

## **Situation économique et monétaire**

Rapport de la Direction générale  
remis au Conseil de banque  
pour sa séance du 11 septembre 1981



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

### **1. Aperçu de la conjoncture internationale**

Au deuxième trimestre de 1981, l'expansion de l'économie internationale est restée faible. Dans les pays membres de l'OCDE, la croissance, inchangée depuis le début de 1980, s'est maintenue à un rythme voisin de 1% l'an. Ce chiffre représente une moyenne entre l'essor assez rapide de l'économie du Japon et la stagnation que connaissent les autres pays industrialisés. En un peu moins de deux ans, le taux de chômage est monté de 1% dans la zone de l'OCDE, pour atteindre 7%; dans plusieurs pays d'Europe, il s'est même élevé à 20% parmi les jeunes.

Malgré la stagnation économique, la baisse des taux d'inflation observée au second semestre de 1980 ne s'est pas poursuivie. Au milieu de 1981, les pays membres de l'OCDE enregistraient une hausse moyenne des prix de 10%, comme à la fin de l'an passé.

La stagnation persistante n'est pas due seulement à la politique monétaire restrictive et à la politique budgétaire plus prudente de nombreux pays. Depuis la dernière décennie, l'économie mondiale souffre aussi de problèmes structurels, qui se reflètent dans le ralentissement du rythme de l'innovation et dans le fléchissement de la productivité du travail.

Cette évolution est apparue particulièrement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Seul le Japon a connu une augmentation constante de la productivité.

La faiblesse générale de la productivité et la situation du marché du travail expliquent pourquoi une politique économique axée sur l'offre a de plus en plus de partisans. Comme les incitations à investir et à accroître la productivité ne stimulent la conjoncture qu'après des années, la situation économique restera influencée surtout, ces prochains temps, par les politiques monétaire et budgétaire restrictives.

Le resserrement monétaire a eu pour effet que les taux d'intérêt à court terme sont montés parfois très au-dessus des taux d'inflation. Dans la plupart des pays, les taux d'intérêt à long terme, quoique élevés, sont demeurés inférieurs aux taux à court terme. Il ne faut pas compter sur une baisse du niveau de l'intérêt dans le monde avant que les taux d'inflation ne baissent sensiblement.

### **2. Evolution conjoncturelle dans différents pays**

Aux *Etats-Unis*, la conjoncture a subi de fortes fluctuations depuis plusieurs trimestres. Par rapport au trimestre précédent, le produit national brut réel a augmenté à un rythme annuel de 8,6% au premier trimestre

de 1981, puis diminué de 2,4% au cours des trois mois suivants. L'évolution à plus long terme fait apparaître une stagnation de l'économie américaine: le produit national brut s'est accru à un rythme annuel de 4% entre 1976 et le milieu de 1979, et n'a augmenté que de 1% par an depuis lors. De la fin de 1980 au mois de juillet 1981, la hausse annuelle des prix à la consommation est revenue de 13,5% à 10,7%.

L'affaiblissement de la conjoncture au deuxième trimestre a affecté la plupart des éléments du produit national. En termes réels, la consommation privée a diminué de 1,9%, l'investissement, de 9,8%, et les dépenses publiques, de 4,7%. Seuls les stocks ont augmenté. La situation a évolué différemment d'un secteur économique à l'autre. Les branches sensibles à l'évolution de l'intérêt se sont affaiblies en raison du niveau élevé des taux. Par contre, l'activité des secteurs de l'électronique, du pétrole et de l'armement s'est développée de façon satisfaisante.

Après avoir approuvé la réduction des dépenses publiques, le Congrès a adopté, au deuxième trimestre, les réductions d'impôts que lui proposait le gouvernement. Si les conséquences financières directes de ces mesures ne se manifesteront pas avant l'an prochain, les autorités espèrent que les rabais consentis stimuleront relativement vite l'investissement et la demande de biens de consommation. La plupart des prévisions envisagent une faible activité économique au troisième trimestre, puis une accélération au trimestre suivant, de sorte que le produit national brut réel augmenterait de 2% à 3% sur l'ensemble de l'année.

En *République fédérale d'Allemagne*, la stagnation a continué et le produit national brut a augmenté à un rythme annuel de 1% seulement du début de 1980 au milieu de 1981. Aucun signe de reprise n'est apparu. Depuis le milieu de l'an passé, le chômage s'est accru: à la fin du mois de juillet 1981, il touchait 5,3% de la population active; le taux de chômage a ainsi presque doublé en un an. Au premier semestre, le taux d'inflation est monté quelque peu, malgré la récession, pour se chiffrer à 5,8%.

L'investissement a été particulièrement faible. Les finances publiques, dont le déficit s'est accru, ont eu un effet légèrement stimulant sur la conjoncture, qui a toutefois bénéficié surtout d'une reprise sensible des exportations. Depuis le début de 1980, la position concurrentielle de l'économie allemande s'est améliorée, grâce au taux d'inflation assez peu élevé en comparaison internationale et à l'affaiblissement du mark.

Au *Royaume-Uni*, le creux de la récession semble atteint. La diminution du produit national brut réel et de la production industrielle, qui durait depuis bien des trimestres, s'est interrompue au premier semestre de 1981. Au deuxième trimestre, le produit national brut s'est inscrit à son niveau de 1977. Le taux de chômage est monté à 10,7% au mois d'août. En juillet, le taux annuel de l'inflation a encore baissé quelque peu.

Tableau no 1: indicateurs conjoncturels internationaux

## Prix à la consommation a)

|             | 1978 | 1979 | 1980 | 1981      |            |      |      |       |
|-------------|------|------|------|-----------|------------|------|------|-------|
|             |      |      |      | 1er trim. | 2ème trim. | mai  | juin | juil. |
| Etats-Unis  | 7,7  | 11,3 | 13,5 | 11,2      | 10,1       | 9,8  | 9,6  | 10,7b |
| RFA         | 2,7  | 4,1  | 5,5  | 5,6       | 5,6        | 5,6  | 5,6  | 5,8b  |
| Royaume-Uni | 8,3  | 13,4 | 18,0 | 13,0      | 11,7       | 11,7 | 11,3 | 10,9b |
| France      | 9,1  | 10,8 | 13,6 | 12,6      | 12,8       | 12,7 | 13,1 | 13,3b |
| Italie      | 12,1 | 14,8 | 21,2 | 19,6      | 20,3       | 20,5 | 20,6 | 19,6b |
| Japon       | 3,8  | 3,6  | 8,0  | 6,5       | 5,2        | 5,4  | 5,1  | 5,1b  |
| Suisse      | 1,0  | 3,6  | 4,0  | 5,8       | 5,9        | 6,0  | 6,3  | 6,6b  |

a) variation en % par rapport à l'année précédente  
b) chiffre provisoire

## Produit national brut a)

|             | 1978   | 1979 | 1980 | 1981       |            |           |            |
|-------------|--------|------|------|------------|------------|-----------|------------|
|             |        |      |      | 3ème trim. | 4ème trim. | 1er trim. | 2ème trim. |
| Etats-Unis  | 4,8    | 3,2  | -0,2 | -1,1       | -0,3       | 1,0b      | 3,1b       |
| RFA         | 3,6    | 4,5  | 1,8  | 0,8        | -0,5       | -1,9b     | -          |
| Royaume-Uni | c) 3,4 | 2,2  | -3,0 | -3,8       | -5,8       | -2,9b     | -0,1b      |
| France      | c) 3,5 | 3,1  | 1,3  | 0,6        | 0,2        | -1,0d     | -          |
| Italie      | c) 2,7 | 4,9  | 4,0  | 2,4d       | 0,5        | -0,3b     | -          |
| Japon       | 5,1    | 5,6  | 4,2  | 4,1        | 3,3        | 0,2b      | -          |
| Suisse      | 0,3    | 2,5  | 3,0b | -          | -          | -         | -          |

a) variation en % par rapport à l'année précédente  
b) chiffre provisoire  
c) PIB  
d) par rapport au trimestre précédent

