

# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque  
pour sa séance du 17 décembre 1982\*

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

### 1. Aperçu de l'évolution internationale

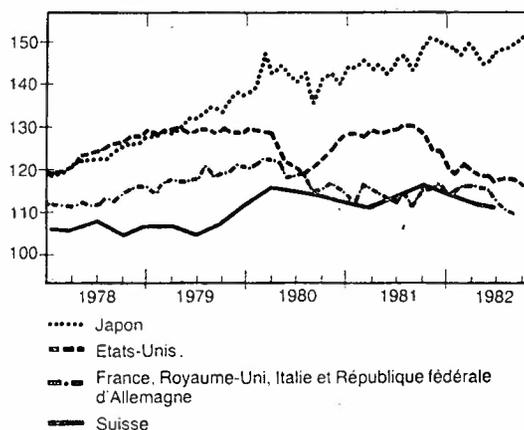
Au troisième trimestre de 1982, la conjoncture internationale a été marquée par la récession et la stagnation. Dans les grands pays d'Europe, une détérioration a été observée par rapport au premier semestre. En République fédérale d'Allemagne, mais aussi en Italie et au Royaume-Uni, les commandes de la clientèle étrangère ont de plus en plus manqué. La demande intérieure n'ayant pas augmenté non plus, la production a été parfois réduite. En France, l'horizon économique s'est assombri, car les exportations ont continué de fléchir et la consommation, intense jusque-là, a commencé à s'affaiblir. Au troisième trimestre, le *produit national* des pays industrialisés européens a probablement à peine atteint, en termes réels, le niveau enregistré un an auparavant. Aux Etats-Unis, la tendance à la récession semble s'être atténuée au cours de l'été. Par contre, la faible croissance économique s'est maintenue au Japon.

En raison de la conjoncture défavorable, le chômage a continué d'augmenter dans les principaux pays occidentaux. Au mois de septembre, le nombre de chômeurs s'élevait à 11,2 millions dans les Etats membres des Communautés européennes. Du mois de juin à celui de septembre, le rapport entre le nombre de chômeurs et la population active a passé de 9,2% à 10,1%. Aux Etats-Unis, le nombre de chômeurs s'inscrivait à 11,5 millions au mois d'octobre, et le taux de chômage atteignait 10,4%, contre 9,5% au mois de juin.

Dans la zone de l'OCDE, le renchérissement a faibli sensiblement au troisième trimestre. Le taux moyen d'inflation, qui s'inscrivait encore à 8,4% au mois de juillet, a passé à 7,4% au mois de septembre; un tel niveau n'avait plus été enregistré depuis 1973.

\* Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde avant tout sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre.

Graphique 1: Production industrielle  
(1975 = 100)<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (Source: OCDE, Principaux indicateurs économiques)

La *politique monétaire* est restée restrictive dans la majorité des grands pays industrialisés. A de rares exceptions près, l'évolution des agrégats monétaires a correspondu aux objectifs fixés. Au début du troisième trimestre, les taux d'intérêt ont commencé à reculer fortement aux Etats-Unis. Ce mouvement s'est répercuté ensuite sur les marchés des autres pays industrialisés. Son origine peut être attribuée principalement à la faiblesse de l'activité économique. Les autorités monétaires des Etats-Unis et de la République fédérale d'Allemagne se sont efforcées de renforcer la baisse en assouplissant quelque peu leur politique.

Sur les *marchés des changes*, le dollar a continué son mouvement de hausse. La livre s'est relativement bien tenue face au dollar, et le yen a faibli de nouveau. Au sein du Système monétaire européen (SME), le mark n'a pas retrouvé sa forte position, après la réévaluation du mois de juin; le franc français et – vers la fin du trimestre – la lire ont subi par moments de vigoureuses pressions.

**Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies<sup>1</sup>**

	Du mois de juillet 1982 au mois d'octobre 1982		Du 3e trimestre 1981 au 3e trimestre 1982		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar USA	-	6.3	-	7.4	6.6
Yen	-24.4	-17.3	-11.7	- 7.0	-12.0
Mark allemand	-10.3	4.4	- 2.1	6.9	4.8
Franc français	-17.1	- 4.1	-19.7	-10.1	- 6.1
Lire	-16.1	- 3.6	-14.7	- 6.0	- 1.6
Livre sterling	- 8.6	5.6	- 6.1	1.5	2.1
Franc suisse	-13.8	- 0.2	- 0.8	6.7	2.0

<sup>1</sup> Moyenne mensuelle; variation annuelle en pour-cent

Source: Morgan Guaranty Trust. World Financial Markets

## 2. Etats-Unis

Entrée dans une phase de récession voici un an, l'économie américaine n'a pas encore atteint le creux de la vague. Au troisième trimestre, le *produit national brut réel* était inférieur d'environ 2% au niveau de la période correspondante de l'an passé; en volume, l'investissement brut a diminué de 14%, alors que la consommation ne se modifiait guère et que les exportations reculaient de 19%. L'évolution du commerce extérieur a donc influé de nouveau défavorablement sur l'activité économique. Bien que le revenu réel disponible ait augmenté à la suite de réductions d'impôts et du relèvement, au mois de juillet, des prestations sociales, la demande de biens de consommation n'a pas progressé comme on s'y attendait. L'augmentation de la propension à épargner et le faible accroissement des crédits à la consommation montrent combien les ménages sont circonspects dans leurs dépenses. La production industrielle a fléchi presque sans interruption depuis une année; au troisième trimestre, la diminution a été toutefois moins forte qu'auparavant. Au mois d'octobre, la production industrielle était inférieure de 8,5% au niveau observé pour le même mois de 1981. Après être descendu du mois de juillet au mois d'août, l'indice composé des indicateurs économiques avancés est remonté légèrement aux mois de septembre et d'octobre, la moitié des indicateurs partiels restant toutefois en baisse.

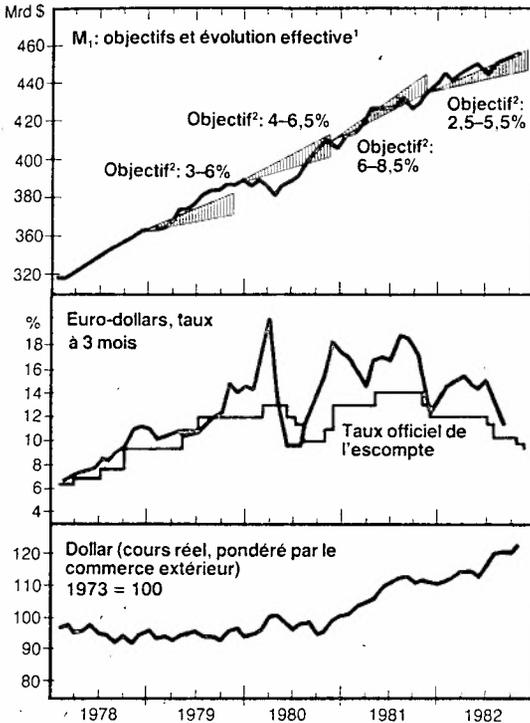
Comme la conjoncture est demeurée défavorable, le chômage a de nouveau augmenté fortement. Le taux de chômage s'élevait à 10,4% au

mois d'octobre, contre 9,8% au début du troisième trimestre. Dans l'industrie, où il atteignait 14% en chiffre rond, le taux de chômage était beaucoup plus élevé que dans les autres secteurs. Dans certaines branches, telles l'industrie de l'automobile, celle de la construction et les aciéries, il dépassait largement 20%. Quant au taux annuel de renchérissement, il a passé de 11% au mois de septembre 1981 à 6,9% au mois de juin 1982, puis à 5,1% au mois de septembre. Un niveau aussi bas n'avait plus été enregistré depuis six ans.

D'ores et déjà, il semble que le *déficit pour l'année budgétaire* ayant commencé au mois d'octobre 1982 sera nettement supérieur à celui du budget adopté l'été dernier. Selon de premières estimations, il s'accroîtra d'au moins 50 milliards de dollars pour s'inscrire à 150 milliards en chiffre rond. Ainsi, il atteindrait plus de 5% du produit national brut, contre 3,6% l'année budgétaire précédente.

