

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale
remis au Conseil de banque
pour sa séance du 10 septembre 1982

A. Situation économique et monétaire des principaux pays industrialisés

1. Aperçu de l'évolution internationale

Durant la première moitié de 1982, la conjoncture a été marquée dans les pays industrialisés par une stagnation en Europe et par une récession aux Etats-Unis. Au premier comme au deuxième trimestre, le *produit national brut* des Etats-Unis a été inférieur, en termes réels, aux résultats atteints un an auparavant. Dans les pays d'Europe, le niveau observé au premier semestre n'a guère dépassé celui de la période correspondante de 1981; le Japon a enregistré de nouveau une expansion, qui est restée cependant faible. La production industrielle n'a augmenté ni en Europe ni au Japon; aux Etats-Unis, la diminution s'est poursuivie. Le niveau international des taux d'intérêt, qui est demeuré élevé en termes réels, a continué d'entraver les investissements. Le Secrétariat de l'OCDE estime que, dans les pays membres, la croissance moyenne du produit national brut s'inscrit, en termes réels, à 0,5% cette année.

La faiblesse persistante de l'activité économique a accru le *chômage* au deuxième trimestre. Dans la zone de l'OCDE, le nombre de chômeurs a atteint 28 millions, ce qui correspond à un taux de 8%. Ce taux s'est même élevé à 9,3% dans les pays membres des Communautés européennes. La réduction continue des places de travail constitue une menace pour les relations économiques internationales, car les gouvernements sont de plus en plus enclins à prendre des mesures protectionnistes pour sauvegarder l'économie nationale.

Du mois de mars au mois de juin, le taux moyen de renchérissement a passé de 8,5% à 8,4% dans la zone de l'OCDE. Au deuxième trimestre, l'inflation a continué de ralentir dans les grands pays industrialisés, en particulier au Royaume-Uni et au Japon.

Dans tous les grands pays industrialisés, à l'exception du Royaume-Uni, le déficit de l'Etat enregistré pour le premier semestre a dépassé nettement les prévisions. Ainsi, la part de ce déficit au produit national a augmenté de nouveau dans tous les pays, ce qui pourrait accroître les pressions politiques exercées en vue de donner un *cours plus restrictif à la politique budgétaire*.

Malgré les difficultés économiques persistantes, la *politique monétaire* est demeurée restrictive dans la plupart des grands pays industrialisés. Au deuxième trimestre, presque toutes les banques centrales ont atteint leur objectif d'expansion monétaire. Les taux nominaux d'intérêt ont eu tendance à baisser.

Du mois d'avril au mois de juillet, les *marchés des changes* ont été caractérisés par une hausse réelle et nominale du dollar, ainsi que par une baisse du yen et du franc suisse; ces tendances avaient déjà été observées au premier trimestre. Dans le *Système monétaire européen* (SME), les tensions ont augmenté dans une mesure telle qu'il a fallu modifier les parités. Le franc fran-

çais et la lire ont été dévalués respectivement de 5,75% et 2,75%, alors que le mark et le florin néerlandais étaient réévalués de 4,25%.

Tableau no 1:
variations des cours¹ de quelques monnaies

	du mois d'avril 1982 au mois de juillet 1982		du 2e trim. 1981 au 2e trim. 1982		
	nominal		nominal		réel
	p. rapport au dollar	moyenne pondérée	p. rapport au dollar	moyenne pondérée	moyenne pondérée
dollar	-	17.8	-	8.4	5.0
yen	-18.7	- 9.9	-11.1	- 5.7	-10.4
mark	-12.0	6.2	- 4.6	6.5	3.5
franc français	-39.4	-23.7	-16.0	- 5.3	0.2
lire	-18.9	- 0.9	-16.6	- 6.5	- 0.7
livre sterling	- 7.8	6.2	-14.4	- 7.2	- 6.6
franc suisse	-27.9	-12.4	2.0	11.8	5.6

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

source: Morgan Guaranty Trust

2. Etats-Unis

Aux Etats-Unis, où la plus forte récession de l'après-guerre dure depuis un an déjà, aucune reprise durable ne s'est encore manifestée. Selon des estimations provisoires, le *produit national brut réel* serait, au deuxième trimestre, inférieur de 1,8% au niveau de la période correspondante de l'an passé. Aux mois d'avril et de mai, la demande s'est accélérée, car le chiffre d'affaires a augmenté dans le commerce de détail et les entrées de commandes se sont accrues dans l'industrie. Toutefois, ces tendances positives se sont affaiblies vers la fin du trimestre déjà. Comme la réduction des stocks s'est poursuivie à un rythme toujours rapide, la production industrielle a diminué encore. Le degré d'utilisation des capacités techniques est descendu au-dessous de 70%, ce qui correspond au niveau le plus bas atteint lors de la récession de 1974 et 1975. Les taux d'intérêt réels élevés, la faible utilisation des capacités techniques et les perspectives économiques incertaines continuent de freiner la tendance à investir. L'espoir que la conjoncture s'accélérera au second semestre se fonde avant tout sur la réduction de 10% de l'impôt sur le revenu qui a été décidée au début du mois de juillet. Cette diminution et l'ajustement des prestations des assurances sociales devraient entraîner une augmentation immédiate du revenu réel disponible.

La diminution de l'emploi s'est poursuivie au deuxième trimestre. Du mois de mars au mois de juillet, le taux de chômage a passé de 8,8 à 9,8%. Le ralentisse-

ment rapide de l'inflation qui avait eu lieu pendant les quatre premiers mois de l'année a pris fin aux mois de mai et de juin. Le renchérissement moyen s'est inscrit à 6,8% au deuxième trimestre, contre 7,6% au trimestre précédent et 10,1% un an auparavant.

La première résolution concernant le *budget*, que le Congrès a adoptée à la fin du mois de juin, traduit à première vue une politique plus restrictive. Elle prévoit une réduction des dépenses et une augmentation des recettes en 1983, mais la troisième étape du programme de baisses d'impôts n'est pas supprimée. Atteignant 104 milliards de dollars, le déficit est inférieur à celui du budget relatif à 1982, qui est de 110 milliards en chiffre rond. Cependant, des experts s'attendent à un déficit effectif beaucoup plus élevé.

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
2e trim.	176.7	6.0	448.6	4.6	15.1
avril	175.7	5.8	449.1	5.0	15.0
mai	176.7	5.9	451.4	4.8	14.5
juin	177.6	6.2	445.4	3.9	15.9
juillet					13.3

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

Au deuxième trimestre, les taux d'expansion des agrégats monétaires ont dépassé quelque peu ceux que le Système de Réserve Fédérale s'est fixés comme objectif. Il ne faut pas en conclure que la *politique monétaire* a été assouplie; en effet, l'augmentation s'est ralentie vers la fin du trimestre. Au mois de juin, la base monétaire s'est accrue de 6,2% par rapport à la période correspondante de l'an passé. Quant à M₁, agrégat par rapport auquel l'objectif principal est fixé, elle a enregistré des fluctuations dépassant souvent 1% en une semaine.

Au deuxième trimestre, le *dollar* s'est apprécié sensiblement par rapport à toutes les monnaies importantes, bien que les taux d'intérêt aient baissé sur le marché monétaire américain. Du mois d'avril au mois de juillet, le cours nominal pondéré en fonction du commerce extérieur s'est élevé à un rythme annuel de plus de 17%. Le ralentissement de l'inflation, plus net aux Etats-Unis que

dans d'autres pays, n'a pas compensé les effets de cette hausse, de sorte que la capacité concurrentielle des exportateurs américains a continué de se détériorer.