## Taux de chômage a)

|             | 1978 | 1979 | 1980 | 1981      |            |       |       |       |
|-------------|------|------|------|-----------|------------|-------|-------|-------|
|             |      |      |      | 1er trim. | 2ème trim. | mai   | juin  | juil. |
| Etats-Unis  | 5,9  | 5,7  | 7,2  | 7,3       | 7,4        | 7,6   | 7,3   | 7,0   |
| RFA         | 5,3b | 3,2b | 3,9b | 4,7b      | 5,2b       | 5,2b  | 5,4b  | 5,6b  |
| Royaume-Uni | 5,6c | 5,3c | 6,7c | 9,4c      | 10,2c      | 10,2c | 10,4c | 10,5c |
| France      | 5,2b | 5,9b | 6,5b | 7,2b      | 7,9b       | 8,0b  | 8,1b  | 8,2b  |
| Italie      | 8,3  | 7,4  | 7,6  | 7,7d      | 8,7d       | -     | -     | -     |
| Japon       | 2,0  | 2,2  | 2,0  | 2,1       | 2,3b       | 2,4   | 2,3   | -     |
| Suisse      | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,2       | 0,2        | 0,2   | 0,1   | 0,1   |

a) corrigé des variations saisonnières  
b) calculs de l'OCDE  
c) sans les jeunes sortant de l'école  
d) premier mois du trimestre

Balance des revenus a)  
en milliards de dollars

|             | 1978  | 1979 | 1980  | 1981       |            |           |            |
|-------------|-------|------|-------|------------|------------|-----------|------------|
|             |       |      |       | 3ème trim. | 4ème trim. | 1er trim. | 2ème trim. |
| Etats-Unis  | -14,3 | 1,4  | 3,7   | 4,5        | 1,4        | 3,1b      | -          |
| RFA         | 9,1   | -5,1 | -15,9 | -4,4       | -4,6       | -4,6b     | -2,2b      |
| Royaume-Uni | 1,4   | -3,5 | 6,4   | 2,1        | 4,5        | 6,0b      | -          |
| France      | 3,7   | 1,2  | -7,9  | -2,5       | -1,8       | -2,6b     | -0,8b      |
| Italie      | 6,2   | 5,1  | -10,8 | -1,7       | -2,5b      | -         | -          |
| Japon       | 16,5  | 13,9 | -7,3  | -1,8       | -0,3b      | -1,0b     | 1,8b       |
| Suisse      | 4,4   | 2,4  | -0,5  | -          | -          | -         | -          |

a) corrigée des variations saisonnières  
b) chiffre provisoire

La capacité concurrentielle de l'économie britannique est restée mauvaise. L'augmentation légère de la productivité depuis le début de l'année et la baisse récente du cours de la livre n'ont guère modifié cette situation. Pour 1981, le Fonds monétaire international prévoit que le produit national brut réel diminuera de 2,8%.

En France, la croissance moyenne du produit intérieur brut a été faible en 1980. Au premier trimestre de 1981, on a même enregistré un léger recul. L'activité économique est à peu près au niveau relativement bas atteint un an auparavant. L'inflation s'est accélérée de nouveau, son taux ayant atteint 13,3% au mois de juillet.

Depuis le milieu des années septante, la part de l'investissement au produit national brut n'a pas cessé de se réduire. Parallèlement, le nombre des demandeurs d'emploi a augmenté à peu près continuellement, ne suivant qu'à peine les variations de la conjoncture. Au mois

de juillet, le taux de chômage s'inscrivait à 8,2%, et dépassait ainsi d'environ un quart le chiffre enregistré un an plus tôt.

La lutte contre le chômage est l'objectif prioritaire du nouveau gouvernement. A moyen terme, les autorités veulent stimuler l'investissement en encourageant l'épargne et en facilitant les amortissements fiscaux. De plus, elles se proposent, par des nationalisations, d'éliminer les déficiences des branches faibles et d'améliorer la planification. Les dépenses supplémentaires visant à stimuler l'investissement et à créer de nouveaux emplois dans l'administration accroîtront le déficit budgétaire d'un quart environ entre 1981 et 1982.

En Italie, le produit national brut n'a guère augmenté entre le premier trimestre de 1980 et la période correspondante de 1981.

Durant le premier semestre de cette année, la production industrielle a diminué de plus de 5%. Le taux de chômage est ainsi remonté après deux ans de stabilité. Le taux d'inflation est resté élevé; pendant les sept premiers mois de 1981, la hausse annuelle des prix n'est jamais descendue à un niveau sensiblement inférieur à 20%.

La capacité concurrentielle de l'économie italienne s'étant détériorée sous l'effet de l'inflation, la balance commerciale s'était soldée par un déficit considérable en 1980. Au premier semestre de 1981, le déficit a été encore plus élevé que durant la période correspondante de 1980, puisqu'il a atteint 10 milliards de dollars en chiffre rond.

Après la récession de 1974 et 1975, l'économie japonaise avait connu des années de croissance vigoureuse, où l'augmentation moyenne du produit national brut réel s'était élevée à 5%. Depuis l'an passé, l'évolution a été nettement moins rapide. Au premier trimestre de 1981, le produit national brut n'a dépassé que légèrement le résultat de la période correspondante de l'année précédente.

Le dynamisme des exportations, que la réévaluation du yen avait affaibli en 1977 et en 1978, a stimulé la croissance économique au second semestre de 1979 et en 1980. L'affaiblissement de la conjoncture internationale a touché le Japon depuis le milieu de 1980, soit après les autres pays industrialisés. La dévaluation récente du yen a provoqué une reprise des exportations. La balance des revenus, qui avait été déficitaire l'an passé et au premier trimestre de 1981, s'est ainsi soldée par un excédent dès le mois d'avril. Depuis une année, l'inflation s'est ralentie peu à peu; au mois de juillet, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 5,1%.

Le Japon a mené une politique financière active durant l'année budgétaire achevée au mois de mars 1981, et a gonflé le volume des travaux publics, en particulier dans la seconde moitié de cette période. Pour l'année budgétaire en cours, les autorités ont adopté une politique plus restrictive. Soixante-dix pour cent des investissements publics prévus devront être exécutés durant la première moitié de celle-ci, soit du mois d'avril au mois de septembre.

### 3. Evolution monétaire dans différents pays

Au deuxième trimestre, l'évolution monétaire est restée sous l'influence des politiques restrictives menées dans les principaux pays. Dans la majorité des cas, l'expansion de la masse monétaire est demeurée dans les limites visées, et les taux d'intérêt à court terme ont poursuivi leur hausse dans la plupart des pays.

Aux *Etats-Unis*, les autorités monétaires s'efforcent de maintenir l'expansion de la masse monétaire  $M_{1B}$  à un taux situé entre 6% et 8,5% pour la période du quatrième trimestre de 1980 au même trimestre de 1981. A la

fin du mois d'avril, le taux effectif dépassait légèrement la limite supérieure de l'objectif, alors qu'il était quelque peu inférieur au taux minimal envisagé à la fin du mois de juin. En calculant l'accroissement de  $M_{1B}$  non par rapport au quatrième trimestre de 1980, mais par rapport à la période correspondante de l'année précédente, on obtient un taux moyen d'expansion de 10,6% au deuxième trimestre (voir tableau no 2). Cependant, il est devenu difficile d'interpréter l'évolution de la masse monétaire  $M_{1B}$ , qui constitue l'objectif principal du Système de Réserve Fédérale. Les transferts de dépôts d'épargne et de dépôts à terme sur des comptes NOW, c'est-à-dire sur des comptes à vue rémunérés, se sont multipliés. Seuls ces comptes faisant partie de la masse monétaire  $M_{1B}$ , ces transferts ont accru considérablement l'expansion de  $M_{1B}$ . Pour cette raison, l'attention se porte davantage sur les agrégats plus larges que sont  $M_2$  et  $M_3$ . A la fin du mois de juin, l'augmentation respective de ces agrégats était de 9% et de 9,5%, et dépassait donc quelque peu l'objectif fixé. Malgré une légère baisse des taux d'inflation, les taux d'intérêt sont restés élevés. Un accroissement vigoureux de la demande de crédits continue d'accompagner la politique monétaire restrictive.