Au cours de l'été, le *Système de Réserve Fédérale* a assoupli modérément sa politique. Durant tout le troisième trimestre, la masse monétaire  $M_1$  a dépassé légèrement la limite supérieure de l'objectif fixé. Au mois d'octobre, le Système de Réserve Fédérale a annoncé qu'il tolérerait des écarts, par rapport à l'objectif, dans l'évolution de la masse monétaire et qu'il axerait davantage sa politique sur d'autres indicateurs. Objectif intermédiaire important pour la politique monétaire américaine, les réserves non empruntées des banques (base monétaire, déduction faite des crédits accordés aux banques par le Système de Réserve Fédérale) ont augmenté considérable-

Graphique 2: Etats-Unis



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (source: Federal Reserve Bank of St. Louis, US-Financial Data)

<sup>2</sup> Du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant

ment au troisième trimestre. En outre, du mois de juillet au mois de novembre, le Système de Réserve Fédérale a ramené le taux de l'escompte de 11,5% à 9%, en plusieurs étapes. Au troisième trimestre, les taux d'intérêt ont diminué de plusieurs points sur le marché monétaire américain; le taux de renchérissement ayant faibli simultanément, les taux d'intérêt réels restaient toutefois à un niveau élevé.

Du mois de juillet au mois d'octobre, le cours du dollar est monté continuellement, bien que les taux d'intérêt aient fléchi aux Etats-Unis et que le Système de Réserve Fédérale ait assoupli quelque peu sa politique. Au troisième trimestre, le cours pondéré par les exportations dépassait de 7,4% le niveau enregistré un an auparavant; pour le cours réel, la hausse s'inscrivait à 6,6%. La position concurrentielle des exportateurs américains a donc continué de se détériorer.

### 3. République fédérale d'Allemagne

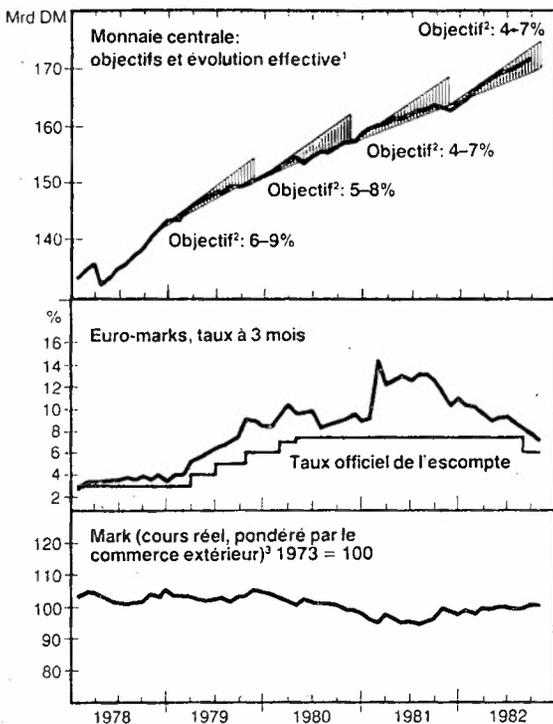
L'activité économique s'est affaiblie sensiblement durant l'été. Au troisième trimestre, le *produit national brut réel* semble avoir à peine atteint le volume du trimestre correspondant de 1981. Constatée depuis le début de l'été, la diminution de la demande extérieure s'est accentuée au troisième trimestre, alors que la demande intérieure ne donnait aucun signe de reprise. Les commandes passées par la clientèle étrangère au cours du troisième trimestre étaient inférieures de plus de 12% au niveau de la même période de l'année précédente et de plus de 5% à celui du deuxième trimestre. En raison de ce fléchissement, la production a été réduite, et le degré d'utilisation des capacités techniques est tombé au niveau le plus bas enregistré depuis sept ans. La nouvelle détérioration de la conjoncture a touché particulièrement l'industrie des biens d'équipement.

Le nombre de chômeurs atteignait plus de 2 millions au mois d'octobre, et le taux de chômage a passé de 7,6%, au mois de juin, à 8,4%. Comme le nombre de places vacantes a continué de diminuer fortement, les perspectives d'emploi se sont de nouveau détériorées. La République fédérale a remporté elle aussi des succès dans la lutte contre l'inflation; le taux de renchérissement a baissé de presque un point pour s'inscrire à 4,9% à la fin du trimestre.

En valeur, les exportations ont diminué quelque peu ces derniers mois. Les importations ayant reculé aussi, l'excédent de la *balance commerciale* a continué de s'accroître. Pour les trois premiers trimestres, il a atteint 36 milliards de marks, un montant beaucoup plus élevé que celui enregistré pour la période correspondante de 1981. Pour les neuf premiers mois de 1982, la balance des revenus a été à peu près en équilibre; l'année précédente, elle s'était soldée par un déficit de plus de 20 milliards de marks à la fin des neuf premiers mois.

Le *budget* pour 1983 du nouveau gouvernement prévoit un déficit de 40 milliards de marks en chiffre rond. Il comporte des mesures visant à assainir les finances publiques; les autorités ont décidé d'accroître les recettes - majoration des taux de l'impôt sur la valeur ajoutée et relèvement de la charge fiscale sur les revenus les plus élevés - et de réduire les dépenses publiques.

**Graphique 3: République fédérale d'Allemagne**



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (sources: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihette)

<sup>2</sup> Du 4e trimestre au 4e trimestre suivant

Par un allègement de l'imposition des entreprises et par des dépenses tendant à encourager la construction de logements, le gouvernement veut stimuler l'investissement.

Au cours de l'été, la Banque fédérale d'Allemagne a assoupli légèrement sa *politique monétaire*. Au troisième trimestre, la monnaie centrale a oscillé à la limite supérieure de l'objectif fixé. A la fin des mois d'août et d'octobre, les autorités monétaires ont abaissé de 1/2% et de 1% les taux officiels; le 1er octobre, elles ont réduit également les taux des réserves minimales. Ces mesures ont accéléré la baisse des taux sur le marché monétaire. Vers la fin du troisième trimestre, le taux à trois mois était inférieur à 8% sur le marché des euro-marks.

Au troisième trimestre, le *mark* a reculé face au dollar. Au sein du Système monétaire européen (SME), il a été une monnaie plutôt faible. Le cours

moyen, pondéré par le commerce extérieur, est toutefois monté. Quant au cours réel, il s'est élevé de plus de 5% par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

#### 4. Royaume-Uni

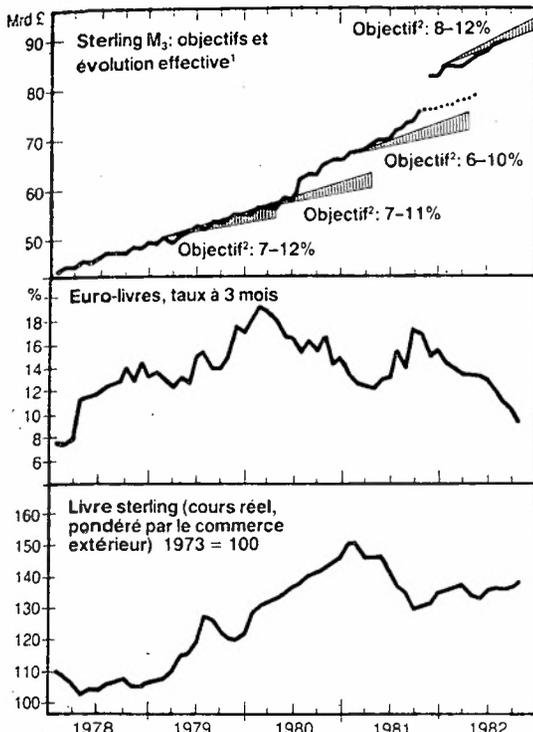
Au deuxième trimestre, le *produit intérieur brut réel* s'est inscrit à un niveau dépassant de 1% seulement celui de la période correspondante de l'an passé, où le creux de la vague avait été atteint. Au début de l'année, les investissements semblaient être en expansion. Au deuxième trimestre toutefois, leur volume est retombé au niveau observé un an auparavant.

Le chiffre d'affaires réel enregistré par le commerce de détail au troisième trimestre était supérieur de 3% à celui de la période correspondante de 1981. L'augmentation des ventes – en particulier dans le domaine des biens durables de consommation – a porté toutefois en grande partie sur des produits importés. Au mois de septembre, la production industrielle était inférieure d'environ 1% au niveau enregistré un an auparavant. La diminution des stocks montre que les entreprises avaient adopté une attitude circonspecte face à l'accroissement de la demande de biens de consommation.