3. République fédérale d'Allemagne

Au premier semestre, l'économie allemande n'a pas encore pu sortir de la stagnation qu'elle subit depuis presque deux ans. Au premier trimestre, le *produit national brut* réel s'est inscrit à un niveau voisin de celui observé un an auparavant, tandis que le revenu disponible diminuait légèrement. Tous les éléments du produit national, à l'exception du solde de la balance des revenus, ont été nettement inférieurs aux montants enregistrés au premier trimestre de 1981. Dans l'industrie, les entrées de commandes ont continué de fléchir au deuxième trimestre; la diminution a porté aussi bien sur les commandes de la clientèle allemande que sur celles de la clientèle étrangère. Dans le secteur des biens d'équipement, la réduction a été particulièrement vigoureuse. La demande étant faible, la production industrielle n'a guère augmenté et les plans de production pour les mois prochains laissent envisager une nouvelle détérioration de la conjoncture. Au deuxième trimestre, le degré d'utilisation des capacités techniques est descendu à 77%.

Sur le marché du travail, la situation a continué de se détériorer; au mois de juin, le nombre de chômeurs a dépassé 1,8 million, ce qui correspond à un taux de chômage de 7,6%, contre 7,1% au mois de mars. Les taux mensuels de renchérissement ayant été relativement élevés en mai et en juin, le taux annuel a passé à 5,8% au mois de juin; comme les taux de croissance des prix de gros se sont inscrits en baisse, la hausse des prix à la consommation devrait toutefois ralentir ces prochains mois.

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 a)	%	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	243.1	0.4	9.9
2e trim.	169.1	4.7			8.9
avril	168.6	4.7	244.4	2.5	8.9
mai	168.8	4.5	247.3	3.7	8.7
juin	169.9	4.7			9.2
juillet					8.9

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

Grâce à l'excédent de la balance commerciale, la balance des revenus a évolué favorablement. Durant les six premiers mois de 1982, son déficit s'est chiffré à 0,7 milliard de dollars, contre 6,4 milliards un an auparavant.

En raison de l'augmentation des dépenses – dans le domaine des assurances sociales en particulier – et de la diminution des recettes, il a fallu majorer après coup le *déficit figurant au budget* de l'Etat pour 1982. L'excédent de dépenses, qui se monte à 33 milliards de marks, dépasse le montant initial de 7 milliards en chiffre rond. Pour l'année prochaine, le budget se solde par un déficit de 28,4 milliards de marks; les calculs reposent sur une croissance réelle du produit national brut de l'ordre de 3% en 1983.

Après avoir procédé à un examen de sa *politique monétaire*, la Banque fédérale d'Allemagne a maintenu le taux d'expansion monétaire qu'elle s'était fixé: du quatrième trimestre de 1981 à la période correspondante de l'année en cours, la monnaie centrale doit s'accroître de 4 à 7%. Au deuxième trimestre, la monnaie centrale s'inscrivait dans le cadre de l'objectif visé. Par rapport à la période correspondante de 1981, sa croissance était de 4,7%; quant aux masses monétaires M_1 et M_2 , elles enregistraient une expansion de 4 et de 7% respectivement. En majorant de 5 milliards de marks le plafond du réescompte, les autorités monétaires ont donné aux banques la possibilité de se procurer de manière durable une plus grande partie de leurs disponibilités par le recours à l'escompte. Elles entendent ainsi limiter fortement, en temps normal, le recours des banques aux avances sur nantissement. Les taux du marché monétaire ont diminué au mois de juillet pour s'établir au-dessous de 9%; en juin, ils étaient montés passagèrement au-dessus de ce niveau.

Du mois d'avril au mois de juillet, le *cours du mark* pondéré en fonction du commerce extérieur s'est apprécié, bien que la monnaie allemande ait faibli face au dollar.

4. Royaume-Uni

Selon des données provisoires, le *produit intérieur brut réel* était au premier trimestre, de 0,4% supérieur à son niveau de la période correspondante de l'an passé. Les ménages ont consommé un peu plus que pendant des trois premiers mois de 1981, alors que les investissements industriels continuaient de diminuer. La reprise qui s'était dessinée au printemps dans la production industrielle a perdu de sa vigueur vers la fin du deuxième trimestre déjà. La demande étant faible, les chefs d'entreprises ne s'attendent, en majorité, à aucun accroissement de la production ces prochains mois. La reconstitution des stocks qui a eu lieu au premier trimestre ne se poursuivra donc vraisemblablement pas. Les taux d'intérêt élevés et le manque de liquidités dans les entreprises freinent les investissements, alors que la stagnation du revenu disponible maintient la consommation à un niveau bas.

Le nombre de chômeurs a continué d'augmenter au deuxième trimestre. Abstraction faite des personnes qui viennent de terminer leur scolarité, le rapport entre le nombre de chômeurs et la population active a passé de 11,9% au mois de mars à 12,2% au mois de juin. Par contre, le renchérissement en un an a diminué d'un peu plus de 11% à la fin du premier trimestre à 8,7% au mois de juillet. La conclusion de contrats salariaux modérés et la baisse des prix des matières premières laissent supposer que le taux d'inflation baissera encore.

Durant les trois premiers mois de 1982, les importations ont augmenté plus fortement que les exportations, de sorte que la balance des revenus s'est détériorée; l'excédent de celle-ci s'est inscrit à un milliard de dollars en chiffre rond, contre 2,6 milliards au trimestre précédent et 1,3 milliard au premier trimestre de 1981. Au deuxième trimestre, les exportations ont commencé à faiblir; grâce aux surplus élevés tirés des services et des revenus de capitaux, la balance des revenus s'est soldée néanmoins par un excédent de 0,9 milliard de dollars.

Les comptes de l'Etat pour l'année budgétaire 1981–1982, qui s'est terminée à la fin du mois de mars, se sont soldés par un déficit de 8,6 milliards de livres, soit un montant inférieur à celui figurant au budget. Eu égard à la stagnation dont souffre depuis longtemps l'économie britannique, les entrepreneurs exigent de plus en plus un assouplissement de la *politique budgétaire*. Le gouvernement semble toutefois disposé à ne prendre que des mesures ponctuelles visant à adoucir les effets les plus rigoureux du chômage.

Ces derniers mois, la *masse monétaire* M_3 sterling s'est développée conformément à l'objectif visé. Du mois de février à la fin du mois de mai, son augmentation s'est inscrite à 2,4%, ce qui correspond à un accroissement annuel de 10% en chiffre rond. Ce taux se situe dans les limites fixées par la Banque d'Angleterre. L'évolution des agrégats monétaires répondant à des définitions plus étroites montre que la politique monétaire continue d'être restrictive: aux mois d'avril et de mai, la base monétaire était inférieure de 2,5% aux montants enregistrés un an auparavant.

Sur le marché monétaire, le conflit des îles Malouines a provoqué un certain désarroi au mois d'avril, où les taux d'intérêt sont montés légèrement. La baisse des taux a repris, une fois la crise dénouée. Sur le marché des euro-livres, la rémunération des dépôts à trois mois s'est inscrite à 12% à la fin du mois de juillet; elle s'élevait encore 15% au début de l'année.

Le *cours de la livre sterling* a été relativement ferme du mois d'avril au mois de juillet, car le conflit des îles Malouines n'a guère eu d'effets sur tenue de la monnaie britannique. La livre a faibli très légèrement par rapport au dollar, mais s'est appréciée par rapport aux autres monnaies. Le cours nominal pondéré en fonction du commerce extérieur s'est élevé de 6,2%.

