

## **Situation économique et monétaire**

Rapport de la Direction générale  
remis au Conseil de banque  
pour sa séance du 11 juin 1982



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

### 1. Aperçu de l'évolution internationale

Dans l'ensemble, les principaux pays industrialisés n'ont une fois de plus pas enregistré de *croissance économique réelle* au premier trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, le produit national brut réel n'a augmenté qu'au Japon, où la progression a été toutefois légère; les pays d'Europe occidentale ont connu une stagnation, alors que l'activité économique diminuait sensiblement aux Etats-Unis.

En raison de l'affaiblissement conjoncturel persistant, la situation s'est détériorée sur les marchés du travail. Dans la zone de l'OCDE, environ 8% de la population active étaient au chômage au début de l'année. Même le taux de chômage au Japon, qui s'inscrivait pourtant à 2,3% seulement, était le plus élevé que ce pays ait enregistré depuis la guerre.

Dans la plupart des pays, les taux d'inflation ont continué de baisser. Dans la zone de l'OCDE, la hausse en un an des prix à la consommation a passé de 10,2% à la fin du quatrième trimestre de 1981 à 8,5% à la fin du mois de mars. L'évolution des prix de gros incite à penser que la hausse des prix à la consommation ralentira encore. Par ailleurs, la baisse du prix du pétrole qui a lieu depuis plusieurs trimestres a entraîné une amélioration de la balance des revenus de certains pays industrialisés.

Au premier trimestre, la plupart des *autorités monétaires* ont maintenu le caractère restrictif de leur politique pour ne pas compromettre les succès remportés

dans la lutte contre l'inflation. Certains pays d'Europe ont assoupli prudemment leur politique. Par la suite, les taux d'intérêt ont en partie baissé sur les marchés monétaires.

Durant les trois premiers mois de l'année, les *marchés des changes* ont été marqués par une hausse du cours du dollar. Cette tendance, qui avait commencé au trimestre précédent, a été particulièrement forte, puisque les cours de toutes les monnaies importantes ont baissé par rapport au dollar, même si l'ampleur de l'évolution a différé d'une devise à l'autre. Les monnaies européennes – y compris celles qui ne font pas partie du Système monétaire européen (SME) – sont restées relativement stables les unes par rapport aux autres. Seul le cours du franc français est descendu à plusieurs reprises au point inférieur d'intervention, ce qui a obligé la Banque de France à intervenir massivement. Au mois d'avril, le cours du mark s'est raffermi par rapport aux principales autres monnaies européennes.

### 2. Etats-Unis

Aux Etats-Unis, l'affaiblissement de l'activité économique s'est poursuivi cette année. Par rapport à la période correspondante de 1981, le *produit national brut réel* a diminué d'environ 2% au premier trimestre. Le nombre croissant de faillites dans les petites et moyennes entreprises, l'utilisation en baisse de l'appareil de production et d'autres indicateurs conjoncturels importants montrent qu'il ne faut pas s'attendre à une accélération sensible de la conjoncture dans un proche avenir. Au mois d'avril, la production de marchandises a même diminué de 7% en un an; toutefois, l'évolution a différé fortement d'une branche à l'autre.

Les réductions d'impôts accordées l'an passé n'ont pas entraîné l'accroissement désiré du revenu disponible, car la conjoncture défavorable a réduit les salaires réels et, de plus, les cotisations d'assurances sociales ont été majorées. Malgré la diminution du revenu disponible, la consommation privée a augmenté quelque peu en volume au premier trimestre. En termes nominaux, la consommation du secteur public ne s'est accrue que légèrement. La demande d'investissements, en particulier celle de biens d'équipement, a continué de diminuer.

Le taux de chômage s'est accru encore au premier trimestre, pour atteindre 9,4% au mois d'avril. En revanche, le taux annuel de renchérissement a passé de 11% au mois de septembre à 6,8% à la fin du premier trimestre. Pour la première fois depuis dix-sept ans, on a enregistré une baisse des prix au mois de mars.

Malgré les difficultés conjoncturelles, la *Réserve Fédérale* entend poursuivre sa politique restrictive en 1982. L'objectif d'expansion de la masse monétaire  $M_1$  a été fixé entre 2,5 et 5,5%, alors que celui de 1981 était compris entre 6 et 8,5%. Au mois de janvier, l'accroissement de la masse monétaire  $M_1$  a pris une ampleur surprenante, ce qui a incité la Réserve Fédérale à réduire les

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

	du mois de janv. 1982 au mois d'avril 1982		du 1er trimestre 1981 au 1er trimestre 1982		
	nominal		nominal		réel
	p. rapport au dollar	moyenne pondérée	p. rapport au dollar	moyenne pondérée	moyenne pondérée
dollar	–	23.0	–	10.3	9.5
yen	–34.3	–24.5	–13.7	– 6.5	–12.1
mark	–18.3	9.0	–12.4	3.6	1.8
franc français	–28.4	– 1.5	–22.3	– 6.4	– 1.6
lire	–30.0	– 5.3	–24.0	– 9.1	– 2.3
livre sterling	–25.3	– 2.0	–20.0	–10.0	– 9.0
franc suisse	–24.9	– 0.5	1.2	17.2	11.6

<sup>1</sup> moyenne mensuelle; variation en % par rapport à l'année précédente;

source: Morgan Guaranty Trust

réserves libres des banques en vendant des titres sur le marché. Les taux d'intérêt sont montés alors sur le marché monétaire, et l'augmentation de  $M_1$  a ralenti aux mois de février et de mars. Au premier trimestre, l'expansion de la base monétaire s'est inscrite à 5,7% par rapport à la période correspondante de 1981.

Depuis un certain temps déjà, on a observé que le marché monétaire américain était très sensible à la publication hebdomadaire de données sur la masse monétaire. Afin de modérer les fortes variations de taux d'intérêt à court terme qu'entraîne cette publication, la Réserve Fédérale a l'intention de ne communiquer dorénavant que des données moyennes se rapportant à quatre semaines.

Depuis le mois de janvier, le cours du *dollar* est monté fortement, en termes nominaux et réels. Comme le cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur s'est élevé de presque 10% en un an, la capacité concurrentielle des exportateurs américains s'est affaiblie sensiblement.

En raison des taux d'intérêt élevés, de la politique monétaire restrictive et des incertitudes relatives au déficit budgétaire, une relance durable de l'économie est peu vraisemblable dans un proche avenir.