Le taux de renchérissement a marqué un nouveau recul. Calculée par rapport au mois correspondant de l'année précédente, la hausse des prix à la consommation a passé de 11,4% en septembre 1981, à 9,2% au début du troisième trimestre de 1982, à 7,3% en septembre et à 6,8% en octobre. Le gouvernement estime que le taux diminuera à 6,5% au mois de décembre et à 5% l'an prochain. En raison de la stagnation persistante, le nombre de chômeurs a continué d'augmenter. Au mois d'octobre, le taux de chômage s'élevait à 12,8%, contre 12,3% au mois de juillet. Pour les trois premiers trimestres, la balance des revenus s'est soldée par un excédent de 4,4 milliards de dollars, un montant qui représente un peu plus de la moitié de celui enregistré pour la même période de 1981. La diminution s'explique aussi bien par le ralentissement de la croissance des exportations que par l'augmentation des achats à l'étranger.

Le *budget* pour l'exercice annuel qui commencera au printemps prochain reflète, dans l'ensem-

Graphique 4: Royaume-Uni



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (source: Bank of England, Quarterly Bulletin); depuis le mois de novembre 1981, les données concernant M<sub>3</sub> sterling ne sont plus comparables à celles des mois précédents en raison de modifications d'ordre statistique.

<sup>2</sup> Du mois de février au mois d'avril de l'année suivante

ble, la continuation de la politique restrictive qui vise à réduire graduellement le déficit. L'excédent de dépenses atteint 8 milliards de livres, soit près de 3% du produit intérieur brut; l'accroissement nominal des dépenses publiques s'inscrit à 4,5% seulement. Par ce budget, le gouvernement a tenu compte en partie des demandes formulées par la Confederation of British Industries pour que des mesures soient adoptées en vue de stimuler la conjoncture. Ainsi, il a décidé de réduire les prestations sociales et d'accorder, à l'industrie, des subventions atteignant un milliard de livres. En outre, il a prévu des réductions d'impôts pour le début de 1983.

Au troisième trimestre, l'expansion de la masse monétaire *M<sub>3</sub> sterling* a correspondu à l'objectif qui a été fixé entre 8 et 12%. Vers la fin du trimestre, *M<sub>3</sub> sterling* se situait autour de la limite

supérieure de cet objectif. La base monétaire était, au mois d'août, inférieure de 1,7% au montant atteint un an auparavant; son évolution reflète une politique toujours restrictive. La baisse des taux d'intérêt, qui a entraîné une réduction du taux des crédits interbancaires de 13% à 9,5% entre les mois de juin et d'octobre, semble liée surtout à la faible conjoncture au Royaume-Uni et à l'évolution des taux à l'étranger.

Sur les marchés des changes, la *livre sterling* a relativement bien résisté. Si elle a reculé face au dollar, elle s'est appréciée par rapport aux monnaies du SME. Au troisième trimestre, le cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur s'est inscrit à un niveau correspondant à celui observé pour la même période de 1981.

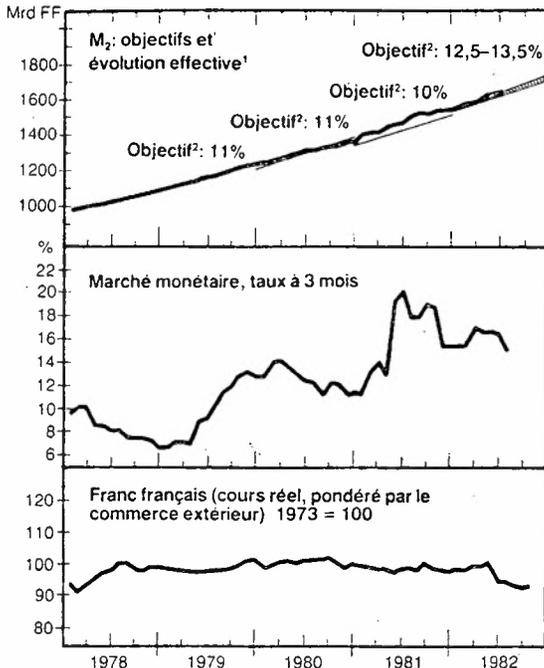
## 5. France

Au premier semestre, le *produit intérieur brut* a augmenté de 0,8%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1981. Pour la seconde moitié de l'année, la croissance pourrait diminuer à 0,3%, selon les prévisions de l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE). Le revenu réel disponible, qui avait progressé vigoureusement au premier semestre, n'a guère augmenté au troisième trimestre. Par conséquent, la consommation privée ne stimule plus que faiblement l'activité économique. Les commandes en portefeuille ayant diminué et les stocks étant élevés, il ne faut pas compter sur une prochaine reprise de la production industrielle.

Le taux moyen de chômage a passé de 8,2% durant l'été de 1981 à 8,9% au deuxième trimestre de 1982 et à 9% au trimestre suivant. Le taux d'inflation, qui atteignait encore 13,5% au mois de juin, a diminué à 9,3% au mois d'octobre. Cette évolution peut être attribuée en partie au blocage des prix et des salaires, décrété au mois de juin. Le blocage a pris fin au début du mois de novembre. Le gouvernement l'a remplacé en fixant des limites supérieures à l'évolution des prix et des revenus. Par cette mesure, complétée par des accords sur la modération des prix, le gouvernement se propose de réduire le taux d'inflation à 8% l'an prochain.

Le commerce extérieur a continué de se détériorer au troisième trimestre. Le fléchissement des exportations, constaté depuis l'automne de 1981,

Graphique 5: France



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (source: Banque de France. Bulletin trimestriel)

<sup>2</sup> Du mois de décembre au mois de décembre suivant

et l'accroissement simultané des importations se sont poursuivis. Le déficit de la balance commerciale, qui s'était inscrit à 2,4 milliards de dollars au troisième trimestre de 1981 et à 3,9 milliards au deuxième trimestre de 1982, a passé à 4,3 milliards de dollars au troisième trimestre. Par conséquent, le déficit de la balance des revenus devrait avoir augmenté fortement au troisième trimestre.

Selon le budget qui a été présenté au début du mois d'octobre, la croissance des dépenses publiques se ralentira de façon sensible en 1983. Elle s'inscrira à 11,8% l'an prochain, contre 27,5% en 1982. Compte tenu de l'augmentation des recettes, le déficit atteindra 117,8 milliards de francs français ou 3% du produit intérieur brut. Ainsi, il dépassera d'environ 22 milliards de francs français le déficit prévu pour 1982.

Pour le second semestre, la Banque de France a fixé l'accroissement des crédits accordés par les banques à un taux égal à celui en vigueur pendant la même période de 1981. Cette mesure doit

permettre d'atteindre l'objectif d'expansion de la masse monétaire M<sub>2</sub>, fixé entre 12,5 et 13,5%. Aux mois de juillet et d'août, M<sub>2</sub> dépassait de 12% le niveau observé un an auparavant. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt se sont inscrits entre 13% et 15% au troisième trimestre, contre plus de 16% le trimestre précédent.

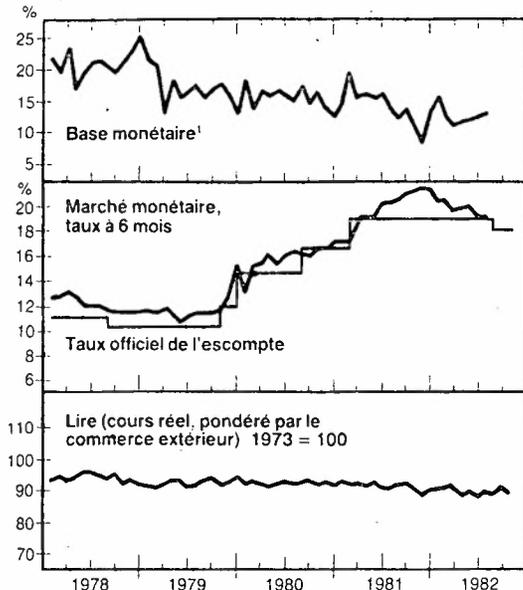
Le franc français a subi de nouveau de fortes pressions entre les mois de juillet et d'octobre. La Banque de France est intervenue sur les marchés des changes. Pour éviter une diminution supplémentaire des réserves monétaires, le gouvernement a émis sur l'euro-marché un emprunt de 4 milliards de dollars. Du troisième trimestre de 1981 à la période correspondante de 1982, le cours nominal du franc, pondéré en fonction du commerce extérieur, a fléchi de 10% en chiffre rond. Le cours réel a lui aussi diminué. Il convient toutefois de souligner que la baisse du cours réel aurait été moins forte sans le blocage des prix.