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.	11.5	1.2	84.9	14.8 *	14.1
2e trim.					13.4
avril	11.6	-2.5	85.7	12.8 *	13.6
mai	11.5	-2.5	86.7	12.2 *	13.5
juin					13.1
juillet					12.1

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

b) depuis le mois de novembre 1981, les données concernant M₃ sterling ne sont plus comparables à celles des mois précédents en raison de modifications d'ordre statistique. Les taux de croissance résultent donc d'estimations

* estimation

5. France

Selon des données provisoires, le *produit intérieur brut* réel atteignait au premier trimestre un niveau légèrement supérieur à celui de la période correspondante de l'an passé. La consommation privée, moteur de la conjoncture durant les premiers mois de l'année, s'est affaiblie au deuxième trimestre. Les investissements sont restés faibles; on s'attend, pour l'année en cours, à une diminution de leur volume d'environ 5%. Pour les cinq premiers mois de 1982, la production industrielle n'a pas dépassé le niveau enregistré un an auparavant; elle a reculé de 2,7% du dernier trimestre de 1981 au premier de l'année en cours.

Ces derniers mois, le chômage a continué de s'accroître; à la fin du deuxième trimestre, on enregistrait plus de 2 millions de personnes en quête d'emploi. Du mois de mars au mois de juin, le taux de chômage a passé de 8,7 à 9%. Le taux de renchérissement est resté élevé; au mois de juin, il atteignait encore 13,5%. En bloquant les salaires et les prix pendant quatre mois, c'est-à-dire jusqu'au mois d'octobre, le gouvernement espère gagner une bataille dans la lutte contre l'inflation.

La balance française des revenus s'est soldée par un déficit de 2,5 milliards de dollars au deuxième trimestre, contre 2 milliards au premier et 0,3 milliard seulement durant la période correspondante de l'an passé. La détérioration s'explique principalement par l'évolution de la balance commerciale; en raison de l'accroissement des

importations et du fléchissement des exportations, cette balance a accusé au premier semestre un déficit de 6,3 milliards de dollars, soit près du double de celui enregistré pour les six premiers mois de 1981.

Après la dévaluation du franc dans le cadre du SME, le gouvernement a décidé de mener une *politique budgétaire restrictive*. Il prévoit, en restreignant les dépenses et en majorant les impôts directs, de réduire le déficit qui a doublé depuis l'an passé. Son objectif est de le ramener au-dessous de 3% du produit national.

Au mois d'avril, la *masse monétaire M₂* dépassait de 11,7% le niveau observé un an auparavant. Ce taux est légèrement inférieur à la marge fixée, qui est comprise entre 12,5% et 13,5%. Avant la dévaluation du franc qui a eu lieu le 12 juin, les taux d'intérêt s'inscrivaient en hausse sur le marché monétaire. Au début du mois, le taux des dépôts à trois mois atteignait 16,8% sur le marché français et 30% sur le marché des euro-francs. Après la dévaluation, les deux taux ont fléchi à 16%.

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
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
3e trim.	193.7	13.7	1514.7	14.1	18.4
4e trim.	197.3	9.5	1531.0	12.6	16.8
1982 1er trim.	200.0	5.2	1585.7	12.1	16.2
2e trim.					16.7
janvier	199.0	9.0	1570.0	12.1	15.8
février	198.0	1.4	1590.0	12.0	15.8
mars	203.0	5.2	1597.0	12.3	17.0
avril			1619.0	11.7	16.8
mai					16.8
juin					16.4
juillet					15.0

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

Sur le marché des changes, le *franc français* a subi de fortes pressions. Malgré les interventions considérables de la Banque de France, le franc a dû être dévalué finalement de 5,75% par rapport aux autres monnaies du SME. Du mois d'avril au mois de juillet, le cours nominal pondéré en fonction du commerce extérieur a baissé de 23%.

6. Italie

Du premier trimestre de 1981 à la période correspondante de l'année en cours, le *produit intérieur brut* a augmenté de 1,2% en termes réels, tandis que la production industrielle ne s'est guère accrue. La stagnation de la production industrielle s'est poursuivie aux mois d'avril et de mai. Pour les cinq premiers mois de l'année, l'emploi dans l'industrie était à un niveau inférieur de 4,6% à celui de la période correspondante de 1981. Le taux de chômage s'élevait à 9,2% au début du deuxième trimestre, contre 8,7% au mois d'avril 1981.

Le taux de renchérissement, qui avait baissé continuellement pendant les douze derniers mois, s'est stabilisé à 15,2% aux mois de mai et de juin; au mois de juillet, il s'inscrivait à 15,9%. Les employeurs ont fait part de leur décision de résilier, à compter du début de 1983, la convention concernant l'échelle mobile, en vertu de laquelle les salaires sont adaptés automatiquement au coût de la vie. Ainsi pourrait disparaître, espère-t-on en Italie, un des plus importants mécanismes entravant la lutte contre l'inflation.

Durant les six premiers mois de l'année, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 7 milliards de dollars en chiffre rond, les exportations aussi bien que les importations ayant augmenté vigoureusement. Au premier semestre de 1981, un déficit de 8,8 milliards de dollars avait été enregistré.

Selon une estimation récente, le *déficit des comptes de l'Etat* dépasserait d'au moins 50% la somme figurant au budget et atteindrait environ 14% du produit intérieur brut. A la fin du mois de juillet, le gouvernement a donc pris une série de dispositions destinées à réduire le déficit jusqu'à la fin de 1983. Des diminutions dans les dépenses et des majorations du côté des recettes sont

prévues. Les autorités se proposent d'augmenter les recettes en percevant de nouveaux impôts, en modifiant les taxes et tarifs publics et en relevant les taux de la taxe à la valeur ajoutée.

Après avoir assoupli sa *politique monétaire* au premier trimestre, la Banque d'Italie a adopté un cours plus restrictif au trimestre suivant. Elle a majoré les sanctions infligées aux banques dont les crédits dépassent les limites fixées. Ainsi, elle espère freiner l'accroissement vigoureux du crédit bancaire.

Le *cours de la lire* s'est maintenu sans grandes difficultés dans la marge de fluctuation prévue au sein du SME. Cette évolution a été toutefois facilitée par la dévaluation de 2,75%, qui a eu lieu le 12 juin. Après la dévaluation, les autorités ont assoupli les mesures de change concernant les crédits à l'exportation.

7. Japon

Au premier trimestre, le *produit national brut* a dépassé de 1,8%, en termes réels, le montant enregistré un an auparavant. Si la consommation privée a augmenté de 2,8%, l'investissement brut a diminué de 1%. Au deuxième trimestre, les entrées de commandes ont fléchi dans le domaine des biens durables de consommation et dans celui des biens d'équipement. Depuis le début de l'année, la production industrielle a marqué une légère tendance à la baisse. Au deuxième trimestre, son niveau dépassait encore de 1,2% celui de la période correspondante de 1981.

De la fin du mois de mars à la fin du mois de juin, le taux d'inflation a passé de 2,8 à 2,2%; le taux du Japon était ainsi le plus bas de toute la zone de l'OCDE. Sur le marché du travail, la lente détérioration s'est poursuivie; la part des chômeurs à la population active a augmenté de 2,2% au mois de mars à 2,5% au mois de juin.

Pour le premier semestre, la balance japonaise des revenus a dégagé un solde actif de 1,9 milliard de dollars, soit près d'un milliard de plus que l'excédent enregistré un an auparavant. L'amélioration s'explique par le fléchissement vigoureux des importations; en valeur nominale, les exportations ont diminué de 3,6% par rapport au premier semestre de l'an passé. Elles n'ont donc plus l'élan qui en avait fait le moteur de la conjoncture en 1980 et en 1981.

La Banque du Japon a continué de mener une *politique monétaire* plutôt expansive. Elle a renoncé, au deuxième trimestre également, à limiter les crédits. Le contrôle des crédits sera réintroduit si l'accroissement de M₂ devient excessif. Au deuxième trimestre, la croissance annuelle de M₂ s'inscrivait à 9,2%. Les taux d'intérêt sur les papiers monétaires à trois mois ont augmenté légèrement pour se chiffrer à 7% à la fin du mois de juin.