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
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
4e trim.	169.8	4.4	435.7	5.5	14.0
1982 1er trim.	172.7	5.7	446.2	6.7	15.1
janvier	171.4	5.8	447.2	7.5	14.7
février	173.0	5.5	444.8	6.5	14.9
mars	178.8	5.8	446.6	6.2	15.6
avril					15.0

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

### 3. République fédérale d'Allemagne

En République fédérale d'Allemagne, aucune amélioration de la conjoncture ne s'est produite au cours des trois premiers mois de l'année. La production industrielle est restée au bas niveau enregistré au trimestre précédent. Dans l'industrie de la construction, où règne une forte crise, une légère tendance à la reprise s'est dessinée au premier trimestre; la demande intérieure

restant faible, on compte néanmoins sur une nouvelle diminution du volume de la construction. Les entrées de commandes venant de l'étranger, qui avaient augmenté quelque peu au mois de février, ont fléchi de nouveau en mars pour s'inscrire au bas niveau enregistré l'automne passé. Comme la conjoncture internationale est défavorable et que les entrées de commandes passées par la clientèle allemande ont diminué aussi, il ne faut pas compter sur une reprise prochaine de l'activité économique.

Sur le marché du travail, la situation a continué de se détériorer au premier trimestre; le pays comptait 1,7 million de chômeurs au mois de mars, soit 7,1% de la population active. De fin décembre à fin avril, le taux annuel de renchérissement a passé de 6,3% à 5%.

Après avoir enregistré un excédent d'environ 3 milliards de marks au dernier trimestre de 1981, la balance des revenus a accusé de nouveau des déficits aux mois de janvier et de février. Toutefois, ceux-ci ont été beaucoup plus faibles que ceux des périodes correspondantes de l'année précédente. L'amélioration s'est poursuivie puisque la balance a dégagé des excédents aux mois de mars et d'avril.

La *Banque fédérale d'Allemagne* a l'intention d'accroître la monnaie centrale de 4 à 7% en 1982. L'expansion s'étant chiffrée à 3,5% l'an dernier, cet objectif traduit le désir d'assouplir légèrement la politique monétaire. Au début de 1982, la monnaie centrale a augmenté très vigoureusement; à la fin du premier trimestre, elle atteignait déjà la limite supérieure de l'objectif fixé. L'accroissement a résulté avant tout d'achats de papiers-values sur le marché. La liquidité ayant augmenté, les taux d'intérêt ont baissé continuellement sur le marché monétaire; à la fin du premier trimestre, ils étaient inférieurs

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
1981 1er trim.	160.1	4.8	242.2	3.9	12.0
2e trim.	161.6	4.7	239.5	1.7	12.6
3e trim.	163.1	4.8	240.0	0.7	12.5
4e trim.	163.5	3.5	240.9	-1.7	10.9
1982 1er trim.	166.1	3.7			9.9
janvier	164.7	3.3	242.1	-1.1	10.2
février	166.3	3.8	243.0	-0.5	10.1
mars	167.3	4.2			9.3
avril					8.9

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

à 10%. Aux mois de janvier et de mars, la Banque fédérale a donc pu abaisser de ½% le taux de ses avances sur nantissement, sans risquer un affaiblissement du mark au sein du SME, ni un reflux de devises. Au mois de mai, elle a renoncé complètement à ses avances spéciales sur nantissement et octroyé de nouveau, pour la première fois depuis février 1981, des avances habituelles sur nantissement; le taux de ces avances a été fixé à 9%. Ainsi, l'institut d'émission a indiqué son intention de maintenir une politique axée sur la baisse des taux.

Le *cours du mark*, qui avait baissé à la fin de 1981 et au début de l'année en cours, s'est raffermi au mois d'avril et a atteint la partie supérieure de la marge de fluctuation fixée dans le cadre du SME. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le cours pondéré en fonction du commerce extérieur s'est élevé au premier trimestre de 3,6% en termes nominaux et de 1,8% en termes réels.

#### 4. Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, le *produit national brut réel* a diminué de 3% en 1981, en dépit d'une augmentation de 0,5% entre le premier et le second semestre. Après un ralentissement de la production industrielle vers la fin de l'année, une reprise de l'activité économique a eu lieu au premier trimestre de 1982. L'investissement s'est accru, et l'industrie a commencé à reconstituer ses stocks. Selon une enquête qu'a menée l'Association des industriels britanniques, les entreprises s'attendent en majorité à ce que le degré d'utilisation de l'appareil de production reste insatisfaisant en raison de la faiblesse de la demande. A court terme, l'incertitude des perspectives économiques résulte surtout du conflit des îles Malouines.

Au premier trimestre, le renchérissement a commencé à faiblir sensiblement. De fin décembre à fin avril, le taux d'inflation a passé de 12% à 9,4%. En revanche, la situation ne s'est pas améliorée sur le marché du travail. Le taux de chômage est monté de nouveau, atteignant presque 12% au mois d'avril. De plus, environ un quart de million d'élèves quitteront l'école cet été pour se présenter sur le marché du travail, ce qui pourrait relever encore le taux de chômage.

Pour l'année *budgétaire* 1982-1983, le gouvernement prévoit une augmentation nominale des dépenses de 10%. En outre, il entend compenser la progression à froid; par ailleurs, il a majoré les cotisations d'assurances sociales et quelques impôts indirects. Il ne faut donc pas s'attendre à ce que la politique budgétaire stimule la conjoncture.

Les *autorités monétaires* ont fixé de nouveau un objectif d'expansion de la masse monétaire  $M_3$  sterling; elles envisagent d'augmenter  $M_3$  sterling dans des li-

mites comprises entre 8 et 12% pour la période allant du mois de février 1982 à celui d'avril 1983. Au cours des douze mois précédents, la croissance de la masse monétaire  $M_3$  a été largement plus forte que l'objectif fixé sous la forme d'une fourchette de 6 à 10%. Le dépassement s'explique surtout par la forte extension, au mois de novembre dernier, du nombre de banques entrant dans la statistique. Par contre, cette extension n'a guère influé sur la base monétaire, qui semble être actuellement l'indicateur le plus sûr de la politique monétaire britannique. Aussi bien l'an passé qu'au premier trimestre de 1982, l'expansion de la base monétaire a reflété une politique beaucoup plus restrictive que l'accroissement de  $M_3$ .

Pour la première fois depuis des années, le secteur public a enregistré au premier trimestre un léger excédent de recettes. La Banque d'Angleterre a compensé la diminution des liquidités qui en a résulté pour l'économie en achetant des papiers-valeurs sur le marché.