Tableau no 2: *Etats-Unis a)*

|       |         | Base<br>monétaire<br>b) | %     | $M_{1B}$ | %     | Taux de<br>l'euro-dollar<br>à trois mois |      |
|-------|---------|-------------------------|-------|----------|-------|------------------------------------------|------|
| 1980  | mai     | 155,0                   |       | 386,2    |       | 10,3                                     |      |
|       | juin    | 155,8                   | 7,8   | 390,9    | 4,3   | 9,8                                      |      |
|       | juillet | 157,8                   | 8,6   | 394,5    | 4,3   | 9,9                                      |      |
|       | août    | 159,0                   | 8,0   | 402,7    | 5,3   | 12,2                                     |      |
|       | sep.    | 160,2                   | 8,5   | 408,0    | 6,0   | 14,0                                     |      |
|       | oct.    | 162,0                   | 8,3   | 412,0    | 7,0   | 15,2                                     |      |
|       | nov.    | 163,1                   | 8,8   | 415,0    | 8,0   | 17,9                                     |      |
|       | déc.    | 163,0                   | 7,4   | 411,9    | 4,7   | 17,6                                     |      |
|       | 1981    | jan.                    | 162,0 | 6,9      | 416,1 | 7,2                                      | 17,6 |
|       |         | fév.                    | 164,0 | 7,7      | 417,6 | 6,6                                      | 16,7 |
| mars  |         | 164,3                   | 7,3   | 420,6    | 7,5   | 14,8                                     |      |
| avril |         | 166,0                   | 8,0   | 427,8    | 10,7  | 16,8                                     |      |
| mai   |         | 166,9                   | 7,7   | 430,8    | 11,5  | 17,9                                     |      |
| juin  |         | 167,3                   | 7,4   | 428,6    | 9,6   | 17,9                                     |      |

a) montants en milliards de dollars; % = variations en % par rapport à l'année précédente

b) moyenne des montants quotidiens, variations saisonnières déduites;

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

En *République fédérale d'Allemagne*, l'expansion de la base monétaire au deuxième trimestre est demeurée dans les limites de l'objectif fixé, qui se situe entre 4% et 7%. Seules les réserves bancaires ont augmenté, tandis que le numéraire en circulation n'a presque pas varié. Au second semestre, le taux d'augmentation de la base monétaire sera plutôt voisin de la limite inférieure de l'objectif, si l'on en croit la Banque fédérale d'Allemagne. La dépréciation du mark a incité cette dernière à

accroître ses ventes de devises sur le marché et à mener, par conséquent, une politique plus restrictive. Afin de ne pas réduire à l'excès la liquidité du système bancaire, les autorités monétaires ont non seulement accordé des avances spéciales sur nantissement, mais ont aussi conclu des swaps en devises pour des montants considérables et effectué des opérations d'open-market prévoyant une reprise ultérieure des titres par le cédant.

La politique monétaire restrictive de la Banque fédérale a provoqué une hausse des taux d'intérêt à court terme. Au deuxième trimestre, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-mark a oscillé entre 12,5% et 12,8%, alors que le taux d'inflation s'inscrivait à 5,6%.

Tableau no 3: République fédérale d'Allemagne a)

|           | Base monétaire<br>b) | %   | M <sub>1</sub> | %   | Taux de l'euro-mark à trois mois |
|-----------|----------------------|-----|----------------|-----|----------------------------------|
| 1980 mai  | 154,1                | 4,3 | 235,3          | 1,5 | 9,4                              |
| juin      | 154,7                | 4,4 | 235,1          | 1,5 | 9,4                              |
| juillet   | 155,4                | 4,5 | 236,1          | 1,8 | 8,3                              |
| août      | 155,4                | 4,1 | 236,7          | 1,7 | 8,6                              |
| sep.      | 156,3                | 4,6 | 240,3          | 3,2 | 8,8                              |
| oct.      | 157,0                | 4,4 | 242,1          | 3,4 | 8,9                              |
| nov.      | 157,4                | 4,7 | 248,1          | 5,8 | 9,6                              |
| déc.      | 159,3                | 5,8 | 246,1          | 4,4 | 9,1                              |
| 1981 jan. | 159,6                | 5,2 | 247,0          | 5,8 | 9,3                              |
| fév.      | 160,1                | 5,1 | 244,9          | 4,3 | 14,3                             |
| mars      | 160,7                | 4,4 | 237,5          | 1,8 | 12,4                             |
| avril     | 161,4                | 4,8 | 238,3          | 1,5 | 12,5                             |
| mai       | 161,8                | 5,0 | 238,0          | 1,1 | 12,8                             |
| juin      | 162,5                | 5,0 |                |     | 12,4                             |
| juillet   |                      |     |                |     | 12,6                             |

a) montants en milliards de marks; % = variations en % par rapport à l'année précédente

b) moyenne des montants quotidiens, variations saisonnières déduites;

source: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten

Au Royaume-Uni, les autorités monétaires se sont fixé comme objectif, pour la période allant du mois de février 1981 au mois d'avril 1982, une expansion de la masse monétaire M<sub>3</sub> située entre 6% et 10%. A la fin du mois de juin, M<sub>3</sub> avait augmenté à un rythme annuel légèrement supérieur à 10%. La Banque d'Angleterre n'impute pas ce dépassement à une politique monétaire trop expansive, mais l'attribue aux distorsions que la grève des employés du secteur public a provoquées dans la statistique. Comme cette grève a différé les paiements d'impôts, les encaisses du public se sont accrues temporairement. Au mois d'août, les techniques de gestion monétaire ont été modifiées quelque peu. Ainsi, les autorités ont renoncé à fixer un taux d'es-

compte minimal. Dorénavant, la banque centrale recourra surtout à des opérations d'open-market pour influencer sur les taux d'intérêt à court terme.

Au début du deuxième trimestre, l'augmentation de la base monétaire s'est accélérée légèrement. Le taux annuel d'accroissement a atteint 8,3% au mois d'avril. La baisse des taux d'intérêt à court terme s'est interrompue au deuxième trimestre, et a fait place à une légère hausse à la fin du deuxième et au début du troisième trimestre. Quant au taux d'inflation, il n'a fléchi que dans une très faible mesure.