Après une hausse passagère au mois de mai, le cours nominal du *yen* s'est inscrit de nouveau en baisse, aussi

Tableau no 6:

évolution monétaire au Japon

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

	Base monétaire a)	%	M ₂	%	Taux de l'euro-yen à trois mois
1981 1er trim.	19 999	4.2	206 266	7.5	7.6
2e trim.	19 778	-2.7	213 000	7.9	7.2
3e trim.	19 860	-1.8	218 766	9.6	7.2
4e trim.	21 036	1.2	223 533	10.3	6.9
1982 1er trim.	20 767	3.8	228 133	10.6	6.3
2e trim.					6.8
avril	21 294	6.3	230 900	9.3	6.7
mai	20 732	8.5	231 900	9.4	6.7
juin					7.0

a) source: International Financial Statistics, tableau Japon, données mensuelles non corrigées des variations saisonnières

Tableau no 7: indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) chiffre provisoire

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

	1979	1980	1981	1982				
				1er trim.	2e trim.	mai	juin	juillet
Etats-Unis	5,5	7,2	8,1	8,8	9,5	9,5	9,5	9,8a
RFA	3,8	3,8	5,2	6,9	7,5	7,5	7,6	7,7a
Royaume-Uni	5,3b	6,7b	10,5b	11,8b	12,0b	12,0b	12,2b	12,3b
France	5,9	6,5	7,9	8,6a	8,9a	8,9a	9,0a	9,0a
Italie	7,4	7,6	8,4	9,4c	9,2c	-	-	-
Japon	2,0	2,0	2,2	2,2	2,4	2,4	2,5	2,4a
Suisse	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	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		1982	
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Etats-Unis	3,2	-0,2	2,0	3,0	0,9	-2,1	-1,8a
RFA	4,4	1,8	-0,3	0,4	0,8	0,0	-
Royaume-Uni b)	2,1	-2,6	-2,8	-1,7	0,1	0,4	0,9a
France b)	3,1	1,2	0,2	-	-	-	-
Italie b)	4,9	3,9	-0,2	0,3	0,6	1,2	-
Japon	5,2	4,2	2,9	3,4	1,8a	1,8a	2,3a
Suisse	2,5	4,0	1,9	2,1ab	1,9ab	0,0ab	-

a) chiffre provisoire

b) PIB

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

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

a) chiffre provisoire

b) variations saisonnières non déduites

bien par rapport au dollar que par rapport au mark. Comme le taux d'inflation était modéré, ce mouvement a accru la capacité concurrentielle de l'industrie japonaise.

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

Au deuxième trimestre, l'économie suisse a été marquée par le début d'une récession. Le *produit national brut réel* paraît ne pas avoir atteint le volume de la période correspondante de 1981, et le niveau de l'emploi a diminué. Le nombre de chômeurs partiels et, dans une faible mesure, celui de chômeurs complets ont continué d'augmenter. La hausse des prix à la consommation s'est accélérée, mais cette évolution semble passagère.

Tandis que des branches importantes du secteur des services enregistraient encore de bons résultats, les affaires se sont ralenties sensiblement dans l'industrie. Les entrées de commandes et les commandes en portefeuille ayant diminué dans ce secteur, la récession devrait s'y poursuivre. En outre, les stocks de produits finis ont augmenté, malgré les mesures prises pour restreindre la production.

La consommation privée de biens et de services a été légèrement inférieure au niveau observé l'an passé. En particulier, la demande de biens durables de consommation et le tourisme ont été moins élevés qu'en 1981. Les investissements ont diminué aussi. La stagnation persistante que subissent la plupart des pays de l'OCDE a commencé à influencer sur nos exportations.

Au deuxième trimestre, la Banque nationale a continué de suivre une politique conforme au cadre fixé pour

1982. La monnaie de banque centrale ajustée a augmenté de 2% en moyenne, ce qui correspond à l'objectif visé.

En raison du fléchissement conjoncturel et de la politique monétaire, la baisse des taux d'intérêt s'est poursuivie au deuxième trimestre. Après une longue phase où les rémunérations à court terme étaient supérieures à celles à long terme, les taux d'intérêt ont retrouvé une structure normale. Toutefois, de la mi-mai jusque vers la fin du mois de juin, une structure inverse a été de nouveau observée à la suite d'une hausse temporaire des taux d'intérêt. Les rémunérations servies sur le marché monétaire étaient de nouveau inférieures à celles à long terme à la fin du deuxième trimestre. Le cours pondéré du franc, qui avait atteint un point maximal au mois de mars, a baissé quelque peu au deuxième trimestre.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Au deuxième trimestre, le fléchissement de la conjoncture internationale a influé toujours plus nettement sur l'économie suisse. Après avoir atteint au quatrième trimestre de 1981 un niveau dépassant de près de 2% celui de la période correspondante de l'année précédente, le produit intérieur brut réel a, selon des données provisoires, enregistré une stagnation pendant les trois premiers mois de 1982. Au trimestre suivant, il est resté vraisemblablement inférieur à son niveau de l'année précédente.

Des branches importantes du secteur des services, notamment les banques et les compagnies d'assurances, estiment que l'évolution des affaires reste satisfaisante, voire bonne. Le secteur de la construction se montre aussi confiant, bien que les commandes aient encore diminué au deuxième trimestre. En revanche, la récession s'est manifestée nettement dans certaines branches de l'industrie. Après avoir dépassé au premier trimestre le niveau enregistré un an auparavant, les entrées de commandes ont été nettement inférieures, en comparaison annuelle toujours, durant les mois suivants. Comme les commandes en portefeuille ont diminué et que les stocks de produits finis ont augmenté, les entreprises ont réduit leur production. L'évolution des bénéfices a été défavorable également. La compensation du renchérissement de 7% en chiffre rond qui a été accordée au début de l'année et l'utilisation moindre des capacités techniques ont entraîné un relèvement des coûts unitaires de production. La demande étant en stagnation ou même en recul, les entreprises n'ont pu reporter complètement la hausse des coûts sur leurs prix de vente, ce qui a réduit leur marge bénéficiaire. Cette situation a caractérisé en particulier l'industrie d'exportation, dont les possibilités de majorer les prix ont été restreintes de surcroît par la hausse du cours du franc. L'augmentation des prix à l'exportation a été de 3% seulement entre le premier semestre de 1981 et la même période de l'année suivante. La récession a tou-

ché surtout la métallurgie, certaines branches de l'industrie des machines et appareils (machines destinées à la fabrication de textiles), ainsi que l'industrie horlogère et celle du textile.

Consommation privée

La consommation privée de biens et de services semble avoir diminué quelque peu au deuxième trimestre. L'évolution a différé toutefois d'un type de produits à l'autre. Les facteurs principaux qui déterminent la consommation privée ne se sont guère modifiés: la population résidente a continué d'augmenter quelque peu, alors que les revenus réels disponibles sont restés au même niveau. Dans les prévisions concernant leurs revenus, les consommateurs pourraient être devenus plus pessimistes qu'auparavant, en raison des mauvaises nouvelles économiques. Les soucis relatifs à l'emploi et la compensation du renchérissement influenceront de plus en plus sur leur attitude. Jusqu'à maintenant, les ménages se sont montrés circonspects dans leurs achats de biens durables de consommation surtout.

Selon une enquête de l'Institut de recherches économiques de l'Ecole polytechnique fédérale de Zurich, une grande partie des détaillants s'attendaient à une hausse du chiffre d'affaires au deuxième trimestre. Leurs espoirs ont été toutefois déçus de plus en plus. Si les commerçants qui annonçaient une hausse sont restés en majorité, leur nombre a baissé continuellement au cours des derniers mois. Les stocks ayant augmenté, les détaillants ont réduit leurs achats.

Bien que la demande ait diminué quelque peu, les importations de biens de consommation ont continué d'augmenter, déduction faite des variations saisonnières et du renchérissement. Cet accroissement s'explique avant tout par l'évolution des changes, qui a fait baisser les prix des biens de consommation étrangers par rapport à ceux des produits suisses.