## 6. Italie

En termes réels, le produit intérieur brut était, au deuxième trimestre, supérieur de 0,1% au niveau de la période correspondante de 1981. Si la consommation privée a progressé quelque peu, les investissements ont diminué sensiblement. La stagnation de la production industrielle durant les sept premiers mois de l'année et l'augmentation de 30%, par rapport à la période correspondante de 1981, du nombre de faillites survenues pendant les cinq premiers mois de l'année reflètent la conjoncture défavorable. La demande extérieure, jusque-là vigoureuse, s'est affaiblie au cours du premier semestre; en termes réels, les entrées de commandes venant de l'étranger ont diminué d'environ 10% par rapport à la période correspondante de 1981. La demande intérieure restant faible, il faut donc s'attendre à une nouvelle dégradation du climat économique.

Sur le marché du travail, la situation s'est détériorée au troisième trimestre, après la légère amélioration observée le trimestre précédent. Au mois de juillet, le nombre de chômeurs dépassait 2 millions, ce qui correspond à un taux de chômage de 9,2%. Après avoir diminué à 15,2% au mois de juin, le taux annuel de renchérissement a marqué une nouvelle hausse. Au mois d'octobre, il s'inscrivait à 17,2%. L'accélération s'explique

Graphique 6: Italie



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Supplemento al bollettino della Banca d'Italia)

en partie par la majoration de l'impôt sur la valeur ajoutée, qui est entrée en vigueur au mois de juillet.

Après avoir atteint, pour les six premiers mois de l'année, un volume dépassant d'environ 10% celui du premier semestre de 1981, les ventes à l'étranger se sont ralenties quelque peu durant l'été. Les importations demeurant élevées, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 6,7 milliards de dollars au troisième trimestre. Son solde n'était que légèrement inférieur au déficit enregistré un an auparavant.

Au mois d'août, la *Banque d'Italie* a réduit de 19% à 18% le taux officiel de l'escompte. Entre juillet 1981 et le même mois de l'année suivante, la base monétaire a augmenté de 12,9%. Comme précédemment, les taux d'intérêt ont oscillé sur le marché monétaire entre 19 et 20% durant le troisième trimestre.

Au sein du SME, la *lire* a été relativement stable au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1981, le cours réel n'a diminué que de 1,6%. La lire a subi des pressions vers la fin du mois de septembre, et les autorités monétaires sont intervenues vigoureusement sur le marché des changes en octobre. Afin d'empê-

cher que la lire ne baisse encore, le gouvernement a relevé la rémunération des titres publics à trois et à six mois.

## 7. Japon

Au deuxième trimestre, le *produit national brut réel* était supérieur de 2,3% au niveau enregistré un an auparavant. La croissance s'explique surtout par l'évolution de la consommation privée, qui a progressé de 4,9% par rapport au deuxième trimestre de 1981. Tandis que le volume des dépenses publiques augmentait de 2,6%, celui de l'investissement brut a continué de fléchir, la diminution s'inscrivant à 2,5%. Dans l'industrie manufacturière, l'accroissement de la production n'a été que minime par rapport à la période correspondante de l'année précédente; la production de biens d'équipement a même diminué fortement.

Le nombre de chômeurs a continué d'augmenter durant l'été, pour atteindre 1,4 million au mois de septembre. Avec 2,5% en chiffre rond, le taux de chômage est, au Japon aussi, beaucoup plus élevé que pendant la crise économique de 1974 et 1975. Après avoir diminué à 1,7% au mois de juillet, le taux annuel d'inflation a augmenté en août; au mois d'octobre, il s'inscrivait à 3,1%.

Pendant la première moitié de l'année budgétaire, soit du mois d'avril au mois de septembre, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de 11 milliards de dollars. Par rapport à la période correspondante de 1981, le surplus a diminué d'environ un milliard de dollars; en valeur, les exportations ont diminué de 8,3% et les importations, de 8,1%. Au troisième trimestre, l'excédent de la balance des revenus s'est inscrit à 1,5 milliard de dollars; un an auparavant, il atteignait 2,8 milliards de dollars.

Pour l'année budgétaire en cours, les *comptes de l'Etat* se solderont de nouveau par un déficit beaucoup plus élevé que prévu. Les recettes effectives étant nettement inférieures au montant prévu, le déficit atteindra environ 5% du produit national brut. La détérioration des finances publiques restreint les possibilités de prendre, dans le futur, des mesures pour stimuler la conjoncture.

Au troisième trimestre, la *masse monétaire M<sub>2</sub>* dépassait d'environ 10% le montant enregistré un an auparavant. Pour le second semestre, la Ban-

## Tableaux 2.1-2.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

### 2.1 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.	3e trim.
Etats-Unis	3,2	- 0,2	2,0	3,0	0,3	- 2,5	- 1,6	- 2,2a
Rép. féd. d'Allemagne	4,4	1,8	- 0,3	0,4	0,5	- 0,2	0,3a	- 2,0a
Royaume-Uni b)	2,1	- 2,6	- 2,8	- 1,7	0,3	0,3	0,9a	0,2a
France b)	3,1	1,2	0,2	-	-	-	-	-
Italie b)	4,9	3,9	- 0,2	0,3	0,6	1,0	0,1a	- 0,8a
Japon	5,2	4,2	2,9	3,4	2,0	2,2	2,3a	2,2a
Suisse	2,5	4,0	1,9	2,1ab	1,9ab	0,0ab	- 0,4ab	-

a) Chiffre provisoire b) PIB

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

	1979	1980	1981	1982				
				2e trim.	3e trim.	août	sept.	oct.
Etats-Unis	11,3	13,5	8,9	6,8	5,8	5,9	5,1	5,1a
Rép. féd. d'Allemagne	4,1	5,5	5,9	5,4	5,3	5,1	4,9	4,9a
Royaume-Uni	13,4	18,0	12,0	9,4	8,0	8,0	7,3	6,8a
France	10,8	13,6	13,4	13,8	10,9	10,8	10,1	9,3a
Italie	15,7	21,1	18,7	15,3	16,9	17,2	17,2	17,2a
Japon	3,6	8,0	4,9	2,4	2,8	3,1	3,3	3,1a
Suisse	3,6	4,0	6,5	5,9	5,6	5,2	5,5	6,2

a) Chiffre provisoire

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

	1979	1980	1981	1982				
				2e trim.	3e trim.	août	sept.	oct.
Etats-Unis	5,5	7,2	8,1	9,5	9,9	9,0	10,1	10,4
Rép. féd. d'Allemagne	3,8	3,8	5,2	7,5	7,9	7,9	8,2	8,4
Royaume-Uni b)	5,3b	6,7b	10,5b	12,0b	12,5b	12,5b	12,7b	12,8b
France b)	5,9	6,5	7,9	8,9a	9,0a	9,1a	9,0a	-
Italie b)	7,4	7,6	8,4	9,2a	8,7c	-	-	-
Japon	2,0	2,0	2,2	2,4	2,4	2,3	2,5	-
Suisse	0,4	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5

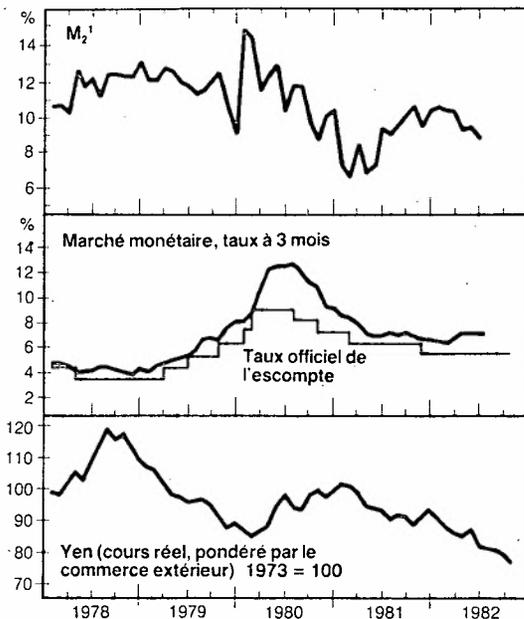
a) Calculs de l'OCDE b) Sans les jeunes sortant de l'école c) Premier mois du trimestre

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

	1979	1980	1981	1981		1982		
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Etats-Unis	- 0,5	1,5	4,5	- 0,8	- 0,9	1,2	2,1	- 4,0a
Rép. féd. d'Allemagne	- 6,3	- 15,2	- 7,8	- 2,4	1,4	- 0,8	0,3	0,0a
Royaume-Uni	- 1,9	6,8	11,6	-	2,8	1,3	1,5	1,6a
France	1,3	- 7,3	- 7,1a	- 1,8a	- 2,0a	- 2,0a	- 2,5a	-
Italie	5,7	- 9,0	- 7,7a	- 2,2b	- 0,6b	-	-	-
Japon	- 8,8	- 10,7	4,7	2,8	1,0	0,9	2,5	1,5b
Suisse	2,4	- 0,5	2,8	-	-	1,9ab	1,5ab	0,2ab

a) Chiffre provisoire b) Variations saisonnières non déduites

Graphique 7: Japon



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Bank of Japan, Economic Statistics Monthly)

que du Japon a admis tous les octrois de crédits prévus par les banques. Les taux d'intérêt sont restés presque stables au troisième trimestre; sur le marché monétaire, les principaux taux ont oscillé aux environs de 7%.