Tableau no 4: Royaume-Uni a)

|           | Base monétaire<br>b) | %   | sterling M <sub>3</sub> | %    | Taux de l'euro-livre à trois mois |
|-----------|----------------------|-----|-------------------------|------|-----------------------------------|
| 1980 mai  | 11,2                 | 8,4 | 58,6                    | 11,6 | 16,8                              |
| juin      | 11,1                 | 8,4 | 59,2                    | 11,5 | 16,6                              |
| juillet   | 11,3                 | 5,8 | 62,3                    | 16,1 | 15,4                              |
| août      | 11,6                 | 9,7 | 63,6                    | 17,9 | 16,3                              |
| sep.      | 11,5                 | 9,2 | 63,8                    | 17,7 | 15,6                              |
| oct.      | 11,3                 | 6,2 | 65,5                    | 17,8 | 16,9                              |
| nov.      | 11,4                 | 4,5 | 66,3                    | 19,1 | 14,4                              |
| déc.      | 11,8                 | 5,5 | 66,9                    | 19,6 | 14,9                              |
| 1981 jan. | 11,2                 | 2,8 | 67,3                    | 19,2 | 13,4                              |
| fév.      | 11,5                 | 5,4 | 67,5                    | 19,7 | 12,6                              |
| mars      | 11,5                 | 7,0 | 68,0                    | 19,3 | 12,3                              |
| avril     | 11,9                 | 8,3 | 69,5                    | 20,7 | 12,1                              |
| mai       |                      |     |                         |      | 13,0                              |
| juin      |                      |     |                         |      | 13,1                              |
| juillet   |                      |     |                         |      | 15,3                              |

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

b) troisième mercredi du mois; source: Bank of England, Quarterly Bulletin

Au deuxième trimestre, la politique monétaire de la France a tendu avant tout à maintenir le cours du franc stable. Après le changement de président, les pressions à la baisse du franc se sont accentuées sur les marchés des changes. En renforçant le contrôle des changes et en relevant le taux d'intervention de la Banque de France, les autorités monétaires ont cherché à raffermir le cours du franc. Elles ont aussi supprimé les réserves minimales qu'elles percevaient, depuis le mois de novembre, sur les dépôts bancaires de non résidents. Par contre, elles ont majoré les autres réserves minimales. Au mois de mai, elles ont relevé de 13½% à 22%, en l'espace de deux semaines, le taux que la Banque de France applique à la prise en pension temporaire de bons du Trésor.

Les nouvelles mesures de contrôle des changes comprennent des dispositions relatives aux opérations de

change liées au commerce extérieur, et surtout une interdiction d'exporter des capitaux. Cela a eu pour effet que les titres étrangers se sont traités avec une prime qui, au deuxième trimestre, a atteint 6% environ. L'importance de cette prime incite à penser que les possibilités d'éviter les dispositions sont assez limitées. Les restrictions imposées ont provoqué une scission du marché monétaire, le marché intérieur étant désormais séparé de celui de l'euro-franc; cela ressort clairement de l'évolution des taux appliqués sur ce dernier, qui sont nettement supérieurs à ceux du marché intérieur.

Tableau no 5: France a)

|           | Base<br>monétaire<br>b) | %     | M <sub>2</sub> c) | %    | Taux des<br>dépôts à<br>trois mois c) |
|-----------|-------------------------|-------|-------------------|------|---------------------------------------|
| 1980 mai  | 162,9                   |       | 1 305,0           | 12,0 | 12 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>        |
| juin      | 166,2                   | 2,0   | 1 307,0           | 11,5 | 12 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>        |
| juillet   | 171,0                   | 1,5   | 1 312,0           | 11,3 | 12 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>        |
| août      | 173,5                   | 3,9   | 1 331,0           | 11,5 | 11                                    |
| sep.      | 167,0                   | - 0,3 | 1 337,0           | 11,0 | 12 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>        |
| oct.      | 164,5                   | - 5,4 | 1 347,0           | 10,5 | 12 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>        |
| nov.      | 184,8                   | 14,9  | 1 363,0           | 10,8 | 11 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>        |
| déc.      | 193,3                   | 15,4  | 1 368,9           | 9,1  | 11 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>        |
| 1981 jan. | 182,5                   | 12,0  | 1 401,0           | 11,4 | 11 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>        |
| fév.      | 195,3                   | 16,0  | 1 415,2           | 11,6 | 13 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>        |
| mars      | 192,9                   | 13,5  | 1 417,1           | 10,3 | 14                                    |
| avril     |                         |       |                   |      | 13 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>        |

a) montants en milliards de francs français; % = variations en % par rapport à l'année précédente

b) source: International Financial Statistics, tableau France; données mensuelles non corrigées des variations saisonnières

c) source: Banque de France, Bulletin trimestriel, séries CVS, tableau 29

Au Japon, la masse monétaire M<sub>2</sub> a augmenté d'environ 7% au premier trimestre. Les indicateurs monétaires montrent des tendances divergentes. L'évolution de la base monétaire qui, à la fin du mois d'avril, se situait à un niveau inférieur à celui de l'année précédente, reflète une politique restrictive. Par contre, différentes mesures ont été prises dans le domaine du crédit bancaire, qui sont plutôt le signe d'une politique expansive. Ainsi, la Banque du Japon a assoupli, pour la deuxième fois de l'année, les restrictions de crédit imposées aux banques commerciales, et a réduit les réserves minimales sur les engagements en banque.

Les taux d'intérêt à court terme ont baissé quelque peu. Au mois de juin, le taux de l'euro-yen à trois mois est descendu au-dessous de 7%.

Tableau no 6: Japon a)

|           | Base<br>monétaire<br>b) | %     | M <sub>2</sub> | %   | Taux de<br>l'euro-yen<br>à trois mois |
|-----------|-------------------------|-------|----------------|-----|---------------------------------------|
| 1980 mai  | 19 634                  |       | 194 800        | 8,2 | 12,0                                  |
| juin      | 20 463                  | 13,3  | 197 800        | 7,7 | 11,0                                  |
| juillet   | 20 235                  | 12,9  | 196 600        | 7,3 | 12,4                                  |
| août      | 20 280                  | 14,8  | 198 500        | 8,3 | 11,6                                  |
| sep.      | 20 177                  | 10,4  | 197 400        | 5,7 | 11,9                                  |
| oct.      | 19 437                  | 8,5   | 196 700        | 6,8 | 8,8                                   |
| nov.      | 19 895                  | 8,1   | 202 600        | 8,2 | 9,9                                   |
| déc.      | 22 958                  | 6,4   | 206 900        | 6,8 | 9,4                                   |
| 1981 jan. | 19 565                  | 5,3   | 201 800        | 7,0 | 8,1                                   |
| fév.      | 19 806                  | 5,4   | 203 100        | 7,1 | 7,4                                   |
| mars      | 20 627                  | 2,1   | 206 700        | 6,8 | 7,3                                   |
| avril     | 20 023                  | - 4,2 |                |     | 7,3                                   |
| mai       |                         |       |                |     | 7,4                                   |
| juin      |                         |       |                |     | 6,9                                   |

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

b) source: International Financial Statistics, tableau Japon

#### 4. Evolution des marchés des changes

Du début du mois de mai à la fin du mois de juillet, le dollar s'est apprécié de nouveau par rapport aux principales monnaies européennes. Au mois de juin, la hausse était encore faible. Elle s'est ensuite accentuée jusqu'au début du mois d'août.

L'évolution du cours du dollar s'explique surtout par la politique restrictive que mènent avec détermination les autorités monétaires américaines. Le ralentissement de la création de monnaie a entraîné une revalorisation du dollar, du fait qu'elle a provoqué à la fois une hausse des taux d'intérêt qui a fait affluer des capitaux aux Etats-Unis et une amélioration de la balance américaine des revenus. L'appréciation due aux facteurs économiques a été accentuée par des transferts de capitaux européens aux Etats-Unis liés à la situation politique.

Parmi les autres monnaies importantes, seuls le yen et le franc suisse ont, dans une certaine mesure, suivi le dollar, bien que les taux d'intérêt aient été beaucoup plus bas au Japon et en Suisse qu'aux Etats-Unis. L'amélioration de la balance japonaise des revenus a contribué au raffermissement du yen. Le Japon comme la Suisse mènent une politique monétaire restrictive.