Sur le marché monétaire, la baisse des taux d'intérêt qui persistait depuis l'automne dernier s'est poursuivie au premier trimestre, malgré la légère reprise de la conjoncture et la politique monétaire restrictive.

Tableau no 4:

#### *évolution monétaire au Royaume-Uni*

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

	Base monétaire a)	%	$M_3$ sterling b)	% b)	Taux de l'euro-livre à trois mois
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
4e trim.	11.6	0.9	83.1	14.7 *	15.9
1982 1er trim.					14.1
janvier	11.6	3.6	84.7	15.1 *	14.6
février	11.5	0.0	84.7	14.8 *	14.1
mars					13.6
avril					13.6

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

b) depuis novembre 1981, les données concernant  $M_3$  sterling ne sont plus comparables à celles des mois précédents en raison de modifications apportées dans la statistique. Aussi les taux de croissance ont-ils été estimés.

\* estimation

*Sur les marchés des changes*, la livre est restée relativement stable par rapport aux autres monnaies européennes importantes mais s'est appréciée vis-à-vis du dollar. En un an, la capacité concurrentielle des exportateurs britanniques s'est améliorée sensiblement, puisque le cours de la livre pondéré en fonction du commerce extérieur a baissé de 9% en termes réels.

## 5. France

En France, le *produit intérieur brut* n'a augmenté l'an passé que de 0,4% en termes réels, malgré l'accroissement des dépenses publiques depuis l'été dernier. La stagnation observée vers la fin de 1981 s'est poursuivie au premier trimestre de l'année courante.

La consommation, seul élément du produit national dont le volume avait encore augmenté l'an passé, a commencé à s'affaiblir au premier trimestre de 1982. Le bas niveau des entrées de commandes dans l'industrie des biens d'équipement reflète une faiblesse persistante de la propension à investir. La production industrielle, qui s'était accrue quelque peu au second semestre de 1981, a été inférieure, au premier trimestre de l'année courante, à celle des trois mois précédents.

La consommation du secteur public augmentera fortement cette année, car le *déficit budgétaire* est estimé à 16 milliards de dollars en chiffre rond, ce qui correspond à 2,6% du produit national brut.

L'inflation, dont le taux atteignait 14,1% au mois de mars, demeure un des problèmes principaux de l'économie française. L'écart entre les taux d'inflation enregistrés en France et à l'étranger s'est encore creusé. De plus, la situation s'est détériorée sur le marché du travail; le taux de chômage s'est inscrit au mois de mars à 8,7%, soit 1,5% au-dessus du niveau observé un an auparavant.

L'évolution du commerce extérieur est restée défavorable, le déficit s'inscrivant à 2,7 milliards de dollars au premier trimestre. En 1981, le déficit avait atteint plus de 10 milliards de dollars.

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 <sub>2</sub> b)	%	Taux des dépôts à trois mois b)
1981 1er trim.	190.2	13.8	1 414.3	11.4	13.1
2e trim.	203.0	22.4	1 466.7	12.8	17.6
3e trim.	193.7	13.7	1 514.7	14.1	18.4
4e trim.	197.3	9.5	1 527.3	12.3	16.8
oct.	195	18.5	1 528.0	13.3	18.8
nov.	195	5.5	1 526.0	12.0	15.8
déc.	202	4.5	1 528.0	11.7	15.8
1982 janvier					15.4
février					15.4
mars					17.0
avril					16.8

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

Pour 1982, les autorités envisagent une *politique monétaire* axée un peu plus sur l'expansion que l'an passé; elles se proposent en effet d'augmenter la masse monétaire M<sub>2</sub> dans des limites comprises entre 12,5 et 13,5%, contre 10% en 1981. Par conséquent, la Banque de France a majoré le plafond des crédits que les établissements bancaires sont autorisés à accorder. La baisse du cours du franc a permis à l'institut d'émission de réduire le taux de ses avances sur nantissement. Par la suite, les taux à trois mois ont diminué rapidement sur le marché monétaire. Au premier trimestre de 1982, ils se sont inscrits encore à 16% en chiffre rond, soit à peu près au niveau des taux correspondants appliqués sur le marché des euro-francs.

Au premier trimestre, le *cours du franc* français s'est approché de nouveau à plusieurs reprises du point inférieur d'intervention, ce qui a obligé la Banque de France à intervenir massivement.

## 6. Italie

En Italie, le *produit intérieur brut réel* a diminué de 0,2% l'an passé. La demande de biens de consommation et d'équipement est demeurée faible durant l'année en cours. L'évolution de la production industrielle – selon les données provisoires relatives au mois de février, la production industrielle était inférieure de 1,7% au niveau atteint un an auparavant – et celle du degré d'utilisation des capacités techniques n'indiquent pas une reprise de l'activité économique. Sur le marché du travail, où le taux de chômage atteignait 9% à la fin de 1981, la situation s'est détériorée ces derniers mois. Dans le domaine des prix, on a enregistré certains succès: si le renchérissement s'inscrivait encore à 15,5% au mois d'avril, il était bien inférieur au taux de 20% observé un an auparavant. La balance commerciale, dont le solde a été constamment négatif depuis la deuxième crise pétrolière, a accusé un déficit de 4,3 milliards de dollars au premier trimestre de 1982.

Le taux annuel de croissance de la *base monétaire* s'inscrivait à 11,5% au mois de décembre. Durant le premier trimestre de cette année, les autorités monétaires ont assoupli leur politique en augmentant quelque peu l'expansion autorisée du crédit bancaire. Par la suite, les taux d'intérêt ont baissé légèrement sur le marché monétaire. Néanmoins, les taux à trois mois ne sont jamais descendus au-dessous de 20% sur le marché des euro-lires.

Au premier trimestre, le cours de la *lire* s'est affaibli, sans tomber toutefois jusqu'à la limite inférieure d'intervention fixée dans le cadre du SME. Au mois d'avril, le gouvernement a adopté, pour la sauvegarde de la monnaie, un train de mesures dans le domaine des opérations de change. Ainsi, il a réduit le délai dans lequel les exportateurs sont tenus de convertir leurs recettes en lires.

## 7. Japon

Au quatrième trimestre de 1981, le *produit national brut* a diminué en termes réels, pour la première fois depuis 1975. Dû au fléchissement de la demande extérieure, ce recul s'est inscrit à 0,9%. Au premier trimestre de 1982, la production industrielle était supérieure à son niveau de la période correspondante de l'année précédente, mais voisine de celui du dernier trimestre de 1981. Pour la première fois depuis longtemps, la consommation privée a augmenté, mais faiblement, aux mois de janvier et de février. Les investissements ont fléchi surtout dans les petites entreprises et dans l'industrie de la construction, tandis qu'ils sont restés au niveau antérieur dans les grandes entreprises. Au premier trimestre, la balance des revenus s'est soldée par un déficit de 900 millions de dollars, soit un montant légèrement supérieur à celui de la période correspondante de 1981.