Entre les mois de juillet et d'octobre, la baisse du yen a continué à un rythme accéléré. La monnaie japonaise a fléchi par rapport à toutes les monnaies importantes, et l'indice du cours nominal était, au troisième trimestre, inférieur d'environ 7% au niveau observé un an auparavant. Compte tenu de cette baisse et du taux d'inflation modéré, la position concurrentielle des exportateurs japonais s'est améliorée de 12% par rapport au troisième trimestre de 1981. Au mois de novembre, une certaine correction a eu lieu, le cours du yen s'étant nettement raffermi.

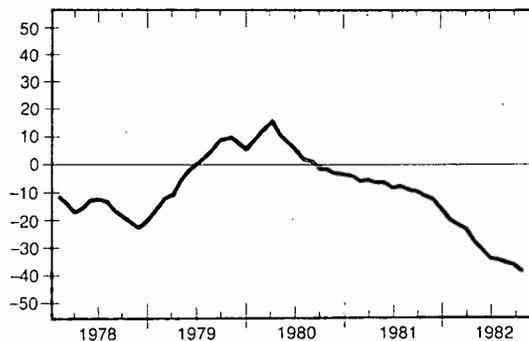
## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Aperçu

Dans l'économie suisse, la tendance à la récession s'est accentuée. En termes réels, le produit national brut n'a pas atteint, pour les neuf premiers mois de 1982, le niveau enregistré un an auparavant. La conjoncture internationale, défavorable depuis 1980, s'est répercutée nettement sur les exportations suisses au cours de l'été. Au troisième trimestre, si les affaires sont restées bonnes dans les principales branches du secteur des services, à l'exception du tourisme, les entrées de commandes et les commandes en portefeuille ont diminué dans l'industrie.

La détérioration de la conjoncture a influé également sur le marché du travail. Le nombre de chômeurs complets et partiels a augmenté sensiblement au cours du troisième trimestre. Les soucis croissants concernant l'emploi et les perspectives défavorables en matière de revenus ont modéré la consommation privée. Néanmoins, l'indice des prix à la consommation est monté davantage que pendant les deux premiers trimestres. La diminution attendue du renchérissement s'est produite toutefois au niveau des prix de gros. La Banque nationale a continué d'axer son action sur l'objectif fixé pour 1982. Au troisième trimestre, la monnaie centrale ajustée dépassait en moyenne d'environ 3% le niveau enregistré un an auparavant.

### Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, test conjoncturel

<sup>1</sup> Indicateur synthétique de l'EPFZ

La croissance des crédits bancaires a de nouveau ralenti en raison de la conjoncture. L'approvisionnement assez abondant en disponibilités et la récession ont maintenu les taux d'intérêt en baisse. Les rémunérations ayant diminué plus fortement sur le marché monétaire que sur le marché financier, l'écart s'est creusé entre les taux à court terme et ceux à plus long terme. Le dollar s'est encore apprécié par rapport au franc. Dans l'ensemble toutefois, le cours du franc pondéré par le commerce extérieur est resté à peu près stable.

## 2. Evolution de l'économie

### **Produit intérieur brut et production industrielle**

Durant l'été et l'automne, la conjoncture a été marquée en Suisse par la récession. Pour les trois premiers trimestres de l'année, le produit intérieur brut réel était inférieur au niveau enregistré un an auparavant. A l'exception des dépenses de l'Etat et des assurances sociales, tous les principaux éléments du produit intérieur brut ont diminué.

Les entrées de commandes ayant fléchi et les stocks de produits finis augmenté, la production

industrielle a continué de régresser. Selon l'enquête qu'a menée le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises interrogées estimaient en majorité que l'effectif de leur personnel était encore trop élevé. Le degré d'utilisation des capacités techniques est descendu au-dessous de 80%.

L'activité a faibli dans l'industrie de la construction. Néanmoins, on estime que le volume de la construction atteindra, en 1982, un niveau correspondant à peu près à celui des années 1979 et 1980, considérées comme normales par cette industrie.

Dans quelques branches du secteur des services, telles les banques et les compagnies d'assurances, l'évolution est restée favorable au troisième trimestre; dans d'autres, tels les transports et le tourisme, la demande s'est affaiblie sensiblement.

### **Consommation privée**

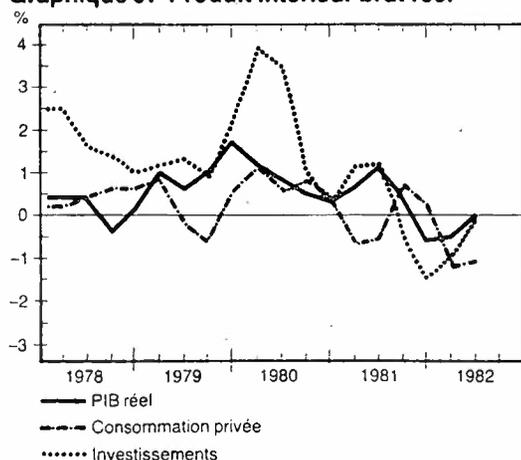
Pour les neuf premiers mois, la consommation privée était inférieure au niveau enregistré un an auparavant. A partir du milieu de l'année, ce fléchissement a touché également les importations de biens de consommation. Le recul de celles-ci semble également lié à la baisse que le cours du franc a enregistrée depuis le mois de mars; l'évolution des changes a rendu en effet les biens étrangers moins compétitifs sur le marché suisse.

Le ralentissement du tourisme s'est poursuivi. Dans les hôtels, le nombre de nuitées de clients suisses était, au troisième trimestre, inférieur de 4,8% au chiffre de la période correspondante de 1981; au premier trimestre, une augmentation avait encore été observée.

### **Investissements**

Déduction faite des variations saisonnières et particulières, les investissements ont diminué depuis le milieu de 1981. Au premier semestre de 1982, ils étaient inférieurs, selon la comptabilité nationale, de presque 3% au niveau atteint un an auparavant. Le recul de la demande s'est manifesté tout d'abord dans le domaine des biens d'équipement; au deuxième trimestre, la ten-

**Graphique 9: Produit intérieur brut réel<sup>1</sup>**



Source: Office fédéral de la statistique

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente, variations saisonnières déduites

**Tableau 3: Investissements (variation en % par rapport à l'année précédente)**

	1978	1979	1980	1981	1981			1982		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Importations de biens d'équipement	19,7	9,0	19,0	0,2	5,3	5,9	- 6,8	- 2,2	- 4,8	-14,1
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes <sup>1</sup>	11,4	41,9	1,7	- 5,9	-13,0	5,6	- 3,2	-14,1	11,5	-15,4
Logements construits, dans 96 villes <sup>1</sup>	- 2,4	9,7	- 1,3	6,3	12,2	- 1,4	3,4	31,9	0,0	- 7,1
Projets de constructions industrielles (volume) <sup>2</sup>	36,0	- 5,0	67,1	-29,6	-17,1	-44,5	-36,3	-32,4	-10,6	- 7,6
Promesses de crédit de construction	33,1	28,1	23,0	- 5,3	2,1	- 5,3	-16,5	-11,3	-16,5	- 8,4

<sup>1</sup> Avant 1980: dans 92 villes

<sup>2</sup> Constructions nouvelles et agrandissements

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

dance s'est étendue progressivement à la construction. Cette évolution a continué durant le troisième trimestre.

L'industrie, en particulier, s'est montrée très circonspecte en matière d'achats de biens d'équipement. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les entrées de commandes enregistrées par l'industrie des machines ont diminué de presque 14% au troisième trimestre; le nombre de plans déposés concernant des installations d'exploitation a reculé de 23,3%, et les importations de biens d'équipement ont fléchi de 14% en volume.