Au cours des trois derniers mois, la livre sterling et les monnaies du Système monétaire européen (SME) se sont affaiblies notablement. Dans le SME, les variations du franc français ont joué un rôle prépondérant. Le cours de la monnaie française a baissé depuis la mi-mai, atteignant son point le plus bas après les élections législatives. Aussi, la Banque de France et la Banque fédérale d'Allemagne sont intervenues vigoureusement sur

Tableau no 7: Variations des cours<sup>1</sup> de certaines monnaies

| en %              | du mois d'avril<br>au mois de juillet 1981 |                                  | du 2 <sup>ème</sup> trimestre de 1980<br>au 2 <sup>ème</sup> trimestre de 1981 |                                  |                                  |
|-------------------|--------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
|                   | nominal                                    |                                  | nominal                                                                        |                                  | réel                             |
|                   | p. rapport<br>au dollar                    | moyenne<br>pondérée <sup>2</sup> | p. rapport<br>au dollar                                                        | moyenne<br>pondérée <sup>2</sup> | moyenne<br>pondérée <sup>2</sup> |
| dollar            | -                                          | 8,4                              | -                                                                              | 8,1                              | 11,5                             |
| yen               | -10,4                                      | -3,6                             | 4,9                                                                            | 13,3                             | 1,9                              |
| mark              | -16,4                                      | -2,4                             | -25,9                                                                          | - 3,6                            | - 6,4                            |
| franc<br>français | -17,6                                      | -2,8                             | -28,8                                                                          | - 5,4                            | - 2,4                            |
| lire              | -16,4                                      | -2,0                             | -33,5                                                                          | - 9,9                            | - 1,7                            |
| livre<br>sterling | -19,2                                      | -8,4                             | - 8,7                                                                          | 6,9                              | 6,4                              |
| franc<br>suisse   | - 8,4                                      | 6,8                              | -21,0                                                                          | 0,5                              | - 6,4                            |

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

<sup>2</sup> source: Morgan Guarantee Trust

le marché des changes, et le cours du franc s'est raffermi. Par la suite, il s'est maintenu à un niveau proche du milieu de sa marge de fluctuation au sein du SME. Du mois d'avril à la fin du mois de juillet, le mark est demeuré la monnaie la plus forte du Système. Après la dévaluation effectuée au mois de mars, le cours de la lire est resté dans les limites normales d'intervention du SME, qui sont de  $\pm 1,125\%$ .

Si l'on considère l'évolution des cours de change pondérés en fonction du commerce extérieur, on constate, au deuxième trimestre, une hausse du dollar et une baisse des monnaies européennes, en particulier de la livre. La situation est toutefois différente si l'on compare les données du deuxième trimestre à celles de la période correspondante de l'an passé: outre le cours du dollar, ceux du yen et de la livre sont montés. La comparaison des cours réels pondérés en fonction du commerce extérieur avec ceux de l'an passé montre que la position concurrentielle des exportateurs américains, britanniques et japonais s'est détériorée et que celle des exportateurs français, allemands et suisses s'est au contraire améliorée.

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Evolution de l'économie

#### Aperçu

Aucun signe de récession n'est encore apparu dans l'économie suisse, toujours caractérisée par une situation de plein-emploi et d'inflation. Même si elle ne s'accroît pas notablement, la production se maintient à un niveau élevé. Jusqu'à maintenant, la baisse du cours réel

du franc a empêché que les tendances récessives observées à l'étranger ne se propagent en Suisse.

L'évolution de la consommation privée reflète l'état assez satisfaisant de la conjoncture. Malgré une diminution des revenus réels, la consommation a dépassé, au deuxième trimestre, son volume de l'année précédente. L'investissement privé a encore progressé de façon réjouissante, mais certains signes laissent prévoir un renversement de la tendance. Quant aux prix, leur évolution demeure inchangée: le renchérissement a été plus marqué au deuxième trimestre qu'au premier. Pour le second semestre, il faut s'attendre également à un taux d'inflation élevé.

#### Consommation privée

Au deuxième trimestre, la consommation privée de biens et de services semble avoir dépassé, en volume, son niveau de l'année précédente, bien que le revenu réel des ménages ait probablement diminué, comme au premier trimestre. L'augmentation de la demande se reflète dans le chiffre d'affaires du commerce de détail. En termes nominaux, celui-ci s'est accru de 7,5% entre le deuxième trimestre de 1980 et la même période de 1981. Selon l'enquête conjoncturelle de l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, les ventes ont dépassé les prévisions des détaillants. La diminution du revenu réel ne se répercutera pas sur la consommation tant qu'elle n'aura pas un caractère durable.

La situation demeurant tendue sur le marché du travail, les ménages comptent sur une compensation totale du renchérissement à la fin de l'année, comme le montre une enquête sur la consommation que l'Office fédéral des questions conjoncturelles a menée au mois de mai. Selon cette enquête, les ménages jugent toujours bonnes les perspectives de maintien de l'emploi. Lorsque les salaires réels baissent mais que l'optimisme règne quant à l'évolution des revenus, les ménages entament leur épargne ou recourent à l'emprunt afin de maintenir le niveau de leur consommation. L'enquête confirme cette attitude: depuis le milieu de 1980, les ménages se montrent plus disposés qu'auparavant à recourir au crédit à la consommation.

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le chiffre d'affaires réel du commerce de détail calculé par l'OFIAMT a fléchi légèrement au deuxième trimestre de 1981. Ce résultat est toutefois fortement influencé par le mode de correction des variations. Il est apparu que, dans une phase de mouvement marqué des prix relatifs, la combinaison d'un indice à pondération variable, tel le chiffre d'affaires nominal du commerce de détail, et d'un indice à pondération fixe, tel l'indice des prix à la consommation, provoque des distorsions. La pondération des divers indices partiels de l'indice des prix à la consommation ne correspond pas nécessairement aux parts des différentes catégories de marchandises enregistrées chaque mois dans le chiffre d'affaires du commerce de détail. Par exemple, la part du pétrole au chiffre d'affaires du commerce de détail a



Tableau no 8: *consommation privée*<sup>1</sup>

|                                          |         | 1978 | 1979 | 1980 | 1980 |      | 1981 |      |
|------------------------------------------|---------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                          |         |      |      |      | III  | IV   | I    | II   |
| chiffre d'affaires du commerce de détail | réel    | -0,2 | -0,1 | 2,0  | 1,7  | 3,7  | -2,8 | -0,3 |
|                                          | nominal | 0,5  | 3,7  | 7,3  | 7,2  | 8,8  | 4,9  | 7,6  |
| importations de biens de consommation    | volume  | 7,0  | 7,2  | 14,4 | 6,3  | 2,0  | -0,6 | 2,5  |
|                                          | valeur  | -0,6 | 8,7  | 23,5 | 18,6 | 13,4 | 12,2 | 12,5 |

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

diminué fortement au deuxième trimestre. Or, sa part à l'indice des prix à la consommation, qui est utilisé pour calculer le chiffre d'affaires réel, est demeurée la même. Par conséquent, le chiffre d'affaires réel est vraisemblablement sous-estimé.

En raison de l'appréciation optimiste de l'évolution des revenus, il faut s'attendre à ce que le léger accroissement réel de la consommation se poursuive jusqu'à la fin de l'année. A court terme, la hausse des loyers n'entravera guère la consommation de biens. A plus long terme, on constate qu'une hausse des loyers ne la fait diminuer qu'à partir du moment où la baisse des revenus s'accompagne de prévisions pessimistes quant à leur évolution.

#### Investissements

Dans le domaine des investissements, l'activité se maintient à un niveau satisfaisant. Toutefois, la récession persistante à l'étranger et la politique monétaire restrictive ont affecté les projets d'investissement.

Dans le secteur de la construction, les carnets de commandes dépassaient de 13%, le 1er avril, leur volume de l'année précédente. Les commandes passées par le secteur public – cantons et communes – ont augmenté sensiblement, tandis qu'un tassement de la croissance est apparu dans la construction de logements. L'évolution des carnets de commandes a différé fortement d'une région à l'autre. Pour la première fois depuis 1978, les réserves de travail dans le canton de Zurich ont diminué en termes réels. La situation s'est détériorée aussi dans certains cantons de la Suisse centrale,

tels ceux de Nidwald et de Zoug, ainsi qu'en Valais, dans le canton de Neuchâtel et dans celui de Vaud.

