nationale assimile les effets, les chèques et les reconnaissances de dette sur le Liechtenstein aux titres suisses analogues. L'émission publique, pour le compte de personnes et sociétés domiciliées au Liechtenstein, de rescriptions, d'obligations, d'actions, de bons de jouissance ou de papiers-valeurs analogues est soumise désormais au contrôle de la Commission fédérale des émissions. En ce qui concerne l'obligation de demander une autorisation pour exporter des capitaux, la Principauté de Liechtenstein n'est plus considérée comme territoire étranger.

Marché monétaire

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois atteignait 12%, soit son niveau maximal, à la

fin du mois de septembre. Il a diminué à 9% jusqu'à la fin de l'année. Au début du mois de février, il s'inscrivait encore à 8,5%. Parallèlement à cette évolution, les grandes banques ont modifié la rémunération qu'elles servent sur les dépôts à trois mois. Au début de l'année, elles ont supprimé la réduction de 0,75% qu'elles appliquaient aux taux des dépôts inférieurs à fr. 250 000.-; depuis, les rémunérations des dépôts portant sur fr. 100 000.- au moins varient en fonction de la durée uniquement. Le changement de tendance qui s'est produit dans l'évolution des taux s'explique notamment par l'affaiblissement conjoncturel de la demande de crédits; la hausse du cours du franc a contribué à renforcer le repli des taux d'intérêt.

Les avoirs en comptes de virements que l'économie entretient à la Banque nationale ont été relativement peu élevés en raison de la politique monétaire restrictive. Aux mois de novembre, de décembre et de janvier, ils se sont inscrits à 6,4 milliards, à 7,3 milliards et à 6,7 milliards de francs en moyenne. Ainsi, ils étaient inférieurs aux moyennes enregistrées un an auparavant (6,7 milliards, 8,7 milliards et 7,6 milliards de francs).

Une légère tension est apparue sur le marché monétaire à l'approche des fins de mois, à l'exception de l'échéance de janvier 1982. Il en est résulté des hausses passagères de taux d'intérêt. A la fin de l'année, les avoirs en comptes de virements de l'économie s'inscrivaient à 12,5 milliards de francs, contre 13,7 milliards en 1980.

L'an dernier, l'approvisionnement du système bancaire en disponibilités a pris les formes suivantes: en cours de mois, il a reposé principalement sur des swaps et le financement des échéances a été assuré principalement par des crédits traditionnels de l'institut d'émission (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse) et, aux échéances trimestrielles, par des swaps liés aux bons Carter et quelques swaps à très court terme. Grâce au système d'annonce préalable qu'elle a introduit au mois de mai, la Banque nationale savait pour quels montants ses crédits traditionnels seraient mis à contribution; lorsque la liquidité menaçait de dépasser, à la fin du mois, le volume qu'il jugeait souhaitable, l'institut d'émission ne renouvelait pas tous les swaps arrivés à échéance.

Ce mécanisme a fonctionné également aux mois de novembre, de décembre et de janvier. A la fin de chaque mois, les crédits traditionnels de la Banque nationale ont augmenté de plus de 4,5 milliards de francs par rapport à la situation au 20 du mois; la diminution des devises, qui s'est chiffrée à 1,7 milliard de francs au mois de novembre et à 1,3 milliard au mois de janvier, était due principalement au fait que l'institut d'émission avait renoncé à renouveler des swaps arrivés à échéance. A la fin de l'année, la Banque nationale a satisfait une partie des besoins supplémentaires en concluant des swaps liés aux bons Carter, en achetant des devises et en concluant d'autres swaps pour un montant d'environ un milliard de francs.

Pendant chacun des mois de novembre, de décembre et de janvier, la Confédération a recueilli environ 200 millions de francs en émettant des créances comptables d'une durée de trois mois. Sur la base des offres reçues, le rendement a été fixé à 7,75, à 8 et à 7,12%, des niveaux nettement inférieurs à ceux des mois précédents.

Marché des changes

De la fin du mois d'octobre à la fin du mois de janvier, le franc s'est revalorisé par rapport à toutes les monnaies importantes, à l'exception du yen. Vers la fin de l'année, il s'est élevé vigoureusement face aux monnaies du SME. Cette évolution a incité la Banque nationale à intervenir sur le marché des changes aux mois de novembre et de décembre, afin d'empêcher une hausse trop brusque du cours du franc.

Tableau no 14: *variations du cours du franc suisse¹ par rapport aux principales monnaies*

	du mois d'oct. 1981 au mois de janv. 1982	du 4e trimestre 1980 au 4e trimestre 1981	
	nominal	nominal	réel
dollar	+ 8.9	- 5.7	- 8.3
yen	- 3.4	+ 0.4	+ 3.4
mark	+ 15.9	+ 9.7	+ 11.2
franc français	+ 22.5	+ 17.0	+ 13.4
lire	+ 20.0	+ 19.7	+ 13.3
livre sterling	- 0.5	+ 16.2	+ 14.5

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

Malgré la revalorisation relativement forte qui s'est produite à partir du mois d'août, le cours du franc par rapport au dollar est resté inférieur, durant le quatrième trimestre, au niveau atteint un an auparavant. En revanche, le cours de notre monnaie est resté stable vis-à-vis du yen et s'est élevé par rapport au mark, au franc français, à la lire et à la livre sterling.