Un changement s'est produit dans l'évolution du tourisme. La stagnation des revenus réels et les perspectives défavorables semblent avoir incité les touristes suisses à limiter leur budget de vacances. Après avoir atteint des résultats records aux mois de janvier et de février, le nombre de nuitées de la clientèle suisse est descendu, au cours des mois suivants, au-dessous du niveau observé un an auparavant.

Investissements

La récession a influé également sur la demande de biens d'investissement. Selon les données de la comptabilité nationale publiées récemment, le volume des investissements au premier trimestre de 1982 a été inférieur de 1,2% à celui de la période correspondante de l'an passé. La diminution a découlé toutefois uniquement des biens d'équipement. Au deuxième trimestre, le fléchissement de la conjoncture semble s'être répercuté également sur la construction.

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.	2e trim.
importations de biens d'équipement, en volume	9.0	19.0	0.2	- 2.3	5.3	5.9	- 6.8	- 2.2	- 4.8
permis de construire délivrés dans 96 villes * (par trimestre)	41.9	1.7	- 5.9	- 10.9	- 13.0	5.6	- 3.2	- 14.1	- 11.5
logements terminés dans 96 villes * (par trimestre)	9.7	- 1.3	6.3	13.2	12.2	- 1.4	3.4	31.9	0.0
constructions industrielles: plans**	1.9	- 5.4	- 8.5	- 0.5	- 3.8	- 13.6	- 16.6	- 17.4	- 15.4
promesses de crédit de construction	28.1	23.0	- 5.3	- 2.7	2.1	- 5.3	- 16.5	- 11.3	- 16.5

* avant 1980 dans 92 villes

** y compris ceux concernant des transformations et des installations d'exploitation

Dans l'industrie, la demande de biens d'équipement a faibli de nouveau, en raison de l'évolution des affaires et des perspectives de bénéfices défavorables. Aussi les importations de biens d'équipement et le nombre d'installations d'exploitation dont les plans ont été déposés ont-ils diminué encore par rapport à l'année précédente.

Le nombre de plans déposés concernant des constructions industrielles nouvelles et des agrandissements, ainsi que le volume de ces projets ont diminué constamment depuis le début de 1980 où un niveau maximal avait été atteint. Cette évolution s'est poursuivie au cours des deux premiers trimestres de 1982. La faiblesse de la propension à investir persistera durant de reste de l'année.

La production de logements a évolué de façon analogue à la construction destinée à l'industrie et à l'artisanat. Toutefois, les deux indices principaux relatifs à la demande concernant la construction de logements reflètent des tendances opposées. Alors que les promesses de crédit pour des constructions ont continué de diminuer, leur somme étant inférieure de 16,5% au niveau enregistré un an auparavant, le nombre de nouveaux permis de construire a augmenté de 11,5% (voir tableau 8). Il ne faut pas attribuer trop d'importance à ce dernier chiffre, qui traduit un effet de base.

Après être montée en flèche ces dernières années, la demande de maisons familiales s'est affaiblie fortement, en raison des incertitudes relatives à l'emploi et au revenu. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les promesses de crédit concernant ce secteur ont diminué de 31,4% au deuxième trimestre. Si les promesses de crédit en vue de la construction de logements en général ont fléchi également, la diminution a été beaucoup moins vigoureuse que dans le secteur des maisons familiales, puisqu'elle s'est inscrite à 5%. Comme le taux de logements vacants se chiffrait à 0,5% au mois de décembre 1981 – un niveau aussi bas n'avait

plus été enregistré depuis 1973 – la résistance que la construction de logements en général oppose à la récession ne surprend pas. L'augmentation du nombre de ménages stimulera la demande, et la baisse des taux d'intérêt accroîtra l'attrait des placements en immeubles.

A la suite d'une enquête concernant la construction, l'Office fédéral des questions conjoncturelles s'attend à une diminution réelle de la construction privée en 1982. Le volume des travaux publics, qui se chiffre environ au tiers de la construction globale, s'inscrira à peu près au même niveau que l'an passé. La production globale ne devrait donc pas descendre au-dessous du niveau atteint en 1979 et 1980, que l'industrie de la construction considère comme normal.

Commerce extérieur

Exportations

La stagnation économique qui dure depuis 1980 dans les pays industrialisés s'est répercutée au premier semestre de 1982 sur les exportations suisses également. Abstraction faite des variations saisonnières et spéciales, ainsi que des métaux spéciaux, des pierres précieuses, des bijoux, des antiquités et des objets d'art, le volume des exportations a diminué au deuxième trimestre. Le changement de tendance s'est manifesté aussi bien dans les ventes de matières premières et de produits semi-ouvrés que dans celles de biens d'équipement et de consommation.

La répartition géographique des exportations suisses montre que nos livraisons dans les pays de l'OCDE dépendent fortement de la conjoncture à l'étranger: en termes réels, les ventes dans cette zone ont atteint au premier semestre un niveau inférieur à celui de la période correspondante de l'an passé, tandis que les livrai-

Tableau no 9: *commerce extérieur*

	1979	1980	1981 ⁴	1982 ⁴				
				1er trim.	2e trim.	mai	juin	juillet
importations ¹	48 730.3	60 859.3	60 094.1	14 115.8	14 694.6	4 558.8	5 049.1	4 657.9
exportations ¹	44 024.5	49 607.6	52 821.9	13 041.2	13 448.7	4 346.5	4 704.0	4 279.3
solde de la balance commerciale I ¹	-4 705.8	-11 251.7	-7 272.2	-1 074.6	-1 245.9	-212.3	-345.1	-378.6
solde de la balance commerciale II ^{1, 3}	-4 617.4	-9 331.9	-7 985.2	-1 343.9	-1 547.2	-401.9	-447.4	-448.7
importations nominales ^{2, 3}	14.4	20.5	5.1	- 3.0	- 1.0	- 5.0	- 2.0	-11.2
exportations nominales ^{2, 3}	4.3	11.1	9.2	4.1	2.5	- 2.0	6.4	- 6.3
valeurs moyennes à l'importation ^{2, 3}	6.9	11.8	7.2	- 5.0	- 2.8	- 2.8	- 2.3	- 0.4
valeurs moyennes à l'exportation ^{2, 3}	1.1	5.9	5.8	2.0	3.0	3.2	4.8	6.2
importations réelles ^{2, 3}	7.0	7.8	- 2.0	2.1	1.9	- 2.2	0.2	-10.8
exportations réelles ^{2, 3}	3.2	4.9	3.2	2.0	- 0.5	- 5.0	1.6	-11.7

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

sons dans les pays en développement – pays de l'OPEP en particulier – continuaient d'augmenter. Par contre, les exportations dans les pays d'Europe à commerce d'Etat ont diminué non seulement en volume, mais aussi en valeur nominale.

Importations

Par rapport à la période correspondante de l'an passé, le volume des importations a augmenté encore au deuxième trimestre, abstraction faite des métaux précieux, des pierres précieuses et bijoux, ainsi que des antiquités et objets d'art. La diminution attendue du fait de la conjoncture ne s'est manifestée que dans les achats de biens d'équipement, ainsi que de matières premières et produits semi-ouvrés. Ceux-ci constituent plus de la moitié des livraisons totales de l'étranger et déterminent normalement l'évolution générale. Si le volume des importations s'est accru néanmoins aussi bien au premier qu'au deuxième trimestre, il faut l'attribuer à l'évolution particulière des achats de produits énergétiques et à une augmentation dans les biens de consommation qui dépendent relativement peu de la conjoncture. Dans les importations de produits énergétiques, celles de mazout déterminent l'évolution globale. Or elles étaient particulièrement faibles à la fin de 1980 et au début de 1981. Espérant une baisse des prix et considérant le niveau élevé des taux d'intérêt, les propriétaires d'immeubles avaient attendu jusqu'à la fin de l'automne de 1981 pour remplir leurs citernes. L'accroissement de 10,6% que les importations de produits énergétiques ont enregistré au premier semestre de 1982, vis-à-vis de la même période de l'année précédente, s'explique par un effet de base. En volume, les achats à l'étranger de biens de consommation ont progressé de 5,5%; par

contre, ceux de biens d'équipement, ainsi que de matières premières et produits semi-ouvrés ont diminué respectivement de 3,4% et de 1%.