Du premier au deuxième trimestre, l'accroissement de la demande a continué de s'affaiblir dans la *construction de logements*, comme l'indiquent le nombre de permis de construire délivrés et l'évolution des crédits de construction.

Le resserrement des liquidités bancaires a fait monter les taux d'intérêt et a incité les banques à durcir les conditions des crédits de construction, notamment en abaissant la limite de financement bancaire et en ne garantissant pas la consolidation des crédits. Comme on l'a déjà observé pendant les années septante, les banques commencent par durcir les conditions de financement de la construction de logements, car des difficultés politiques empêchent un ajustement du taux hypothécaire au niveau général de l'intérêt. Les limites de financement bancaire appliquées à la construction de logements, en particulier à celle de maisons familiales, jouent un rôle important dans une telle situation. En effet, les banques peuvent les modifier selon l'état de leurs liquidités. Lorsque celles-ci sont restreintes, elles abaissent les limites. Il en résulte une augmentation des fonds propres nécessaires, qui réduit la demande de maisons familiales, bien que le taux hypothécaire demeure bas comparé au taux de l'inflation.

La demande semble diminuer aussi dans la *construction destinée à l'industrie et à l'artisanat*. Le nombre de plans destinés à l'industrie – secteurs du gaz, de l'électricité et des eaux compris – tend à diminuer depuis le milieu de 1980, et le volume des constructions envisa-

Tableau no 9: *investissements*<sup>1</sup>

|                                               | 1978 | 1979 | 1980 | 1980  |      | 1981  |       |
|-----------------------------------------------|------|------|------|-------|------|-------|-------|
|                                               |      |      |      | III   | IV   | I     | II    |
| importations de biens d'équipement, en volume | 19,7 | 9,0  | 19,0 | 20,2  | 21,8 | -2,2  | 5,3   |
| permis de construire délivrés dans 92 villes  | 11,4 | 41,9 | 1,7  | -18,1 | -0,3 | -9,2  | -12,2 |
| logements terminés dans 92 villes             | -2,4 | 9,7  | -1,3 | 15,2  | -5,1 | 14,4  | 12,8  |
| constructions industrielles: volume prévu     | 29,7 | -1,6 | 53,9 | 39,1  | 40,1 | -15,0 | -17,1 |
| promesses de crédit de construction           | 33,1 | 28,1 | 23,0 | 24,7  | 12,6 | -2,7  | 2,1   |

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

gées, depuis la fin de l'an passé. En termes nominaux, les promesses de crédit de construction se sont accrues de 9,7% durant les cinq premiers mois de 1981, mais cette augmentation paraît due surtout au renchérissement.

Les investissements de rationalisation et de renouvellement semblent stagner. Au premier semestre, le nombre de plans d'installations industrielles était au même niveau que l'année précédente. Dans l'industrie des machines, les entrées de commandes d'origine intérieure ont encore augmenté durant les trois premiers mois de l'année, pour diminuer nettement au mois d'avril et fortement au mois de mai, comme l'indique l'enquête conjoncturelle de l'Institut de recherches économiques.

Selon cette enquête, un nombre croissant d'entreprises considéraient leurs stocks de produits finis comme trop élevés au deuxième trimestre; pourtant, au premier trimestre – selon la statistique la plus récente publiée par l'OFIAMT – les stocks étaient légèrement inférieurs à ceux du trimestre précédent. Une comparaison à long terme montre que les stocks sont à peu près au niveau observé au milieu de 1975.

#### Commerce extérieur

Le fléchissement du commerce extérieur, apparu au milieu de 1980, s'est poursuivi au deuxième trimestre de 1981. Depuis le début de l'année, les importations et les exportations sont inférieures, en termes réels, à celles de la période correspondante de 1980. La diminution des importations touchait surtout les matières premières et les produits semi-ouvrés. En revanche, les achats à l'étranger de biens de consommation se sont encore accrus fortement.

Au deuxième trimestre, la diminution réelle des importations a continué, mais elle a été plus faible qu'au trimestre précédent. Une fois encore, le fléchissement était dû au recul des achats de matières premières, de produits semi-ouvrés et de produits énergétiques surtout. Par contre, les importations de biens d'équipement et de consommation ont augmenté un peu plus vigoureusement qu'au premier trimestre.

Après avoir diminué de 2% au premier trimestre, le volume des exportations s'est accru de 1,4% au cours des trois mois suivants; depuis une demi-année, il est pratiquement stagnant. Une évolution analogue était apparue durant l'automne de 1978, à la suite de la réévaluation extrême du franc. Contrairement à ce qui s'était passé à l'époque, les taux nominaux d'augmentation sont élevés.

La croissance des importations ayant été inférieure à celle des exportations, la balance commerciale s'est soldée, au deuxième trimestre, par un déficit moins important que celui du trimestre précédent. Pour l'ensemble de l'année, le déficit pourrait s'inscrire entre 7 et 8 milliards de francs, alors qu'il était de 10,3 milliards en 1980. Il en résulterait un excédent de la balance des revenus d'environ 2 milliards de francs, après un déficit de 0,9 milliard en 1980.

#### Production

Depuis le milieu de 1980, la hausse de l'indice de la production industrielle a été de plus en plus lente. Du deuxième au quatrième trimestre de l'an passé, elle a baissé de 8% à 1%. Au premier trimestre de 1981, la production a même diminué de 3% par rapport à la pé-

Tableau no 10: commerce extérieur

|                                                   | 1978     | 1979      | 1980       | 1981           |                 |                  | 1981              |                      |  |
|---------------------------------------------------|----------|-----------|------------|----------------|-----------------|------------------|-------------------|----------------------|--|
|                                                   |          |           |            | I <sup>4</sup> | II <sup>4</sup> | mai <sup>4</sup> | juin <sup>4</sup> | juillet <sup>4</sup> |  |
| importations <sup>1</sup>                         | 42 299,9 | 48 730,3  | 60 859,3   | 14 566,7       | 15 079,6        | 4 860,6          | 5 229,2           | 5 257,6              |  |
| exportations <sup>1</sup>                         | 41 779,5 | 44 024,5  | 49 607,6   | 12 590,8       | 13 173,7        | 4 378,2          | 4 505,8           | 4 746,6              |  |
| solde de la balance commerciale I <sup>1</sup>    | - 520,4  | - 4 705,8 | - 11 251,7 | - 1 975,9      | - 1 905,9       | - 482,4          | - 723,4           | - 511,0              |  |
| solde de la balance commerciale II <sup>1,3</sup> |          | - 4 617,4 | - 9 331,9  | - 2 232,5      | - 2 024,5       | - 547,7          | - 822,4           | - 742,0              |  |
| importations nominales <sup>2,3</sup>             | - 1,6    | 14,4      | 20,5       | 4,1            | 5,5             | 8,5              | 7,5               | 2,6                  |  |
| exportations nominales <sup>2,3</sup>             | 1,1      | 4,3       | 11,1       | 6,8            | 8,7             | 12,6             | 5,3               | 9,0                  |  |
| valeurs moyennes à l'importation <sup>2,3</sup>   | - 10,4   | 6,9       | 11,8       | 9,4            | 8,4             | 6,9              | 10,8              | 7,5                  |  |
| valeurs moyennes à l'exportation <sup>2,3</sup>   | - 3,6    | 1,1       | 5,9        | 9,0            | 7,2             | 9,4              | 3,9               | 5,4                  |  |
| importations réelles <sup>2,3</sup>               | 9,8      | 7,0       | 7,8        | - 4,9          | - 2,7           | 1,5              | - 2,9             | - 4,5                |  |
| exportations réelles <sup>2,3</sup>               | 4,9      | 3,2       | 4,9        | - 2,0          | 1,4             | 2,9              | 1,3               | 3,4                  |  |

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

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

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

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

Source: statistique mensuelle du commerce extérieur de la Direction générale des douanes

riode correspondante de l'année précédente. Ce fléchissement reflétait en partie un effet de base statistique: durant la période correspondante de l'année précédente, la production avait augmenté considérablement dans certaines branches, ce qui donne une image peu favorable de l'évolution intervenue au cours des trois premiers mois de 1981. En réalité, la production semble être restée à peu près stable. Dans son enquête conjoncturelle, l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ exprime une opinion identique.