Tableau no 6:

### évolution monétaire au Japon

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

	Base monétaire d)	%	M <sub>2</sub>	%	Taux de l'euro-yen à trois mois
1981 1er trim.	19999	4.2	206266	7.5	7.6
2e trim.	19778	-2.7	213000	7.9	7.2
3e trim.	19860	-1.8	218766	9.6	7.2
4e trim.	21036	1.2	223533	10.3	6.9
nov.	20189	1.5	220500	9.6	6.8
déc.	23568	2.7	230100	10.5	6.7
1982 janvier	20397	4.3			6.3
février	20655	4.3			6.2
mars					6.4

d) source: International Financial Statistics, tableau Japon

Tableau no 7: indicateurs conjoncturels internationaux

### Prix à la consommation

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

	1979	1980	1981	1982				
				4e trim.	1er trim.	février	mars	avril
Etats-Unis	11,3	13,5	8,9	9,7	7,6a	7,5	6,8	6,6
RFA	4,1	5,5	5,9	6,5	5,8a	5,8	5,2	5,0a
Royaume-Uni	13,4	18,0	12,0	11,9	11,1a	11,0	10,4	9,4
France	10,8	13,6	13,4	14,1	14,0a	13,9	14,1	13,9
Italie	15,7	21,1	18,7	18,2	16,7a	16,7	16,1	15,5a
Japon	3,6	8,0	4,9	4,0	3,1	3,1	2,8	2,8
Suisse	3,6	4,0	6,5	7,1	5,4	5,3	4,7	5,6

a) chiffre provisoire

### Chômage (en % de la population active), variations saisonnières déduites

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

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

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			1982
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	3,2	-0,2	2,0a	1,0	3,2	3,0	-2,2a
RFA	4,4	1,8	-0,3a	-0,5	0,4	-0,8a	-
Royaume-Uni b)	2,2	-3,0	-3,0	-0,1a	-2,2a	-0,1a	-
France b)	3,1	1,3	0,4	-	-	-	-
Italie b)	4,9	2,7	-0,2	-0,3a	0,2a	-	-
Japon	5,6	4,2	2,9	2,9	3,3	2,1a	-
Suisse	2,5	4,0	1,9	3,0ab	2,1ab	1,9ab	-

a) chiffre provisoire

b) PIB

### Balance des revenus (solde en milliards de dollars), variations saisonnières déduites

	1979	1980	1981	1981			1982
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	1,4	3,7	6,6	1,1	2,1	-0,1	-
RFA	-6,3	-15,2	-7,8	-2,5	-2,4	1,5	-0,7
Royaume-Uni	-1,9	7,5	-	-	-	2,4	-
France	1,3	-7,3	-7,1a	-0,3	-2,2a	-2,7a	-
Italie	5,7	-9,0	-6,8a	-5,6	-2,2b	-	-
Japon	-8,8	-10,7	4,7	2,0	2,5	1,1a	-0,9b
Suisse	2,4	-0,5	2,3a	-	-	-	-

a) chiffre provisoire

b) variations saisonnières non déduites

Le renchérissement a continué de ralentir; le taux annuel de hausse des prix était inférieur à 3% à la fin des mois de mars et d'avril. Quant au taux de chômage, il s'inscrivait à 2,3% à la fin du premier trimestre.

Selon le *budget* pour l'exercice 1982/1983, l'augmentation des dépenses est la plus faible depuis vingt-six ans; ainsi, le budget ne contribuera guère à accélérer la conjoncture. Toutefois, le gouvernement s'efforce de stimuler l'activité économique en concentrant les dépenses entre les mois de mars et d'octobre.

Pendant plus de six mois, la *Banque du Japon* a mené une politique de la monnaie et du crédit assez souple. Ainsi, elle n'a pas restreint les crédits bancaires, au premier trimestre. La masse monétaire  $M_1$  a augmenté alors à un rythme annuel légèrement supérieur à 10%. Depuis 1980, année où ils ont atteint un niveau maximal de 12%, les taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-yens ont baissé continuellement, pour s'établir entre 6 et 7% au premier trimestre de 1982.

Au premier trimestre, les marchés des changes ont été marqués par la hausse du dollar, mais aussi par l'affaiblissement du *yen* dont le cours a fléchi vis-à-vis de toutes les monnaies importantes. Comparée à la période correspondante de l'année précédente, la baisse a été toutefois moins forte en termes nominaux. Néanmoins, l'évolution du cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur a accru considérablement la capacité concurrentielle des exportateurs japonais.

## **B. Situation économique et monétaire de la Suisse**

### **1. Evolution de l'économie**

#### *Aperçu*

Au premier trimestre de 1982, la conjoncture s'est affaiblie en Suisse. La consommation privée de biens et de services est restée stable, à un niveau élevé toutefois, et l'investissement semble avoir diminué. Les exportations ont continué d'augmenter, mais les entrées de commandes qui viennent de l'étranger sont restées à un niveau inférieur à celui de la période correspondante de 1981, en raison de la conjoncture défavorable dans la plupart des pays industrialisés et de la hausse du cours du franc.

Bien que l'industrie ait reçu moins de commandes dans l'ensemble, la production n'a guère diminué. Les stocks de produits finis ont donc augmenté, et les réserves de travail fléchi. Sur le marché du travail, l'affaiblissement de la conjoncture a entraîné avant tout une augmentation du chômage partiel.

Le taux de renchérissement a baissé sensiblement au premier trimestre. Au cours de l'année, cette évolution se poursuivra vraisemblablement à un rythme ralenti. Il faut s'attendre à ce que le taux de renchérissement soit élevé certains mois.

#### Consommation privée

L'examen de quelques indicateurs importants incite à penser que la consommation privée de biens et de services est restée, au premier trimestre, à un niveau voisin de celui observé un an auparavant. Visiblement, les consommateurs ne s'attendent pas encore à une récession prononcée et n'ont par conséquent pas réduit leurs achats. Seule la demande de biens durables semble avoir faibli.