Balance commerciale et balance des revenus

Au deuxième trimestre, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 1,3 milliard de francs; ce montant est inférieur d'environ 35% à celui enregistré un an auparavant. Le recul s'explique par l'évolution des exportations aussi bien que par celle des importations. Compte tenu des métaux précieux et objets analogues, les ventes à l'étranger ont augmenté, de même que leurs valeurs moyennes. D'autre part, les valeurs moyennes à l'importation ont diminué davantage que les achats à l'étranger ne se sont accrus.

L'excédent de la balance des revenus au deuxième trimestre s'est inscrit à un milliard de francs. S'il est plus élevé que celui de la période correspondante de 1981, il est nettement inférieur à l'excédent de 2,5 milliards enregistré pour les trois premiers mois de cette année. Le recul d'un trimestre à l'autre s'explique surtout par le fait que le déficit de la balance commerciale s'est accru et que le surplus de la balance touristique s'est réduit.

Emploi et marché du travail

L'affaiblissement de la conjoncture a influé également sur le marché du travail. Au deuxième trimestre, l'emploi a été inférieur de 1% au niveau de la période correspondante de 1981; le trimestre précédent, une diminution avait déjà été notée. S'inscrivant à 10 290, le nombre de chômeurs est resté presque inchangé par rapport au premier trimestre; déduction faite des variations saison-

Tableau no 10: *emploi*

	1979	1980	1981	1981 4e trim.	1982			
					1er trim.	2e trim.	juin	juillet
indice de l'emploi ¹	0.8	2.1	0.9	0.5	- 0.1 ²	- 1.0		
taux de chômage	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
chômeurs complets	10 333	6 255	5 889	7 318	10 287	10 290	10 593	10 819
chômeurs partiels	11 935	2 128	5 704	14 703	23 750	31 331	34 349	26 567
places vacantes	8 921	12 312	11 876	9 869	8 398	6 786	6 299	5 726

¹ variation en % par rapport à l'année précédente

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

nières, on a observé cependant une augmentation sensible. Le chômage partiel s'est accru vigoureusement. Du deuxième trimestre de 1981 à la même période de l'année suivante, le nombre de chômeurs partiels a passé de 2384 à plus de 30 000, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis 1976. Quant au nombre de travailleurs étrangers, il a augmenté de nouveau en un an; il se chiffrait à 706 106 au mois d'avril.

Les entreprises considèrent que les perspectives d'emploi pour le troisième trimestre sont encore plus mauvaises. Des licenciements et des mises au chômage partiel ont été annoncés par de nombreuses entreprises. Certaines de ces mesures ne se refléteront qu'après quelques mois dans les statistiques du marché du travail. Le chômage aura donc tendance à augmenter ces prochains temps. Comparé à celui d'autres pays, son niveau restera cependant faible.

Prix et salaires

Après s'être ralenti sensiblement au premier trimestre, le renchérissement annuel s'est accéléré le trimes-

tre suivant. La hausse en un an des prix à la consommation s'est inscrite à 6,2% au mois de juin et à 6% au mois de juillet. Cependant, il n'y a pas lieu de considérer cette accélération comme un changement de tendance. La montée considérable qui s'est produite aux mois de mai et de juin était due à des facteurs institutionnels et statistiques prévisibles: les majorations de taux hypothécaires au début de l'année ont entraîné des hausses sensibles de loyers, qui se sont répercutées au mois de mai sur l'indice des prix à la consommation; elles expliquent les deux tiers de l'augmentation de l'indice. Le renchérissement enregistré du mois de mai au mois de juin a pour origine la hausse de 25% subie par l'indice des fruits en raison de variations saisonnières et de facteurs d'ordre statistique.

L'évolution des prix de gros montre que le renchérissement a tendance à ralentir. La hausse annuelle de l'indice a passé de 3,8% au premier trimestre à 3,2% au deuxième et à 2,5% au mois de juillet. Le cours réel du franc pondéré en fonction du commerce extérieur dépassant toujours fortement le niveau enregistré un an auparavant, le renchérissement des marchandises im-

Tableau no 11: *prix et salaires*

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

	1979 ¹	1980 ¹	1981 ¹	1981	1982			
				4e trim. ¹	1er trim. ¹	2e trim. ¹	juin	juillet
indice des prix à la consommation								
- total	3.6	4.0	6.5	7.0	5.4	5.9	6.2	6.0
- produits suisses	1.7	3.4	5.8	6.8	6.7	6.8	6.9	6.9
- marchandises importées	9.5	5.9	8.3	7.5	2.0	3.4	4.2	3.4
indice des prix de gros								
- total	3.8	5.1	5.8	6.0	3.8	3.2	3.1	2.5
- produits suisses	1.9	4.4	5.6	6.4	4.7	4.3	4.4	4.0
- marchandises importées	8.5	6.8	6.2	5.3	1.5	0.5	0.3	-1.2
gains mensuels des travailleurs								
- nominaux	2.6	5.1	4.9	4.9	6.1	6.3		
- réels	-1.0	1.1	-1.5	-2.0	0.7	0.4		

¹ moyenne annuelle ou trimestrielle

portées a été particulièrement faible; en comparaison annuelle, cet indice enregistrait une hausse de 0,5% au deuxième trimestre et une baisse de 1,2% au mois de juillet.

Du deuxième trimestre de 1981 à la même période de cette année, les gains des travailleurs ont augmenté de 6,3% en termes nominaux et de 0,4% en termes réels.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Pour 1982, la Banque nationale s'est fixé comme objectif une expansion moyenne de 3% de la monnaie de banque centrale ajustée. Durant les premiers mois de l'année, les taux annuels de variation n'ont pas été positifs: on a enregistré, au premier trimestre, une diminution moyenne de 1,3%. Au deuxième trimestre par contre, la monnaie de banque centrale ajustée a augmenté de 2%. Aussi l'évolution de l'agrégat s'inscrit-elle dans le cadre de l'objectif visé.

Au deuxième trimestre, un changement de tendance s'est produit dans l'évolution des billets en circulation, qui forment 80% environ de la monnaie centrale. Pour la première fois depuis le mois de septembre dernier, le taux annuel de variation des billets en circulation n'a pas été négatif en juin; le mois suivant, une augmentation de 1,1% a été enregistrée.

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 ¹	%	billets en circulation ¹	%
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 1er trim.	27 934	-1.3	21 737	-2.1
avril	28 403	1.7	21 695	-1.4
mai	28 566	2.4	21 672	-0.8
juin	28 504	1.8	21 885	0.0
juillet	28 668	0.6	22 007	1.1

¹ moyenne des valeurs journalières, en millions de francs

La baisse des taux d'intérêt, due au bon approvisionnement du marché en liquidités, a incité les investisseurs à modifier la forme de leurs placements, ce qui a influé sur les masses monétaires M₁, M₂ et M₃. Au mois de mai, le taux annuel de variation de M₁ s'est inscrit à 2,8%; un taux positif n'avait plus été observé depuis le mois d'octobre 1979. La tendance s'est maintenue au mois de

juin. Simultanément, les taux d'expansion de M₂ et de M₃ ont faibli. En mai, la croissance de M₂ se chiffrait à 4,2% et celle des M₃, à 2,2%.