Dans l'industrie textile, la situation s'est détériorée sensiblement. Depuis le second semestre de 1980, la production s'est réduite. Les carnets de commandes ont diminué beaucoup et les stocks de produits finis se sont accrus considérablement. Dans l'industrie du cuir, du caoutchouc et des matières plastiques, un ralentissement de la production se dessine également; depuis l'automne dernier, les carnets de commandes se sont réduits, tandis que les stocks de produits finis ont augmenté.

Pour la période récente, on ne dispose pas de données suffisantes concernant la *construction*. Le 1er avril, le nombre de travailleurs saisonniers et frontaliers employés dans ce secteur était supérieur de 8,2% au chiffre enregistré un an auparavant, ce qui laisse supposer un accroissement vigoureux de la production. La durée moyenne du travail hebdomadaire, à l'inclusion des heures supplémentaires, est demeurée au niveau de l'an passé. Les livraisons de ciment et le montant réel des crédits utilisés marquent aussi un accroissement de la production.

En 1980, la construction de logements a augmenté de 8,1% pour atteindre 40 876 unités. Ce chiffre correspond à peu près aux résultats enregistrés dans les années soixante et aux besoins à long terme tels qu'on peut les estimer. La production s'était élevée à un maximum de 81 900 logements en 1973, pour baisser à 32 000 logements en 1977, au creux de la récession. Au premier semestre de 1981, le nombre de logements terminés dans les 92 villes a dépassé de 13% celui de l'année précédente. Dans l'ensemble de l'industrie de la construction, le niveau élevé des carnets de commandes empêchera dans l'immédiat un fléchissement de la production.

## Emploi

Au deuxième trimestre, l'emploi était toujours en hausse par rapport à la période correspondante de l'année précédente, ce qui se traduisait surtout par une augmentation du nombre de travailleurs étrangers.

Durant la période examinée, des évolutions divergentes sont apparues sur le marché du travail. Au mois de juillet, le nombre de chômeurs complets est descendu à 4326, et le taux de chômage, à 0,1%. Ce taux était le plus bas observé depuis le mois de mars 1975. En revanche, le chômage partiel a augmenté à partir du mois de mars par rapport à la période correspondante de l'année précédente, et le nombre de places vacantes enregistrées a diminué constamment depuis le mois de janvier. Cette triple évolution montre que le marché du travail est parvenu à un tournant. L'incertitude des chefs d'entreprises quant à la durée et à l'intensité du fléchissement de la demande conduit simplement, dans un premier temps, à une diminution des places vacantes annoncées.

Selon l'enquête conjoncturelle menée par l'Institut de recherches économiques de l'EPFZ, les stocks sont déjà relativement élevés et les carnets de commandes atteignent à peine le niveau de l'an passé. Diverses entreprises réduiront donc leur production, ce qui influera progressivement sur l'emploi.

Pour apprécier correctement la situation sur le marché du travail, il faut considérer que les entreprises n'ont accru que très modérément l'effectif de leur personnel durant le cycle actuel de la conjoncture. De plus, les majorations de salaires n'ont pas été assez fortes pour que la population active augmente sensiblement. La politique prudente d'embauche, que beaucoup d'entreprises ont menée, devrait atténuer les effets d'une conjoncture moins favorable sur le marché du travail. Cependant, des licenciements pourraient s'étendre très vite aux travailleurs suisses, contrairement à ce qui s'est passé lors de la récession de 1975 et 1976.

## Prix

Au cours des mois de juin et de juillet, la hausse de l'indice des prix à la consommation s'est encore accélérée. Si le renchérissement annuel s'est inscrit à 5,8% au premier trimestre, il est monté à 6,1% au deuxième. Au

Tableau no 11: *emploi*

|                                 | 1978   | 1979   | 1980   | 1981   |        | 1981   |        |         |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|                                 |        |        |        | I      | II     | mai    | juin   | juillet |
| indice de l'emploi <sup>1</sup> | 1,1    | 0,8    | 2,1    | 1,4    | —      | —      | —      | —       |
| taux de chômage                 | 0,4    | 0,3    | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,1    | 0,1     |
| chômeurs complets               | 10 483 | 10 333 | 6 255  | 6 885  | 4 725  | 4 687  | 4 470  | 4 326   |
| chômeurs partiels               | 9 196  | 11 935 | 2 128  | 3 280  | 2 384  | 2 456  | 2 480  | 1 338   |
| places vacantes                 | 8 290  | 8 921  | 12 312 | 13 560 | 12 918 | 12 983 | 12 636 | 11 115  |

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

Tableau no 12: *prix et salaires*<sup>1</sup>

|                                   | 1978 <sup>1</sup> | 1979 <sup>1</sup> | 1980 <sup>1</sup> | 1981           |                 | 1981 |      |         |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------|-----------------|------|------|---------|
|                                   |                   |                   |                   | I <sup>2</sup> | II <sup>2</sup> | mai  | juin | juillet |
| indice des prix à la consommation |                   |                   |                   |                |                 |      |      |         |
| - total                           | 1,0               | 3,6               | 4,0               | 5,8            | 5,9             | 6,0  | 6,3  | 6,6     |
| - produits suisses                | 1,6               | 1,7               | 3,4               | 5,1            | 5,6             | 5,4  | 5,6  | 5,8     |
| - marchandises importées          | -0,6              | 9,5               | 5,9               | 7,9            | 7,1             | 6,5  | 7,8  | 8,7     |
| indice des prix de gros           |                   |                   |                   |                |                 |      |      |         |
| - total                           | -3,4              | 3,8               | 5,1               | 5,1            | 5,3             | 5,6  | 5,5  | 6,1     |
| - produits suisses                | -1,4              | 1,9               | 4,4               | 5,1            | 5,3             | 5,5  | 5,1  | 5,5     |
| - marchandises importées          | -8,3              | 8,5               | 6,8               | 5,3            | 5,4             | 5,9  | 6,4  | 7,5     |
| gains mensuels des travailleurs   |                   |                   |                   |                |                 |      |      |         |
| - nominaux                        | 2,9               | 2,2               | 4,5               | 4,5            |                 |      |      |         |
| - réels                           | 1,9               | -1,4              | 0,5               | -1,3           |                 |      |      |         |

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

<sup>2</sup> moyenne annuelle ou trimestrielle

mois de juillet, il s'est chiffré à 6,6%, soit au taux le plus élevé observé depuis le mois de juin 1975.

La dépréciation réelle du franc qui s'est produite sur les marchés des changes a fait monter les prix des marchandises importées plus fortement que ceux des produits suisses. Aussi, les biens ont-ils renchéri davantage que les services. Les loyers, qui font partie de ces derniers, ne sont montés que de 2,9% entre les mois de novembre et de mai derniers, et de 4,6% durant la période allant de mars 1980 au même mois de 1981, malgré les majorations du taux hypothécaire. Les prix des denrées alimentaires, ainsi que du mazout et de l'essence, ont augmenté dans une proportion nettement supérieure à la moyenne; le mouvement antérieur s'est donc poursuivi. Alors que l'indice des prix à la consommation s'est élevé de 13,5% en trois ans, le renchérissement des denrées alimentaires a atteint 20,2%, celui du mazout, 105%, et celui de l'essence, 37,5%.