En estimant la consommation privée à partir du chiffre d'affaires du commerce de détail et en déduisant de celui-ci les variations saisonnières ainsi que le renchérissement, on constate que la consommation privée est restée au même niveau depuis le milieu de 1981. Si les importations de biens de consommation ont dépassé le volume enregistré au premier trimestre de 1981, des informations émanant du commerce de gros et de détail montrent que les marchandises importées sont destinées davantage à la constitution de stocks. Selon les enquêtes menées auprès des consommateurs aux mois de janvier et d'avril, la tendance à acheter des biens durables de consommation a diminué. Au premier trimestre, les ventes de voitures neuves ont été inférieures à celles de la période correspondante de 1981.

Le tourisme en Suisse, élément important de la consommation de services, a dépassé le résultat record atteint l'an passé. Au premier trimestre, les nuitées de la clientèle suisse dans les hôtels de notre pays étaient supérieures de 1,6% au chiffre des trois premiers mois de 1981. Un changement de tendance s'est toutefois dessiné. Au mois de mars, le nombre de nuitées a été inférieur à celui de l'année précédente. La diminution a continué au mois d'avril.

#### Investissements

Les investissements semblent s'être affaiblis encore au premier trimestre. L'utilisation moins forte des capacités techniques, la diminution des bénéfices et le niveau toujours élevé des taux d'intérêt ont influé sur cet élément de la demande, qui est particulièrement sensible à la conjoncture.

Le nombre de logements terminés a atteint de nouveau un chiffre supérieur à celui enregistré un an auparavant. L'augmentation, qui s'est inscrite à 31,9%, s'explique notamment par le fait qu'une partie des logements terminés au premier trimestre avait été commandée durant les années 1980 et 1981, où la construction était en reprise. Elle est due aussi à certains facteurs accidentels qui, comme les conditions météorologiques, influent sur la durée de construction, de sorte que les taux de variation peuvent subir de fortes fluctuations. Par contre, la demande de construction a continué de diminuer: le nombre de permis de construire accordés et les promesses de crédit pour des constructions n'ont plus atteint le niveau enregistré un an auparavant. Ce fléchissement est dû à la hausse des taux hypothécaires, au fort renchérissement de la construction et au



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

	1979	1980	1981	1981				1982
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
importations de biens d'équipement, en volume	9.0	19.0	0.2	- 2.3	5.3	5.9	- 6.8	- 2.2
permis de construire délivrés dans 96 villes*	41.9	1.7	- 5.9	- 10.9	- 13.0	5.6	- 3.2	- 14.1
logements terminés dans 96 villes*	9.7	- 1.3	6.3	13.2	12.2	- 1.4	3.4	31.9
constructions industrielles: plans	1.9	- 5.4	- 8.5	- 0.5	- 3.8	- 13.6	- 16.6	- 17.4
promesses de crédit de construction	28.1	23.0	- 5.3	- 2.7	2.1	- 5.3	- 16.5	- 11.3

\* avant 1980, dans 92 villes

niveau élevé du prix des terrains. La diminution a également pour origine l'incertitude qui règne à propos des possibilités de répercuter la hausse des coûts sur les loyers, en raison des limitations légales et de l'affaiblissement de la conjoncture.

La demande de construction destinée à l'industrie et à l'artisanat semble avoir faibli également. Le volume prévu a diminué par rapport à celui de la période correspondante de l'année précédente. En termes réels, les travaux publics se sont maintenus à peu près au niveau de 1981.

La demande de biens d'équipement a continué de diminuer. Les entreprises n'ont pas été amenées à envisager des constructions nouvelles et des agrandissements. Les entrées de commandes ralentissant, les commandes en portefeuille ont fléchi et les stocks de produits finis se sont accrus. L'utilisation des capacités techniques a diminué de nouveau. A la suite des augmentations de salaires accordées au début de l'année, les coûts unitaires sont montés. Cette évolution, ainsi que la hausse du cours du franc ont eu des effets négatifs sur les bénéfices des entreprises. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les importations de biens d'équipement ont continué de fléchir au premier trimestre, et les plans déposés concernant des installations d'exploitation ont été moins nombreux.

En raison de la tendance à la récession et du coût encore élevé des crédits commerciaux, les entreprises considèrent leurs stocks comme trop importants. Les stocks de produits finis et les réserves du commerce de détail étaient supérieurs aux chiffres enregistrés pour le premier trimestre de 1981. Par contre, les stocks de matériaux étaient inférieurs au niveau atteint l'année précédente.

## Commerce extérieur

### Exportations

Déduction faite des variations de prix et compte non tenu des métaux précieux, des pierres précieuses et bijoux, ainsi que des antiquités et objets d'art, les exportations au premier trimestre dépassaient de nouveau le niveau de la période correspondante de 1981, malgré l'affaiblissement persistant de la conjoncture dans les principaux pays où la Suisse écoule ses produits. Toutefois, les entrées de commandes qui proviennent de l'étranger ont diminué, en particulier dans la métallurgie, dans l'industrie de l'habillement et dans certaines entreprises de l'industrie des machines.

Les exportations de biens de consommation – tels les produits chimiques et les denrées alimentaires – dont la vente dépend relativement peu de la conjoncture ont augmenté, comme en 1981, davantage que celles de biens d'équipement, de matières premières et de produits semi-ouvrés. Compte tenu de la récession à l'étranger et de la hausse du cours du franc, les prix des produits exportés n'ont pu être majorés que très faiblement; en moyenne, ceux des biens de consommation ont même baissé par rapport au premier trimestre de l'an passé. Les valeurs moyennes des montres à l'exportation ont continué de monter fortement, alors que le volume des ventes à l'étranger diminuait. Dans ce secteur, la tendance à exporter surtout des produits de haute valeur s'est poursuivie.