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 1er trim.	-6.0	11.9	3.4
avril	-0.9	9.0	3.2
mai	2.8	4.2	2.2
juin	3.6	6.6	4.4

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

La politique monétaire suivie par la Banque nationale s'est traduite par une légère augmentation des avoirs que l'économie détient en comptes de virements à l'institut d'émission. En moyenne, ces avoirs s'élevaient à 7 milliards de francs au mois d'avril, à 7,1 milliards aux mois de mai et de juin, et à 7 milliards au mois de juillet. A l'exception de juillet, ils étaient supérieurs aux niveaux enregistrés un an auparavant. Lors de l'échéance semestrielle, les avoirs en comptes de virements atteignaient 10,9 milliards de francs, contre 11,2 milliards en 1981.

Comme d'ordinaire, l'institut d'émission a approvisionné les banques en liquidités, pour les échéances mensuelles, en leur accordant des crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement, correspondants en Suisse), ainsi qu'en concluant des swaps à court terme et, à l'échéance semestrielle, des swaps liés aux bons Carter. Abstraction faite du mois de juillet, le schéma habituel de financement a été modifié en un point: le recours des banques aux crédits traditionnels, en particulier aux avances sur nantissement, a diminué sensiblement par rapport aux trimestres précédents, car, aux échéances, les conditions auxquelles des fonds pouvaient être obtenus sur le marché monétaire étaient plus favorables que celles des avances sur nantissement.

Au début du deuxième trimestre, les taux d'intérêt ont continué de baisser sur le marché monétaire. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé de 5% environ au début du mois d'avril à quelque 3% à la mi-mai. Au mois de juin, les préparatifs en vue de l'échéance semestrielle ont déterminé l'évolution des taux; ceux-ci sont alors montés sensiblement, mais

un mouvement de repli a commencé avant la fin du mois, avec le sentiment que l'échéance n'allait pas poser de difficultés. Au mois de juillet, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs s'élevait à 4¼% en moyenne. En mai, son niveau moyen était légèrement inférieur à 4%.

La rémunération servie par les grandes banques sur les dépôts à terme et celle des créances comptables émises par la Confédération sur le marché monétaire ont suivi, comme d'habitude, une évolution parallèle à celle des taux du marché des euro-francs. Chaque mois, la Confédération émet des créances comptables d'une durée de trois mois pour un montant d'environ 200 millions de francs. Ces émissions lui permettent donc de se procurer des fonds à concurrence de 600 millions en chiffre rond.

Marché des changes

Du mois d'avril au mois de juillet, le cours nominal et le cours réel du franc ont baissé par rapport à toutes les monnaies importantes, à l'exception du franc français (voir tableau 14). Le cours du dollar a passé au-dessus de 2 francs. Quant au mark, il était négocié autour de 0,85 franc.

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

	avril 1982– juillet 1982	2e trim. 1981– 2e trim. 1982	
	nominal	nominal	réel
dollar	- 27.9	2.0	1.2
yen	- 9.3	11.8	16.8
mark	- 16.0	6.2	7.3
franc franç.	9.7	13.6	10.5
lire	- 9.1	15.9	8.9
livre sterling	- 19.0	16.1	16.0

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

Sur une longue période, cette baisse du franc au deuxième trimestre ne revêt pas une grande importance. Par rapport à la période correspondante de l'an passé, le franc s'est apprécié face aux principales monnaies. Si la hausse a été faible par rapport au dollar et au mark, elle a pris une certaine ampleur vis-à-vis du franc français, de la lire et de la livre sterling. A la suite de cette évolution, le cours pondéré en fonction du commerce extérieur s'est élevé de 15% en termes nominaux et de 9,1% en termes réels.

Marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt ont suivi, au deuxième trimestre et au mois de juillet, une évolu-

tion semblable à celle des rémunérations servies sur le marché monétaire. Les fluctuations ont été toutefois plus faibles.

Pour la plupart des emprunts suisses, le résultat des souscriptions a été bon. Au mois de juin, quelques émissions ont connu l'échec. Durant cette période, les souscriptions à plusieurs emprunts étrangers n'ont pas couverts les montants offerts. Les cours de ces emprunts, avant cotation en bourse, sont tombés parfois nettement au-dessous du prix d'émission. Les investisseurs ont voué plus d'attention à la solvabilité des débiteurs, de sorte que l'écart entre les rendements des emprunts s'est creusé.

Le niveau général des taux d'intérêt étant en baisse, les banques ont réduit en deux étapes, aux mois d'avril et de mai, la rémunération des obligations de caisse. Selon la durée des titres, les taux fixés par les grandes banques et les banques cantonales allaient de 3¼ à 5¼%.

A chacun des mois de mai, de juin et de juillet, la Confédération a lancé un emprunt selon le système des enchères. Les durées allaient de neuf à quinze ans. Au total, 690 millions de francs ont été attribués. Les rendements de ces emprunts se sont inscrits à 4,78, à 5,17 et à 5,18%.

Comme les trimestres précédents, la Banque nationale n'a pas fixé de plafond aux émissions d'emprunts suisses prévues pour le troisième trimestre. La commission chargée d'établir le programme des émissions a admis les 40 emprunts annoncés, dont le montant total se chiffrait à 3010 millions de francs.

Au cours du deuxième trimestre, l'institut d'émission a acheté des titres suisses pour une somme de 80 millions de francs en chiffre rond. Ces opérations d'open-market, qui visent à diversifier les avoirs de la Banque nationale, s'inscrivent dans le cadre annoncé au début de l'année.

De nouvelles dispositions relatives aux exportations de capitaux sont entrées en vigueur le 1er juillet. Elles étendent, en particulier, les possibilités de négocier les obligations à moyen terme libellées en francs («notes»). Désormais, la diffusion d'informations concernant ces opérations n'est plus limitée. En outre, les durées minimales des «notes» et des obligations faisant l'objet d'une émission publique ont été réduites.

Bilans et crédits bancaires

A la fin du mois de juin, le taux annuel de croissance des bilans des 71 banques s'inscrivait à environ 8%, abstraction faite des comptes-métal introduits dans les bilans à la fin de 1981. Ce taux est légèrement inférieur à la moyenne des cinq dernières années, qui est de 9,5%. La croissance plus faible s'explique principalement par l'évolution de la conjoncture.

Les modifications qui se sont produites dans la structure des bilans au deuxième trimestre reflètent les mouvements enregistrés par les taux d'intérêt. Les banques ont recueilli davantage de fonds à long terme, mais ont fait plus de placements à court terme qu'auparavant. Ainsi, elles ont accru la part de leurs placements à taux d'intérêt variables – les avoirs en banque à terme en particulier – et celle de leurs engagements à taux fixes – emprunts, obligations de caisse.

A l'*actif*, les changements qui peuvent être observés par rapport à la période correspondante de l'an passé résultent nettement des tendances conjoncturelles. En raison de la faible demande de crédits, les établissements ont placé les fonds disponibles sous la forme surtout de dépôts à terme dans d'autres banques; dans ce cadre, les dépôts en francs, à l'étranger, ont pris une importance particulière.

Parmi les crédits à la clientèle, les placements hypothécaires se sont accrûs à un rythme un peu plus rapide que le total du bilan, leur taux d'expansion s'élevant à 10% en chiffre rond; toutefois, celui-ci n'a plus atteint, comme les années précédentes un niveau voisin de 13%. Les comptes débiteurs libellés en francs ont subi fortement les conséquences de la récession. L'expérience montre qu'ils évoluent parallèlement à la production du pays. Leur taux annuel de croissance, qui s'inscrivait entre 10 et 15% de 1978 à 1981, est tombé à un niveau proche de zéro au premier semestre. Les crédits commerciaux ont diminué. Les crédits de construction, dont le taux d'augmentation a reculé de manière analogue, dépassaient encore quelque peu, en valeur absolue, le montant enregistré un an auparavant.