Au troisième trimestre, le nombre de plans déposés concernant des constructions industrielles nouvelles et des agrandissements, ainsi que le volume de ces projets étaient inférieurs, comme les trimestres précédents, aux chiffres observés un an auparavant. Le nombre de logements terminés a diminué de 7%. Les deux principaux indicateurs avancés traduisent un nouveau fléchissement: au troisième trimestre, le nombre de logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes et les promesses de crédit concernant la construction de logements ont reculé par rapport à la période correspondante de 1981. Cependant, la baisse des promesses de crédit s'est ralenti par rapport aux trimestres précédents, ce qui pourrait indiquer une modération de la récession dans le secteur de la construction. Le petit nombre de logements vacants et la perspective d'une baisse des taux hypothécaires renforcent cette impression.

Dans l'industrie, les stocks de produits finis ont augmenté encore cet automne, alors que ceux de matériaux et produits en fabrication diminuaient. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les stocks se sont accrus, dans le commerce de détail, par rapport à la période correspondante de 1981.

### **Commerce extérieur**

#### *Exportations*

Malgré la tendance internationale à la récession, les exportations suisses ont augmenté de manière relativement forte durant les deux dernières années, car l'évolution conjoncturelle n'a pas été semblable chez tous les partenaires commerciaux de notre pays: alors que la récession de 1980 était suivie d'une phase de stagnation dans la plupart des pays européens de l'OCDE, les Etats-Unis ont bénéficié d'une brève reprise en 1981. En outre, l'industrie suisse d'exportation a reçu des commandes des pays membres de l'OPEP, dont la demande avait augmenté vigoureusement après la deuxième vague de renchérissement du pétrole, en 1979. Entre-temps, la stagnation s'est étendue pratiquement à l'ensemble de la zone de l'OCDE, et la demande des pays en développement a fléchi aussi, étant donné l'endettement considérable de ces pays. Au troisième trimestre, de 1982, les exportations suisses ont enregistré un net recul.

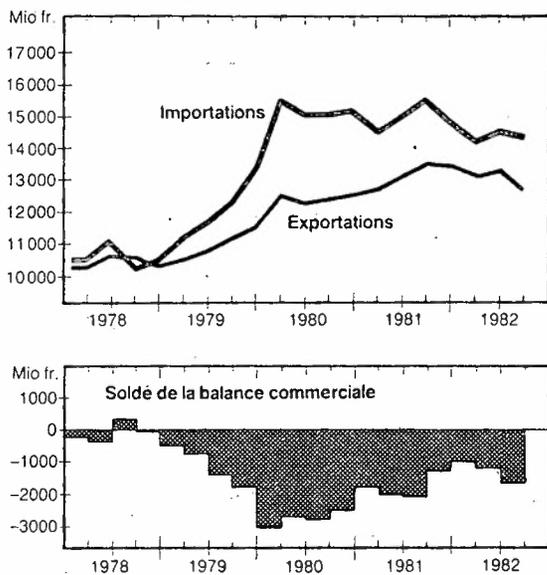
La conjoncture internationale défavorable s'est

répercutée également sur le tourisme. Dans les hôtels, le nombre de nuitées de clients étrangers était, au troisième trimestre, inférieur de 6,9% au niveau observé un an auparavant.

#### Importations

Au début de l'année, seules les importations de biens d'équipement, ainsi que de matières premières et produits semi-ouvrés réagissaient à l'affaiblissement de la conjoncture en Suisse. Pendant l'été toutefois, les achats à l'étranger de produits énergétiques et de biens de consommation ont fléchi également.

**Graphique 10: Commerce extérieur (variations saisonnières déduites)**



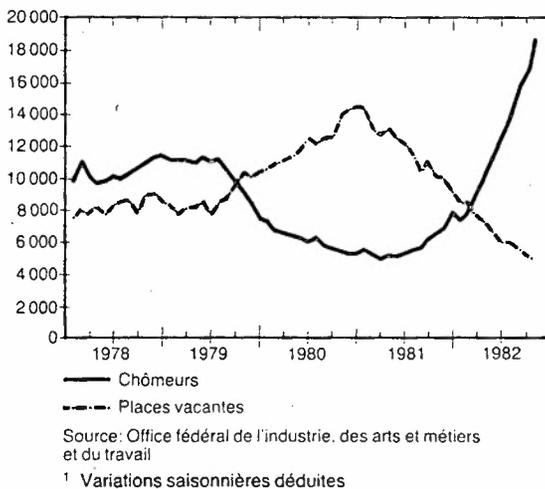
Source: Direction générale des douanes fédérales

#### Balance commerciale et balance des revenus

Au troisième trimestre, le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 2 milliards de francs. Par rapport au même trimestre de 1981, le volume des importations a fléchi de 5,6% et celui des exportations, de 10,5%; le déficit a néanmoins diminué d'un sixième. Il faut attribuer ce résultat au fait que les valeurs moyennes des exportations ont augmenté de 4,4%, alors que les valeurs moyennes des importations reculaient de 2,7%.

L'excédent de la balance des revenus a atteint, au troisième trimestre, un montant supérieur à celui enregistré un an auparavant. Par rapport au trimestre précédent, il a toutefois passé de 1,2 milliard à 0,5 milliard de francs, car le déficit de la balance commerciale s'est accru et les recettes touristiques nettes ont diminué.

**Graphique 11: Chômeurs et places vacantes<sup>1</sup>**



Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites

**Tableau 4: Emploi et marché du travail**

	1978	1979	1980	1981	1982					
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	1,0	0,8	2,1	0,9	-0,1 <sup>2</sup>	-1,0	-2,0			
Taux de chômage	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5
Chômeurs	10 483	10 333	6 255	5 889	10 287	10 290	10 261	12 337	13 638	16 185
Chômeurs partiels	9 196	11 935	2 128	5 704	23 750	31 331	31 686	28 509	39 982	51 479
Places vacantes	8 290	8 921	12 312	11 876	8 398	6 786	5 591	5 643	5 403	5 228

<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

Source: La Vie économique

## Emploi et marché du travail

Au troisième trimestre, la récession s'est répercutée nettement sur l'emploi. Le nombre d'heures supplémentaires a diminué considérablement, et l'indice global de l'emploi était inférieur d'environ 2% à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. L'indice partiel a baissé de 4,8% dans l'industrie, mais est monté de 0,3% dans le secteur des services. Dans l'industrie de la construction, dans celle des machines et dans l'horlogerie, le recul a été supérieur à la moyenne. La diminution de l'emploi a entraîné un accroissement du chômage. Du mois de juin au mois d'octobre, le nombre de chômeurs complets s'est élevé de 10 593 à 16 185. Le taux de chômage atteignait 0,5% au troisième trimestre, contre 0,2% un an auparavant. Après avoir diminué au cours de l'été, le nombre de chômeurs partiels s'est accru rapidement, passant à plus de 50 000 au mois d'octobre.

## Prix et salaires

Au cours des trois premiers trimestres, l'indice des prix à la consommation a atteint un niveau moyen dépassant d'environ 5,5% le chiffre de l'année précédente. D'un mois à l'autre, le taux annuel de variation a toutefois fluctué sensiblement. Le renchérissement des marchandises a commencé à ralentir, mais cette tendance a été

compensée partiellement par l'évolution qui s'est produite dans le secteur des services, en particulier dans le domaine des loyers.

Les variations des prix de gros traduisent toutefois un fléchissement sensible de l'inflation. En un an, le taux de renchérissement a passé de 6,6 à 2,1%. La revalorisation du franc au début de l'année a freiné la hausse des prix des produits importés. Le taux de renchérissement des marchandises suisses a diminué de 2 points entre le troisième trimestre de 1981 et la même période de l'année suivante.

Du troisième trimestre de 1981 à la période correspondante de 1982, les gains des travailleurs ont augmenté de 6% en termes nominaux et de 0,4% en termes réels.