### Importations

Au premier trimestre, le volume des importations a augmenté par rapport à la période correspondante de l'année précédente. En raison de la récession que subit notre pays, les importations de matières premières et produits semi-ouvrés ont continué de diminuer; par contre, celles de biens de consommation et de produits énergétiques ont dépassé le niveau enregistré pour les

Tableau no 9: *commerce extérieur*

	1979	1980	1981 <sup>4</sup>	1981 <sup>4</sup>	1982 <sup>4</sup>	1982 <sup>4</sup>		
				4e trim.	1er trim.	février	mars	avril
importations <sup>1</sup>	48 730.3	60 859.3	60 094.1	15 243.9	14 115.8	4 622.4	5 509.6	5 088.1
exportations <sup>1</sup>	44 024.5	49 607.6	52 821.9	14 300.0	13 041.2	4 251.7	5 007.1	4 413.7
solde de la balance commerciale I <sup>1</sup>	-4 705.8	-11 251.7	-7 272.2	- 943.9	-1 074.6	- 370.7	- 502.5	- 674.4
solde de la balance commerciale II <sup>1, 3</sup>	-4 617.4	- 9 331.9	-7 985.2	-1 095.1	-1 343.9	- 489.9	- 610.5	- 697.9
importations nominales <sup>2, 3</sup>	14.4	20.5	5.1	3.4	- 3.0	- 5.1	0.6	3.9
exportations nominales <sup>2, 3</sup>	4.3	11.1	9.2	10.2	4.1	1.4	6.6	3.5
valeurs moyennes à l'importation <sup>2, 3</sup>	6.9	11.8	7.2	1.8	- 5.0	- 5.6	- 5.6	- 3.4
valeurs moyennes à l'exportation <sup>2, 3</sup>	1.1	5.9	5.8	2.2	2.0	0.9	1.6	0.6
importations réelles <sup>2, 3</sup>	7.0	7.8	- 2.0	1.6	2.1	0.5	6.5	7.6
exportations réelles <sup>2, 3</sup>	3.2	4.9	3.2	7.8	2.0	0.6	5.0	2.9

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

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

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

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

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

trois premiers mois de 1981. Le cours du franc étant monté, les achats à l'étranger ont été, en moyenne, moins chers qu'un an auparavant.

#### Balance commerciale et balance des revenus

Par rapport à la période correspondante de 1981, le déficit de la balance commerciale a diminué presque de moitié au premier trimestre, pour s'inscrire à un peu plus d'un milliard de francs. Le volume des importations a augmenté de 2,1% et celui des exportations, de 2%.

L'excédent de la balance des revenus a dépassé de nouveau celui de la période correspondante de l'année précédente. En considérant les postes principaux de cette balance, on peut estimer le surplus au premier trimestre à 1,5 milliard de francs en chiffre rond. Les re-

cettes du tourisme et les revenus nets de capitaux ont augmenté encore. A la suite des majorations de salaires accordées au début de l'année et de la progression du nombre de travailleurs étrangers par rapport à l'année précédente, les salaires de frontaliers et les fonds que les autres travailleurs étrangers versent à leur famille à l'étranger semblent s'être accrus.

#### Emploi et marché du travail

Depuis l'automne dernier, l'affaiblissement de la conjoncture en Suisse s'est répercuté de plus en plus sur l'emploi et sur le marché du travail. Le nombre de places vacantes enregistrées a diminué et le chômage partiel s'est accru. Le nombre de chômeurs complets a atteint 10 287 au premier trimestre; en moyenne, le taux de chômage s'est inscrit à 0,3% durant cette période.

Tableau no 10: *emploi*

	1979	1980	1981	1981		1982	1982
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	avril
indice de l'emploi <sup>1</sup>	0.8	2.1	0.9	0.9	0.5	- 0.1 <sup>2</sup>	
taux de chômage	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
chômeurs complets	10 333	6 255	5 889	4 630	7 318	10 287	9 775
chômeurs partiels	11 935	2 128	5 704	2 450	14 703	23 750	27 767
places vacantes	8 921	12 312	11 876	11 156	9 869	8 398	7 344

<sup>1</sup> variation en % par rapport à l'année précédente

<sup>2</sup> compte tenu du fait que, pour le secteur principal de la construction, le mois de relevé a été déplacé de février à mars

Tableau no 11: *prix et salaires*  
(variation en % par rapport à l'année précédente)

	1979 <sup>1</sup>	1980 <sup>1</sup>	1981 <sup>1</sup>	1981		1982	1982.	
				3e trim. <sup>1</sup>	4e trim. <sup>1</sup>	1er trim. <sup>1</sup>	mars	avril
indice des prix à la consommation								
– total	3.6	4.0	6.5	7.1	7.0	5.4	4.7	5.6
– produits suisses	1.7	3.4	5.8	6.0	6.8	6.7	6.7	6.8
– marchandises importées	9.5	5.9	8.3	10.4	7.5	2.0	-0.2	2.4
indice des prix de gros								
– total	3.8	5.1	5.8	6.6	6.0	3.8	2.6	3.1
– produits suisses	1.9	4.4	5.6	5.7	6.4	4.7	3.9	4.1
– marchandises importées	8.5	6.8	6.2	8.7	5.3	1.5	-0.1	0.5
gains mensuels des travailleurs								
– nominaux	2.6	5.1	4.9	5.0	4.9	6.1		
– réels	-1.0	1.1	-1.5	-2.0	-2.0	0.7		

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

L'évolution de l'emploi a différé très fortement d'une branche et d'une région à l'autre. L'emploi a reculé surtout dans l'industrie horlogère et dans celle du textile. Si l'on calcule le nombre d'heures de travail perdues en raison du chômage partiel, les cantons de Neuchâtel et de Soleure viennent nettement en tête.

Jusqu'à maintenant, l'évolution confirme la thèse selon laquelle beaucoup d'entreprises ne s'attendent pas, pour l'instant, à une diminution durable de la demande. Lorsqu'elles ont des problèmes d'emploi, elles recourent à la mise au chômage partiel plutôt que de licencier de nombreux collaborateurs. Pour l'année en cours, l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ s'attend à un fléchissement de l'emploi de 1% et à un taux moyen de chômage de 0,5%.

#### Prix et salaires

Le ralentissement de la hausse des prix, qui avait commencé au mois d'octobre, a continué au premier trimestre. Le taux de renchérissement annuel, calculé d'après l'indice des prix à la consommation, a passé de 7,5 à 4,7% en six mois. Au mois d'avril, le taux est remonté à 5,6%, en raison surtout de l'affaiblissement du franc.

En ce qui concerne les prix à la consommation, le renchérissement des marchandises s'est ralenti beaucoup plus que celui des services. Cette évolution a deux causes principales: comme on n'importe guère de services, la montée du cours du franc (hausse de 19% du cours pondéré en fonction des exportations, entre le premier trimestre de 1981 et la période correspondante de 1982) a influé presque uniquement sur les prix des marchandises. Dans les services, d'autre part, un grand nombre de prix sont administrés. Or l'expérience montre que l'adaptation de prix administrés au renchérissement général est différée. Tel est le cas des prix fixés

par les entreprises de droit public, ainsi que des loyers, dont la hausse est limitée indirectement par un arrêté fédéral édicté en vue de combattre les abus. Il faut donc s'attendre à ce que les loyers fassent monter l'indice des prix au mois de mai, en raison des majorations de taux hypothécaires entrées en vigueur le 1er mars. Une autre poussée de renchérissement, à vrai dire moins marquée, pourrait avoir lieu aux environs du mois de juillet, à la suite des dernières revendications des agriculteurs. (Le Conseil fédéral doit se prononcer prochainement sur cette question).