Pondéré en fonction des exportations, le cours réel du franc était de 9,6% supérieur au niveau enregistré un an auparavant. En raison des variations réelles des cours de change, la capacité concurrentielle des entreprises suisses s'est détériorée l'an passé fortement par rapport à celle des producteurs européens et légèrement face à celle des fabricants japonais; elle s'est améliorée par rapport à celle de l'industrie américaine.

Marché des capitaux

Au cours des deux derniers mois de l'an passé, le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 6% en chiffre rond à près de 5,5%, niveau auquel il est resté jusqu'au début du mois de février. En général, le

rendement des emprunts émis par des débiteurs étrangers était de 1,5% supérieur à celui des obligations fédérales. Si les taux à court terme sont restés au-dessus des taux à long terme – contrairement à la structure ordinaire – les écarts se sont réduits, les rémunérations à court terme ayant diminué beaucoup plus fortement que celles à long terme. La baisse des taux à long terme montre que les investisseurs s'attendent à un fléchissement des taux à court terme.

Les écarts entre les taux à court et long terme s'étant réduits et le sentiment que les taux ont atteint leur point maximal s'étant répandu, beaucoup de souscripteurs ont abandonné la position d'attente qu'ils avaient prise sur le marché à court terme. Par conséquent, les nouveaux emprunts de débiteurs suisses ont été très bien accueillis, ce qui a permis une réduction des coupons d'environ ¼%. De même, pour les emprunts lancés par des débiteurs étrangers les souscriptions ont dépassé parfois fortement les montants offerts. En effet, les premiers cours hors bourse étaient souvent supérieurs aux prix d'émission.

Au mois de décembre, la Confédération a émis un emprunt à 5,75%, selon le système des enchères. Sur la base des offres reçues, le montant a été fixé à 255 millions de francs. Le prix d'émission de cet emprunt d'une durée de 9 ans s'est inscrit à 102,5% et le rendement, à 5,4%.

La commission chargée d'établir le programme des émissions a admis tous les emprunts annoncés pour le premier trimestre de 1982 et n'a procédé à aucune réduction. Le prélèvement d'argent frais devrait atteindre 2600 millions de francs, soit 405 millions de plus qu'au premier trimestre de l'an passé; les conversions prévues se chiffrent à 290 millions de francs, ce qui représente une diminution de 430 millions.

A partir du deuxième trimestre de 1981, la Banque nationale a établi un programme trimestriel des émissions publiques d'emprunts en faveur de débiteurs étrangers. Les objectifs fixés, soit une meilleure coordination des émissions et un recours plus régulier au marché, ont été atteints en grande partie. Cependant, le système a provoqué des distorsions dans la concurrence, qui menaçaient d'entraver, à la longue, le fonctionnement du marché. Aussi, avec effet au 1er janvier, la Banque nationale a-t-elle apporté des modifications. Dans le nouveau système, le début des émissions est coordonné, mais un véritable programme n'est plus établi. Ces changements ne devraient pas entraîner une augmentation du volume des émissions.

Evolution des bilans et des crédits bancaires

Conformément à une décision adoptée par la Commission fédérale des banques le 30 avril dernier, les banques sont tenues, à partir du 31 décembre 1981, d'introduire leurs positions en comptes-métal dans les bilans. Cette décision a entraîné une expansion considérable des bilans. Le taux annuel de croissance des bilans des

Tableau no 15: *provenance et utilisation des fonds en francs suisses des 71 banques, en 1980 et 1981*
(en millions de francs)

postes	1980		1981	
	provenance	utilisation	provenance	utilisation
liquidités ²		684	894	
opérations interbancaires				
– avoirs en banque		3 182		4 497
– engagements en banque	7 870		6 879	
effets de change et papiers monétaires	869		166	
opérations avec la clientèle domiciliée en Suisse				
– crédits ³		19 333		19 620
– fonds du public ⁴	10 140		11 180	
opérations avec la clientèle domiciliée à l'étranger				
– crédits ³		2 477		1 533
– fonds du public ⁴	1 402		681	
marché financier				
– titres, participations permanentes		1 823	85	
– emprunts obligataires, emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage	3 296		4 105	
capital social, réserves	2 179		1 775	
autres actifs et passifs ⁵		2 202	1 241	
solde des fonds en monnaies étrangères	3 945			1 356

¹ provenance des fonds: augmentations dans les postes passifs et diminutions dans les postes actifs

utilisation des fonds: augmentations dans les postes actifs et diminutions dans les postes passifs