## 3. Evolution monétaire

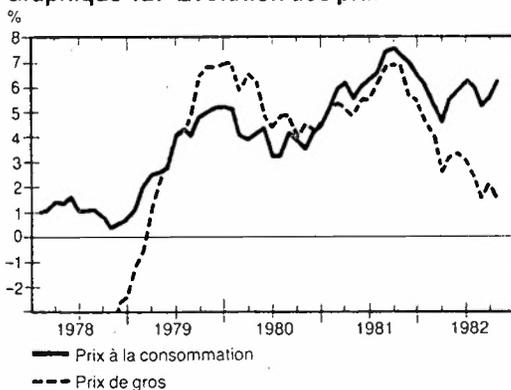
### Agrégats monétaires

Au troisième trimestre, la monnaie centrale ajustée s'inscrivait à 28 571 millions de francs en moyenne; elle a augmenté de 3,1% par rapport au même trimestre de 1981. Pour les neuf premiers mois, son volume moyen était supérieur de 1,3% au niveau de la période correspondante de l'année précédente. Selon les plus récentes estimations, la croissance moyenne, en 1982, se chiffrera à 2,5%.

Un changement de tendance s'est produit dans l'évolution des billets en circulation: au troisième trimestre, un taux positif de variation a été enregistré pour la première fois depuis le mois de septembre 1981. Pour ce trimestre en effet, le volume moyen des billets en circulation dépassait de 1,5% le montant de la période correspondante de 1981. Au mois d'octobre, le taux de croissance a atteint 3,4%.

La baisse des taux d'intérêt, qui a continué au troisième trimestre grâce à la bonne dotation du marché en liquidités, a influé sur l'évolution des masses monétaires  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$ . La transformation de dépôts à terme en dépôts à vue, due aux taux d'intérêt, a eu pour conséquence une accélération de la croissance de  $M_1$ ; au mois de septembre, cet agrégat dépassait de 7,2% le niveau enregistré un an auparavant. Par contre, la masse monétaire  $M_2$  a diminué pour la première fois depuis le mois de janvier 1950, c'est-à-dire

Graphique 12: Evolution des prix<sup>1</sup>



Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

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

**Tableau 5: Monnaie centrale ajustée et billets en circulation**

		Monnaie centrale ajustée <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</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	1er trim.	27 934	-2,7	21 737	-2,1
	2e trim.	28 491	2,0	21 750	-0,7
	3e trim.	28 571	3,1	21 919	1,5
	juillet	28 668	0,6	22 007	1,1
	août	28 193	2,6	21 756	1,1
	sept.	28 853	6,2	21 993	2,3
	oct.	28 850	5,1	22 144	3,4

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

<sup>2</sup> Par rapport à l'année précédente

**Tableau 6: Evolution des agrégats monétaires<sup>1</sup>**

		M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
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.	-5,8	12,7	3,8
	2e trim.	1,4	5,6	2,6
	juillet	3,0	-0,3	1,5
	août	4,8	-0,1	2,2
	sept.	7,2	-0,5	3,4

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

depuis que des données sont disponibles. Quant à la masse monétaire M<sub>3</sub>, elle a augmenté au troisième trimestre, en raison de l'expansion vigoureuse des dépôts d'épargne.

### Marchés monétaire et financier

#### Marché monétaire

La Banque nationale s'étant efforcée d'accroître la monnaie de banque centrale conformément à l'objectif fixé, les avoirs que l'économie détient en comptes de virements à l'institut d'émission ont augmenté. En moyenne mensuelle, ils se sont inscrits à 7 milliards en juillet, à 6,8 milliards en août, à 7,3 milliards en septembre, à 7,1 milliards en octobre et à 7,2 milliards de francs en novembre. Exception faite du mois de juillet, ils atteignaient ainsi des niveaux plus élevés que l'année précédente. A la fin du mois de septembre, ils se

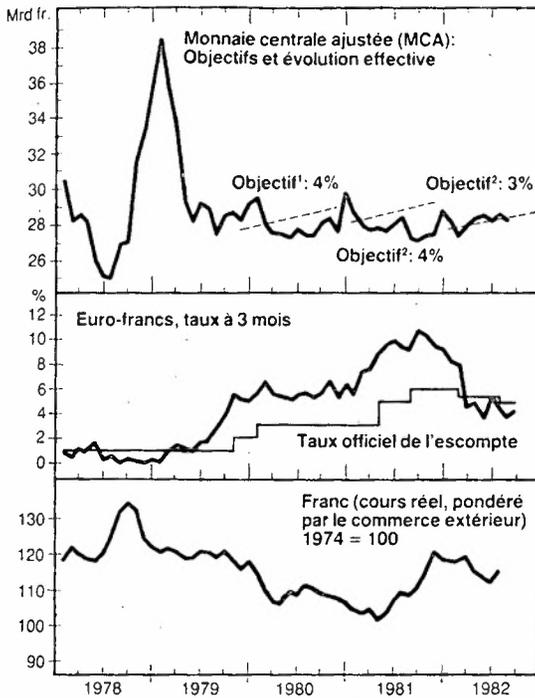
chiffraient à 10,9 milliards de francs, contre 9,7 milliards un an auparavant.

A la fin des mois de juillet et d'août, les besoins supplémentaires de liquidités des banques ont été couverts uniquement par des crédits traditionnels de l'institut d'émission (crédits d'escompte, avances sur nantissement, correspondants en Suisse). Aux échéances de septembre, d'octobre et de novembre, la Banque nationale a offert également des swaps aux banques. Le recours aux avances sur nantissement a continué de diminuer. De concert avec d'autres banques centrales, la Banque nationale a réduit ses taux officiels de ½%, les 27 août et 3 décembre. Ainsi, elle a ramené à 4½% le taux de l'escompte et à 6% celui des avances sur nantissement.

Après une hausse passagère au mois de juin, les taux du marché monétaire ont repris leur mouvement de baisse à partir du mois de juillet. Sur le marché des euro-francs, la rémunération moyenne des dépôts à trois mois s'inscrivait à 3½% en octobre, un niveau légèrement supérieur à celui de la mi-mai qui est le plus bas de l'année.

La rémunération servie par les grandes banques sur les dépôts à terme et le rendement des créances comptables émises par la Confédération sur le marché monétaire ont suivi, comme d'habitude, une évolution parallèle à celle des taux appliqués sur le marché des euro-francs. Chaque mois, la Confédération a émis des créances comptables d'une durée de trois mois, pour un montant d'environ 200 millions de francs. Le rendement des créances s'est inscrit à 2,798% en juillet, à 2,799% en septembre et à 2,843% en

**Graphique 13: Suisse**



<sup>1</sup> Moyenne de 5 jours en novembre 1979 jusqu'au mois de novembre 1980

<sup>2</sup> De janvier à décembre; croissance moyenne de la MCA par rapport à l'année précédente

novembre. Désireuse de compléter ses disponibilités, la Confédération a recueilli également 175 millions de francs, au mois de septembre, en émettant des créances comptables d'une durée de six mois – des créances de cette durée n'avaient plus été placées depuis mai 1981 – et 146 millions, au mois d'octobre, en offrant pour la première fois des créances comptables à un mois.

#### Marché des changes

Entre les mois de juillet et d'octobre, le dollar s'est apprécié vis-à-vis du franc, comme face à toutes les autres importantes monnaies. Le cours du dollar en Suisse s'est inscrit généralement à plus de fr. 2.10 et, au début du mois de novembre, il a même dépassé passagèrement fr. 2.20. Par rapport aux autres monnaies, le franc n'a pas suivi une tendance uniforme. S'il a faibli légèrement face au mark et à la livre, il s'est apprécié de plus

de 10% par rapport au yen. A partir de la mi-novembre, une hausse a été également observée vis-à-vis de la livre.

En raison de fortes variations de cours, l'évolution du franc en un an a un aspect un peu différent de celle à court terme; le cours nominal est resté largement stable vis-à-vis du dollar et du mark, mais s'est élevé sensiblement par rapport à toutes les autres monnaies importantes. Compte tenu des écarts entre les taux d'inflation des pays, la hausse est restée faible. Par rapport aux monnaies de 15 importants partenaires commerciaux de la Suisse, le cours réel pondéré a augmenté de 3,3% entre le troisième trimestre de 1981 et la période correspondante de 1982. Dans l'ensemble, la position concurrentielle de l'économie suisse ne s'est donc guère modifiée, malgré la tendance à la hausse du cours du franc.