Au premier trimestre, les gains des travailleurs ont dépassé, en termes nominaux et en termes réels, le niveau enregistré un an auparavant. Selon l'Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail, la hausse moyenne des gains compris dans la statistique s'est inscrite à environ 6% en termes nominaux et à 1% en termes réels.

## 2. Evolution monétaire

### Agrégats monétaires

Depuis le début de l'année, l'institut d'émission a accru la monnaie de banque centrale ajustée conformément à l'objectif qu'il s'est fixé pour 1982. Toutefois, l'assouplissement de la politique monétaire ne s'est pas traduit immédiatement par des taux positifs de variation annuelle de cet agrégat monétaire (voir tableau 12). La monnaie de banque centrale ajustée ayant diminué beaucoup au second semestre de l'an passé, son taux de variation annuelle est resté négatif pendant les deux premiers mois de 1982, malgré l'assouplissement. Cependant, la tendance des taux s'est améliorée constamment; au mois de mars, on a enregistré pour la première fois un taux positif de variation. En avril, ce taux s'est inscrit à 1,7% déjà. L'évolution des taux de variation

montre que l'institut d'émission n'accroît pas par à-coups l'approvisionnement de l'économie en monnaie, mais qu'il entend augmenter graduellement, au cours de l'année, la monnaie centrale ajustée.

Tableau no 12: *évolution de la monnaie centrale ajustée et des billets en circulation*

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

	monnaie centrale ajustée <sup>1</sup>	%	billets en circulation <sup>1</sup>	%
1980	28 149	- 7.0	21 740	3.3
1981 1er trim.	28 377	0.0	22 197	1.7
2e trim.	27 743	0.4	21 910	1.5
3e trim.	27 595	- 0.7	21 593	0.8
4e trim.	27 990	- 2.9	21 947	- 0.9
1982 janvier	28 252	- 2.4	22 097	- 2.3
février	27 548	- 1.7	21 489	- 2.1
mars	28 002	0.3	21 624	- 1.8
avril	28 403	1.7	21 695	- 1.4

<sup>1</sup> moyenne des valeurs journalières, en millions de francs

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la masse monétaire  $M_1$  a diminué, en moyenne, de 6,3% au premier trimestre.  $M_2$ , qui comprend  $M_1$  et la quasi-monnaie, a augmenté de 11,9% et  $M_3$ , qui englobe  $M_2$  et les dépôts d'épargne, s'est accrue de 3,4%. Dans cette évolution, on constate deux phénomènes intéressants: la diminution des écarts entre les taux de variation des divers agrégats et la baisse du taux de croissance de  $M_3$ . Il faut attribuer le rapprochement des taux de variation à la normalisation qui s'est produite dans la structure des taux d'intérêt. Ainsi, la tendance à transformer des fonds à vue en d'autres dépôts mieux rémunérés semble avoir cessé, ce qui a réduit le taux de diminution de  $M_1$ . Quant à la baisse du taux de croissance de  $M_3$ , elle reflète l'affaiblissement de la conjoncture.

Tableau no 13: *évolution des agrégats monétaires*

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

	$M_1$	$M_2$	$M_3$
1980	- 9.0	17.7	6.6
1981 1er trim.	- 2.1	8.4	3.0
2e trim.	- 1.4	12.2	5.6
3e trim.	- 3.8	17.9	7.5
4e trim.	- 7.4	14.6	5.1
1982 janvier	- 8.7	12.7	3.5
février	- 6.0	12.7	3.7
mars	- 3.2	10.4	3.0

## Marchés monétaire et financier

Au premier trimestre de 1982, la baisse des taux d'intérêt qui avait commencé au trimestre précédent sur les marchés monétaire et financier s'est poursuivie, en s'accroissant dans certains cas. Sur le marché monétaire, les taux ont diminué plus fortement que sur le marché des capitaux. Au mois d'avril, les taux à court terme étaient inférieurs aux taux à long terme, pour la première fois depuis deux ans et demi.

### Marché monétaire

Le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, qui atteignait encore 8½% au début du mois de février, a fléchi pour s'inscrire à 4¼% à la fin du mois d'avril. Parallèlement, les grandes banques ont réduit la rémunération qu'elles servent sur les dépôts à terme fixe. La baisse prononcée des taux d'intérêt a découlé de l'approvisionnement très ample du marché par la Banque nationale et de la conjoncture qui a provoqué un affaiblissement de la demande de crédit. L'évolution des taux sur les marchés étrangers, en particulier aux Etats-Unis, était d'une importance secondaire à cet égard.

Tenant compte de la baisse des taux d'intérêt à court terme, la Banque nationale a ramené le taux officiel de l'escompte de 6% à 5½% avec effet au 19 mars. Elle a coordonné cette action avec des mesures du même ordre adoptées par d'autres banques centrales.

Les dispositions prises afin d'atteindre l'objectif d'expansion monétaire pour 1982 ont accru considérablement les avoirs que l'économie détient en comptes de virements à la Banque nationale. En moyenne, ces avoirs atteignaient 6,5 milliards de francs en février, 6,9 milliards en mars et 7 milliards en avril. A l'exception du mois de février, ils dépassaient donc le niveau enregistré un an auparavant, pour la première fois depuis le troisième trimestre de 1979. En cours de mois, l'approvisionnement en disponibilités a été assuré surtout par des swaps d'une durée comprise entre un et six mois.

Les échéances de février, de mars et d'avril se sont déroulées sans difficulté. Les avoirs de l'économie en comptes de virements se chiffraient à 10 milliards de francs à la fin du mois de mars. Les taux d'intérêt à très court terme se sont inscrits alors beaucoup plus bas que lors des échéances précédentes. L'écart entre les taux officiels et ceux du marché s'est donc réduit, ce qui a incité les banques à restreindre leur recours aux crédits traditionnels de la Banque nationale.

Pendant chacun des mois de février, de mars et d'avril, 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 s'est inscrit à 6,75%, à 5,06% et à 3,82%. Un rendement aussi bas que celui résultant de l'émission d'avril n'avait plus été observé depuis le mois de novembre 1979.

## Marché des changes

Comme d'autres monnaies importantes, le franc suisse s'est affaibli vis-à-vis du dollar durant les trois derniers mois.