L'évolution des promesses de crédit montre encore mieux la faiblesse de la demande de fonds que ne l'indiquent les chiffres du bilan. Au premier semestre, ces promesses étaient inférieures d'environ un quart au niveau enregistré pour la même période de 1981. La diminution a touché aussi bien les crédits commerciaux que les crédits de construction. Dans ce dernier secteur, le nombre restreint des promesses accordées a réduit de 6% les limites qui n'étaient pas encore utilisées.

Au *passif* également, l'évolution des taux d'intérêt a exercé une influence prépondérante au deuxième trimestre. Les taux à court terme étant descendus au-dessous des taux à long terme, les investisseurs ont été moins enclins qu'auparavant à faire des dépôts à terme. L'expansion en flèche de ceux-ci, qui avait duré trois ans, a donc cessé: les comptes créanciers à terme, qui avaient triplé de la fin de 1978 à la fin de 1981, ne dépassaient plus que de 8%, à la fin du deuxième trimestre, le montant enregistré un an auparavant. Pour l'instant, leur part au total du bilan semble avoir atteint son point maximal.

En revanche, la diminution des dépôts à vue et des fonds d'épargne a cessé. A la fin du mois de mai, les dépôts à vue du public enregistraient une croissance annuelle positive, pour la première fois depuis l'automne

de 1979. A la fin du mois de juin, les fonds d'épargne étaient encore très légèrement inférieurs au niveau atteint un an auparavant. Toutefois, ils ont tendance à augmenter quelque peu depuis le début de 1982.

Comme les taux d'intérêt ont retrouvé leur structure normale et que les investisseurs s'attendent à ce que la baisse des rémunérations continue, la croissance des fonds à long terme dont les taux sont fixes a été la plus forte parmi les passifs. Les bons de caisse, les emprunts obligataires et les emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage ont augmenté au total de près de 20% en un an. Depuis 1977, leur part à l'ensemble des fonds à moyen et long terme a passé de 37 à 45%, alors que celle des carnets d'épargne et livrets de dépôts – c'est-à-dire des engagements à taux d'intérêt variables – diminuait.

L'évolution des taux d'intérêt s'est répercutée également sur les *opérations fiduciaires*. Les placements fiduciaires sont attrayants en raison surtout du fait qu'ils ne sont pas soumis à l'impôt anticipé. Ces placements étant à court terme la plupart du temps, les investisseurs s'y intéressent donc particulièrement lorsque les taux à court terme sont élevés. La baisse des taux à trois mois qui a eu lieu depuis l'automne de 1981 a donc freiné l'expansion des opérations fiduciaires. A la fin du mois de juin, le taux annuel de croissance de ces opérations s'inscrivait à 8% en chiffre rond et correspondait par conséquent au rythme d'augmentation des bilans.

C. Politique monétaire

Au deuxième trimestre, la nouvelle hausse du taux annuel d'inflation a été le fait qui, avec la détérioration du marché du travail, a attiré le plus l'attention. Après avoir baissé sensiblement au début de l'année, le renchérissement moyen s'est élevé à 5,9% au deuxième trimestre, pour atteindre 6% au mois de juillet. En raison surtout d'un effet de base, il s'est inscrit à 5,2% au mois d'août. La dernière vague de renchérissement incite à faire quelques réflexions sur la politique monétaire en général et, en particulier, à réexaminer dans un esprit critique l'objectif monétaire fixé pour 1982.

La politique monétaire que suit la Banque nationale depuis 1975 se fonde sur la constatation qu'une croissance économique sans inflation exige une augmentation de la masse monétaire correspondant aux possibilités d'expansion réelle de l'économie suisse. Il ne s'agit pas d'un article de foi, mais d'une thèse qu'il faut confronter sans cesse avec l'évolution effective. Selon des enquêtes récentes faites par la Banque nationale, la masse monétaire et le niveau des prix continuent d'être en corrélation; l'expansion de la masse monétaire demeure le facteur principal qui détermine l'inflation en Suisse. On peut donc s'attendre, en raison de la politique monétaire restrictive suivie ces dernières années, à de nouveaux succès dans la lutte contre l'inflation. Si cette thèse s'avère exacte, l'accélération du renchéris-

sement au deuxième trimestre n'aura été que passagère.

Toutefois, les effets que la politique monétaire exerce sur le niveau des prix tardent davantage que lors de la dernière période de lutte contre l'inflation, dans la première moitié des années septante. Cette lenteur s'explique principalement par la politique monétaire que d'autres Etats ont menée dans la phase récente. La politique monétaire de ces pays, en particulier celle des Etats-Unis, étant parfois plus restrictive que celle de la Suisse, le cours réel du franc n'est pas monté comme dans les années 1974 à 1976, mais a faibli par moments, face au dollar surtout.

L'évolution récente du cours du franc a un aspect positif et un aspect négatif. Fait positif, la tendance à la récession liée à toute politique monétaire restrictive est atténuée: comparée à celle d'autres pays, l'économie suisse a bien résisté jusqu'à maintenant, face à la politique monétaire restrictive et à la récession internationale; l'évolution du niveau de l'emploi notamment illustre cette résistance. Fait négatif, le succès de la lutte contre l'inflation est différé: le fléchissement de l'inflation n'est pas accéléré par une baisse des prix des importations consécutive à une hausse du cours du franc.

Une autre constatation importante résulte de ces remarques. L'évolution des changes dépend non seulement de la politique monétaire menée dans le pays, mais aussi de celle que suivent les autres pays. Les modifications des politiques monétaires étrangères ont donc des conséquences directes sur notre économie. Des changes flexibles ne protègent pas de toute influence étrangère une économie petite et ouverte sur l'extérieur.

Par la politique monétaire suisse, il est certes possible de réagir contre des variations indésirables du cours du franc et, partant, de neutraliser les facteurs perturbateurs venant de l'étranger. Cependant, l'expérience

montre que l'on ne peut influencer durablement sur les taux de change en s'écartant temporairement du cours à moyen terme de la politique monétaire et, d'autre part, que le prix d'un changement fondamental de politique monétaire est élevé. Par conséquent l'économie suisse subira toujours des influences étrangères. A court terme surtout, soit dans un délai d'un an, il ne sera possible ni de prévoir exactement, ni de contrôler l'évolution du taux de renchérissement. Des recherches empiriques ont prouvé que des variations sensibles et rapides du cours du franc se répercutent très vite sur l'indice des prix à la consommation, en raison principalement de la corrélation qui existe entre l'évolution des prix en francs des produits énergétiques et celle du cours du dollar. A moyen terme cependant, il n'y a pas de corrélation entre l'évolution des changes et celle de l'inflation: ni les cours de change, ni les prix des matières premières ne sont des causes indépendantes d'inflation.

En 1980 et 1981, la croissance de la monnaie centrale a été nettement inférieure aux objectifs que la Banque nationale s'était fixés. Ces écarts doivent être appréciés en fonction de nouveau de la politique monétaire restrictive qui a été suivie à l'étranger et des effets que cette politique a exercés sur les cours de change. Si les objectifs avaient été atteints, le franc suisse se serait déprécié plus fortement et le renchérissement aurait été plus élevé. Pour l'année 1982, une expansion de 3% de la monnaie centrale est apparue judicieuse, étant donné que les premiers signes d'une récession en Suisse étaient perceptibles et qu'un recul de l'inflation était en vue. L'évolution enregistrée cette année par la masse monétaire s'inscrit dans le cadre de l'objectif.

La Banque nationale ne voit actuellement aucune raison de s'écarter du cours de sa politique monétaire, que ce soit dans un sens expansif ou restrictif. Au second semestre, elle continuera donc en principe à poursuivre son objectif et augmentera en conséquence la monnaie centrale.