² caisse, comptes de virements et comptes de chèques postaux

³ comptes courants débiteurs (à l'exclusion des métaux précieux), avances et prêts à terme fixe, crédits à des collectivités de droit public, placements hypothécaires

⁴ créanciers à vue (à l'exclusion des métaux précieux), créanciers à terme, dépôts d'épargne, livrets et carnets de dépôts, obligations de caisse

⁵ y compris tous les comptes-métal qui figurent au bilan sous les rubriques avoirs et engagements en banque, comptes courants débiteurs et créanciers à vue

71 banques, qui s'inscrivait à 8,8% à la fin du mois de novembre, a passé à 14,8% à la fin du mois de décembre. Abstraction faite des métaux précieux qui figurent maintenant au bilan, la progression se serait limitée à 9,3% à la fin de l'année. Dans les explications et les commentaires qui suivent, les métaux précieux portés récemment au bilan n'entrent pas en ligne de compte.

En 1981, les opérations bancaires ont moins augmenté que l'année précédente. Le total des bilans s'est accru de 9,3%, contre 10,9% en 1980. Les opérations avec l'étranger n'ont guère progressé, en raison des risques-pays accrus et des liquidités plus restreintes. Si, compte tenu des prêts accordés par les comptoirs à l'étranger, les crédits à l'étranger libellés en francs et en monnaies étrangères s'étaient accrus de 11,9 milliards en 1979 et de 6,6 milliards de francs en 1980, ils n'ont augmenté l'an passé que de 1,2 milliard, ou de 2,6%. De même, les crédits en Suisse ont progressé de 10,8% en 1981, contre 12,5% l'année précédente. L'évolution des promesses de crédit au quatrième trimestre montre que l'accroissement des crédits en Suisse continuera de ra-

lentir. Un fléchissement aussi prononcé que celui de 1975, année de récession, ne se dessine toutefois pas pour l'instant.

En 1981, les possibilités restreintes de financement ont influé nettement sur l'évolution des crédits libellés en francs. Dans ces circonstances, les banques ont mis davantage l'accent sur les crédits en Suisse. En 1981, l'accroissement des crédits libellés en francs, qui s'est chiffré à 21,2 milliards, est revenu à raison de 93% à des débiteurs domiciliés en Suisse, alors que l'année précédente, où une augmentation de 21,8 milliards avait été enregistrée, cette part s'inscrivait à 89%. Le financement de ces nouveaux crédits a posé de grosses difficultés aux banques l'an dernier.

L'évolution des crédits en Suisse libellés en francs s'est affaiblie au quatrième trimestre surtout. Le taux annuel de croissance s'est chiffré à 11,4% à la fin du mois de décembre, contre 12,6% un an auparavant. Compte tenu du renchérissement, l'augmentation s'est ralentie de manière très nette. L'expansion des crédits est reve-

nue à raison des deux tiers aux placements hypothécaires, bien que les banques n'aient accordé de nouvelles hypothèques qu'avec réticence, au second semestre surtout, en raison de la structure des taux d'intérêt. De même, les crédits commerciaux ont moins augmenté en 1981 que pendant l'année précédente. Après avoir diminué en 1980, les crédits à des collectivités de droit public se sont accrus, en revanche, à un rythme relativement élevé.

Les taux d'intérêt élevés ont influé en particulier sur le secteur de la construction. Bien que le renchérissement ait été très fort dans cette branche en 1981, le recours aux crédits de construction a moins augmenté que l'année précédente. De plus, les promesses de crédits ont été moins importantes dans ce secteur qu'en 1980; au quatrième trimestre, la diminution en un an a atteint 17%. Au cours de ce trimestre, les limites non encore utilisées ont commencé à diminuer graduellement; à la fin de l'année, elles étaient au même niveau qu'un an auparavant. Dans cette évolution, le fléchissement des promesses de crédit concernant la construction de maisons familiales et de villas a joué un rôle déterminant.

Au passif des bilans, les fonds de la clientèle ont évolué en 1981 comme l'année précédente. Les trois quarts de l'accroissement des fonds de la clientèle ont afflué sous la forme de dépôts à terme, c'est-à-dire de placements sur le marché monétaire dont la rémunération était plus élevée que le taux d'inflation. Le reste a été obtenu par l'émission d'obligations de caisse. Les fonds d'épargne et les fonds à vue ont continué de diminuer, le recul des fonds d'épargne s'accéléralant par rapport à l'année précédente.

L'an passé, les opérations fiduciaires des 71 banques ont augmenté moins fortement qu'en 1980. Le taux annuel de croissance, qui atteignait 62,6% à la fin de 1980, a passé à 28,3% un an plus tard. Les opérations en monnaies étrangères se sont ralenties, mais celles en francs suisses effectuées pour le compte de personnes domiciliées en Suisse et à l'étranger se sont accrues davantage que l'année précédente. En raison de la baisse des taux d'intérêt en Suisse, aucune augmentation des fonds fiduciaires libellés en francs n'a toutefois été enregistrée au quatrième trimestre.