Tableau no 14: variations du cours du franc suisse<sup>1</sup> par rapport aux principales monnaies

	janvier 1982 – avril 1982	1er trim. 1981 – 1er trim. 1982	
	nominal	nominal	réel
dollar	- 24.9	1.2	- 1.4
yen	- 8.5	13.0	16.4
mark	- 6.7	12.7	12.7
franc français	3.3	19.9	16.0
lire	4.9	21.6	15.7
livre sterling	- 0.8	21.0	21.1

<sup>1</sup> moyenne mensuelle; variation en % par rapport à l'année précédente

La dépréciation du franc face au dollar s'est produite surtout vers la fin du mois de mars et non de façon graduelle. Vis-à-vis du mark, le franc qui était encore très élevé aux mois de janvier et de février a baissé considérablement à partir de mars. Il est resté stable par rapport à la livre sterling, mais s'est apprécié vis-à-vis du franc français, de la lire et du yen.

Entre le premier trimestre de 1981 et la période correspondante de cette année, le cours du franc pondéré en fonction des exportations s'est élevé aussi bien en termes nominaux qu'en termes réels. En termes réels, la hausse s'est inscrite à 13,2%.

## Marché des capitaux

Au premier trimestre, les taux d'intérêt ont continué de diminuer sur le marché des capitaux, mais la baisse a été plus faible que sur le marché monétaire. Le rendement moyen d'obligations fédérales, qui avait oscillé aux environs de 5½% durant le mois de février, s'est inscrit à 5% au début du mois de mai. Le rendement des emprunts émis par des débiteurs étrangers a fléchi également, mais est resté supérieur de 1¼% à celui des obligations fédérales.

Cette évolution a normalisé la structure des taux d'intérêt, qui, depuis le troisième trimestre de 1979, était l'inverse de la structure traditionnelle. Au début du mois de mai, le rendement des obligations fédérales était déjà nettement supérieur au taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs et à la rémunération des placements à terme fixe dans les grandes banques.

Avec le retour à une structure normale des taux d'intérêt, les emprunts offerts en souscription sont devenus

plus attrayants. Pour quelques émissions, les souscriptions ont atteint un multiple des montants offerts. Cette situation a permis d'abaisser de nouveau les taux de ¼%. Comme le trimestre précédent, divers émetteurs ont renoncé à lancer leur emprunt ou en ont réduit le montant.

Au mois de mars, le montant de l'emprunt que la Confédération a émis à 5¼% selon le système des enchères a été fixé, sur la base des offres reçues, à 165 millions de francs, et le prix d'émission, à 102%. L'emprunt a une durée de sept ans et son rendement s'est inscrit à 4,91%. A la mi-mars et à la mi-avril, la rémunération des obligations de caisse a été réduite également.

L'émission d'emprunts par des débiteurs étrangers a été animée. La demande des souscripteurs étant forte et le rendement ayant tendance à baisser, le volume des émissions a dépassé nettement celui du trimestre précédent. Après des tensions passagères au mois de février et une baisse des cours consécutive à l'échec de certaines émissions, la situation s'est améliorée sensiblement à partir du début du mois de mars. Cette évolution du marché a permis aux débiteurs de réduire les taux d'intérêt de ½% en chiffre rond.

Comme les trimestres précédents, la Banque nationale n'a pas fixé de plafond aux émissions d'emprunts suisses prévues pendant le deuxième trimestre. La commission chargée d'établir le programme des émissions a admis les 33 emprunts annoncés, totalisant 2270 millions de francs, et n'a procédé à aucune réduction.

A la fin de l'an passé, la Banque nationale avait annoncé qu'elle se proposait de mieux équilibrer la structure de ses avoirs en accroissant son portefeuille de titres suisses. Au début du mois de mars, elle a commencé à acheter des obligations, pour des montants restreints. Comme les catégories et les durées des titres achetés étaient très diverses, les effets de ces opérations sur le marché des obligations sont restées minimes.

## Bilans et crédits bancaires

Au premier trimestre de 1982, l'accroissement des opérations qui figurent au bilan des banques s'est ralenti sensiblement. Abstraction faite des comptes-métal introduits dans les bilans depuis la fin de 1981, le taux annuel d'expansion des bilans des 71 banques a passé de 9,3% à la fin du mois de décembre à 7,4% à la fin du mois de mars. Cette évolution s'explique surtout par le ralentissement qu'a subi l'octroi de crédits à la clientèle domiciliée en Suisse et à l'étranger. Par contre, les dépôts nets en francs que les établissements de crédit ont effectués dans des banques à l'étranger se sont accrus dans une mesure relativement forte.

Le taux annuel de croissance des crédits en francs que les banques ont accordés à la clientèle domiciliée en Suisse et à l'étranger a passé de presque 11% à la fin de l'an passé à 8% à la fin du mois de mars. L'accroisse-

ment des crédits en Suisse aussi bien que des prêts à l'étranger s'est modéré. Il faut attribuer à la conjoncture surtout le ralentissement des octrois de crédits en Suisse, puisque le taux d'expansion des crédits commerciaux est descendu de 11,4% à 4,4% au premier trimestre. Pendant cette période, l'augmentation des crédits de construction a passé de 14% à 11,7%, ce qui reflète bien l'activité ralentie, mais encore intense, de ce secteur. Les promesses de crédit concernant la construction de maisons familiales et de bâtiments d'habitation en général ont continué de diminuer, alors que l'on a constaté une demande relativement élevée de crédits destinés à la construction de bâtiments industriels et de grandes entreprises artisanales.

Malgré le reflux de fonds placés sur l'euro-marché, le taux annuel de croissance des dépôts en francs de la clientèle a fléchi au premier trimestre de 6,1% à 5,4%; à

la fin du mois de mars, les dépôts en francs de la clientèle étrangère ne dépassaient que de peu la somme enregistrée un an auparavant. L'afflux de fonds au premier trimestre a été inférieur de plus de 20% à la somme reçue durant la période correspondante de 1981. Le montant des obligations de caisse s'est accru vigoureusement.

Le taux annuel de croissance des opérations fiduciaires a diminué de plus de moitié au premier trimestre, la baisse s'étendant aussi bien aux transactions en francs qu'aux opérations en monnaies étrangères. Dans l'ensemble, le taux a passé de 28,3% à 12,3%. La baisse des taux d'intérêt qui a eu lieu au mois de mars a entraîné une diminution des placements fiduciaires en francs, qui s'est limitée toutefois aux fonds de la clientèle suisse, les placements de la clientèle étrangère continuant d'augmenter quelque peu.