**Tableau 7: Variation du franc suisse<sup>1</sup>**

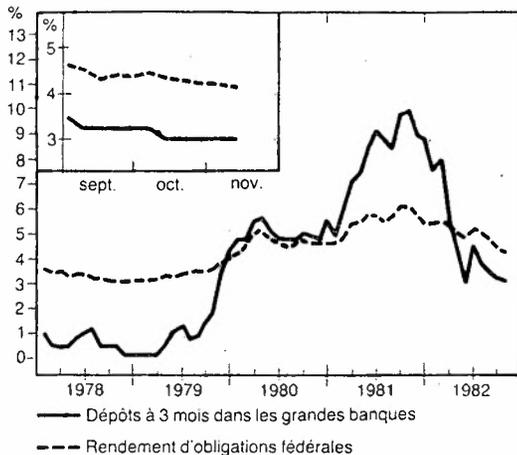
	Du mois de juillet 1982 au mois d'octobre 1982	Du 3e trimestre 1981 au 3e trimestre 1982	
	Nominal	Nominal	Réel
Dollar USA	-13,8	- 0,8	- 1,0
Yen	10,3	9,8	13,7
Mark allemand	- 3,4	1,2	1,6
Franc français	3,2	15,7	13,3
Lire	2,2	12,1	2,7
Livre sterling	- 5,1	5,3	4,1

<sup>1</sup> Par rapport aux principales monnaies; moyenne mensuelle; variation annuelle en %

#### Marché des capitaux

Après une brève interruption au mois de juin, la baisse des taux d'intérêt a repris sur le marché des capitaux. De la fin du mois de juin à la fin du mois de septembre, le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 5,22% à 4,43%. Au mois de novembre, il s'est inscrit à 4,25% en moyenne. Comme les taux d'intérêt sont descendus plus fortement sur le marché monétaire que sur le marché financier, l'écart entre les taux à court et long terme a augmenté. Le rendement des emprunts étrangers a reculé également, mais est resté supérieur d'environ 2% à celui des obligations fédérales. Cet écart, dû surtout au degré de solvabilité des débiteurs, a augmenté de ½ point en l'espace d'un an.

**Graphique 14: Evolution des taux d'intérêt en Suisse**



Après la pause des émissions, les souscriptions aux emprunts suisses ont dépassé souvent, et de beaucoup, les montants offerts; de tels dépassements ont été observés en particulier jusqu'à la mi-septembre et entre la mi-octobre et la mi-novembre. La Confédération a lancé deux emprunts selon le système des enchères. Le premier, d'une durée de 12 ans, a été émis jusqu'au 2 septembre, à un taux de 4½%; le montant attribué s'est chiffré à 255 millions de francs, le prix d'émission, à 100,1%, et le rendement, à 4,49%. La seconde émission, qui a pris fin le 11 novembre, a permis de recueillir 275 millions de francs, pour une durée de 15 ans, à un taux de 4¼%; ce montant a été attribué à un prix de 102%, soit un rendement de 4,07%.

A trois reprises, les grandes banques et les banques cantonales ont réduit la rémunération de leurs obligations de caisse, les banques cantonales précédant chaque fois les grandes banques de quelques jours. Au mois de novembre, la rémunération des titres à 3 ans était généralement de 4¼% et celle des titres de 4 à 8 ans, de 4½%. Un niveau aussi bas n'avait plus été observé depuis le début de 1980.

Pour le quatrième trimestre, la Banque nationale n'a de nouveau pas fixé de plafond aux émissions. La commission des émissions a admis les 40 emprunts annoncés, dont le montant total se chiffrait à 3140 millions de francs. A la fin du mois d'octobre, le Conseil fédéral a décidé, sur propo-

sition de la Banque nationale, d'abolir le contrôle des émissions à partir de la fin de l'année. Depuis le deuxième trimestre de 1981, le montant des emprunts annoncés n'avait plus été réduit par la commission.

Au troisième trimestre, les exportations de capitaux soumises à autorisation ont totalisé 8,2 milliards de francs. Par rapport à la période correspondante de 1981, l'augmentation s'est chiffrée à 3%, contre 39% au premier semestre. Comparé à celui du deuxième trimestre, le volume autorisé a diminué de 2,2 milliards de francs. A concurrence de 1,85 milliard de francs, le fléchissement est dû aux crédits bancaires; un frein a été mis à ces opérations en raison surtout d'une nouvelle estimation des risques courus dans les opérations internationales de crédit et du ralentissement de la croissance des exportations. Avec effet au 11 novembre, de légères modifications ont été apportées aux dispositions régissant les exportations de capitaux. Depuis, des établissements étrangers peuvent participer, en qualité de «sub-underwriters», aux opérations syndiquées (recueils de fonds en francs suisses, par des débiteurs étrangers, sous la forme d'émissions publiques d'emprunts, d'émissions de «notes» et de crédits bancaires), pour autant que cela ne soit pas rendu public (prospectus, annonces de journaux).

#### **Bilans et crédits bancaires**

A la fin du mois de septembre, le taux annuel de croissance des bilans des 71 banques s'inscrivait à 8,2%, abstraction faite des comptes-métal introduits dans les bilans à la fin de 1981. Bien que les opérations de crédit aient continué de ralentir au troisième trimestre, le taux annuel de croissance des bilans est resté presque inchangé, en raison de la hausse du cours du dollar. L'évolution du bilan ne reflète plus guère les tendances de la conjoncture. En effet, elle est fortement influencée par les variations de cours du dollar et de l'or, ainsi que par les opérations en monnaies étrangères, effectuées surtout par les succursales à l'étranger.

L'expérience montre que les variations des *crédits accordés en francs* à des personnes domiciliées en Suisse et à l'étranger reflètent bien l'évolution de la conjoncture suisse. Le taux an-

nuel d'expansion des crédits libellés en francs a passé graduellement de 12,5% au milieu de 1981 à 3,6% au mois de septembre 1982; à la fin de ce mois, les prêts à des personnes domiciliées en Suisse augmentaient de 4,3% en un an, et ceux accordés à des non-résidents diminuaient de 1,7%. Durant les neuf premiers mois de 1982, les crédits libellés en francs se sont accrus de 3,8 milliards de francs, contre 17,3 milliards un an auparavant. La diminution des prêts octroyés à des personnes domiciliées à l'étranger traduit le fléchissement observé dans le secteur des exportations. Quant à l'augmentation des crédits en Suisse, elle a porté presque uniquement sur des placements hypothécaires. Avec un taux annuel d'augmentation de 8,4% à la fin du mois de septembre, les opérations hypothécaires s'inscrivaient toujours sur la lancée des crédits de construction accordés durant les années précédentes. Les crédits de construction ouverts au mois de septembre étaient inférieurs de 1% au niveau enregistré un an auparavant. De même, les crédits commerciaux ont diminué; de septembre 1981 au même mois de cette année, ils ont fléchi de 6,3%.

La situation actuelle ne peut se comparer à la récession de 1975 et 1976. A cette époque, le volume trimestriel des nouvelles promesses de crédit était tombé à un montant net de 1 milliard de francs; dans la phase actuelle, le niveau trimestriel le plus bas s'est chiffré à 4,8 milliards de francs (1er trimestre de 1982, selon les données communiquées par 160 banques). Le montant net des promesses de crédit accordées au troisième trimestre s'est élevé à 6,7 milliards de francs, soit un montant inférieur de 6,3% à celui enregistré un an auparavant. Pour les trimestres précédents, les taux de croissance dépassaient 10%.

Du côté du *financement* des opérations, d'importantes modifications se sont produites. En 1981, les 71 banques n'avaient pu financer que la moitié de l'expansion des crédits libellés en francs par des fonds provenant de la clientèle. Cette année par contre, l'accroissement des crédits durant les trois premiers trimestres s'est chiffré à 3,8 milliards de francs, et celui des fonds de la clientèle a atteint 10 milliards de francs. Les banques disposent de liquidités plus abondantes à la suite du ralentissement de la demande de crédits et du reflux de fonds qui avaient été placés à titre

fiduciaire sur l'euro-marché. De ce fait, une détente a eu lieu dans les opérations interbancaires, et les taux d'intérêt à court terme ont diminué.

La rémunération des dépôts à terme fixe ayant fléchi, l'afflux de fonds de la clientèle s'est déroulé essentiellement sous la forme de dépôts à vue et de dépôts d'épargne. Au troisième trimestre, l'augmentation des placements hypothécaires a pu être financée intégralement par des dépôts d'épargne; ces derniers ont augmenté de 7,4 milliards de francs depuis le début de l'année.

Les *opérations fiduciaires* ont stagné. Malgré la hausse du cours du dollar, elles étaient, à la fin du mois de septembre, inférieures de 1% au niveau enregistré un an auparavant; si les opérations en francs ont diminué de 24,3%, celles en monnaies étrangères ont augmenté de 7,7%. Depuis le mois de février, où elles ont atteint leur point culminant, les opérations en francs se sont réduites de 5,8 milliards pour s'inscrire à 14,6 milliards de francs.