La hausse des prix de gros a différé de celle des prix à la consommation. Dans certains groupes de produits, tels les marchandises importées et les biens de consommation, les prix de détail sont montés à un rythme supérieur à la moyenne, alors que les prix de gros n'ont pas renchéri particulièrement. Les taux annuels de hausse ont donc été nettement plus faibles dans l'indice des prix de gros que dans celui des prix à la consommation.

Durant les mois prochains, l'évolution des prix à la consommation ne devrait guère se modifier, et les taux d'inflation resteront élevés.

## 2. Evolution monétaire

### Agrégats monétaires

Le niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis et les poussées inflationnistes croissantes en Suisse ont

Tableau no 13: *taux d'intérêt des dépôts à terme dans les grandes banques*

| période 1981 | durée      |             |         |
|--------------|------------|-------------|---------|
|              | 3 à 5 mois | 6 à 11 mois | 12 mois |
| 6.5.-24.5.   | 8½ %       | 8½ %        | 8¼ %    |
| 25.5.- 4.6.  | 9 %        | 9 %         | 8½ %    |
| 5.6.-15.6.   | 9½ %       | 9½ %        | 8¾ %    |
| 16.6.-21.6.  | 9 %        | 9 %         | 8¼ %    |
| 22.7.-       | 8½ %       | 8½ %        | 8 %     |

Tableau no 14: *agrégats monétaires*<sup>1</sup>

|                     | M <sub>1</sub> | M <sub>2</sub> | M <sub>3</sub> |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|
| 1980 3ème trimestre | -9,5           | 15,8           | 4,5            |
| 4ème trimestre      | -4,8           | 13,7           | 3,8            |
| 1981 1er trimestre  | -2,5           | 6,9            | 2,3            |
| 2ème trimestre      | -1,9           | 10,5           | 4,8            |
| janvier             | -2,5           | 7,6            | 2,3            |
| février             | -3,5           | 6,8            | 2,2            |
| mars                | -1,8           | 6,4            | 2,4            |
| avril               | -0,5           | 7,9            | 3,4            |
| mai                 | -2,3           | 10,5           | 5,0            |
| juin                | -2,9           | 13,3           | 6,0            |

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

incité la Banque nationale à mener une politique plus restrictive qu'elle ne l'avait envisagé au début de l'année. La base monétaire ajustée, qui comprend le numéraire en circulation et les avoirs en comptes de virements, déduction faite des opérations liées aux échéances, s'est chiffrée en moyenne à 27,9 milliards de francs au mois de juin, et a dépassé de 0,8% le montant enregistré un an auparavant. Du premier semestre de 1980 à la période correspondante de 1981, cet agrégat monétaire n'a augmenté que de 0,25% en moyenne. Si la situation internationale et nationale ne se modifie pas

sensiblement, l'expansion annuelle de la base monétaire ajustée restera inférieure à 4% sur l'ensemble de l'année.

Les taux d'intérêt à court terme ont continué de monter vigoureusement au premier semestre. Les taux de l'euro-franc et ceux des dépôts à terme dans les grandes banques (voir tableau no 13) ont atteint un point culminant au début du mois de juin, où le taux de l'euro-franc à trois mois a excédé 10%. Cette hausse a engendré des transferts de fonds des dépôts à vue et des comptes d'épargne vers les dépôts à terme, ce qui se reflète dans l'évolution des différents agrégats monétaires. Alors que  $M_1$  a diminué nettement, l'expansion de  $M_2$  et de  $M_3$  s'est de nouveau accélérée.

Selon la statistique des 71 banques communiquant des données mensuelles, les crédits en francs suisses accordés à la clientèle suisse et étrangère ont augmenté de 7%, ou de 13,7 milliards de francs, durant le premier semestre. Bien que l'inflation fût alors moins forte, l'accroissement s'était inscrit déjà à 6,9%, ou à 12,1 milliards de francs, durant la période correspondante de l'an passé. Les promesses de crédits ont diminué. Les liquidités en francs suisses des banques se sont réduites considérablement. A la fin du mois de juin, elles étaient inférieures de 4,1% à leur niveau de l'année précédente.

#### Marché monétaire

Pour influencer sur les liquidités du système bancaire, l'institut d'émission recourt surtout à la technique des swaps. Aux échéances, il recourt en outre aux opérations traditionnelles de crédit. Une partie des «bons Carter» que les Etats-Unis avaient placés en Suisse au début de 1979 est arrivée à échéance à la fin du mois de juin. Pour compenser l'augmentation de la liquidité qu'entraînait leur remboursement, la Banque nationale s'est abstenue de renouveler des swaps dans une proportion identique.

L'écart entre les taux d'intérêt officiels et les taux du marché s'étant accru fortement au premier semestre, le recours au crédit traditionnel de la banque nationale a augmenté massivement. Les difficultés qui en ont découlé pour la politique de liquidité aux échéances mensuelles ont incité l'institut d'émission à essayer un système d'annonce préalable, en vertu duquel les banques devaient indiquer le montant pour lequel elles envisageaient de recourir à l'escompte et aux avances sur nantissement. La Banque nationale a appliqué ce système au mois de mai pour la première fois, sans que les déclarations préalables aient un caractère contraignant. A partir du mois de juin par contre, les banques ont été tenues de prélever effectivement les montants annoncés. Le système s'applique à toutes les banques qui disposent d'une limite de crédit lombard assez élevée et qui possèdent des «bons Carter» ou des créances comptables à court terme pour un montant supérieur à 10 millions de francs. Comme la Banque nationale connaît par avance, grâce à l'annonce préalable, le niveau des crédits demandés pour l'échéance mensuelle,

elle peut atteindre sans difficulté son objectif de liquidité. Si l'augmentation des liquidités que les banques souhaitent pour la fin du mois ne correspond pas à ses intentions, elle peut effectuer des compensations au moyen de swaps ou de placements dans les banques d'avoires de la Confédération.

Du mois de mai au mois d'août, la Confédération a encore émis, selon le système des enchères, quatre séries de créances comptables à court terme, chacune pour un montant de l'ordre de 200 millions de francs. Le rendement s'est établi respectivement à 9%, à 8,6%, à 8,3% et à 7,6%, ce qui reflète assez bien la tendance des taux à court terme sur le marché de l'euro-franc.

#### Marché des changes

Du mois d'avril à la fin du mois de juillet, le cours du franc a baissé par rapport au dollar, mais est monté par rapport aux autres monnaies importantes.

Tableau no 15: variations du cours du franc suisse<sup>1</sup> par rapport aux principales monnaies

|                | du mois d'avril<br>au mois de juillet 1981 | du 2ème trimestre 1980<br>au 2ème trimestre 1981 |       |
|----------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------|-------|
|                | nominal                                    | nominal                                          | réel  |
| dollar         | -8,4                                       | -21,0                                            | -20,8 |
| yen            | 2,0                                        | -27,5                                            | -21,0 |
| mark           | 8,0                                        | 3,8                                              | 4,3   |
| franc français | 8,8                                        | 5,9                                              | - 1,3 |
| lire           | 7,6                                        | 9,2                                              | - 4,7 |
| livre sterling | 11,2                                       | -10,1                                            | -14,8 |

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

Pondéré en fonction du commerce extérieur, le cours du franc s'est maintenu à un niveau légèrement supérieur à celui de l'année précédente; entre les mois de mai et de juillet, l'écart moyen par rapport à 1980 s'est inscrit à 0,8% et, au deuxième trimestre, il s'est chiffré à 0,4%. La hausse par rapport au mark, à la lire et au franc français a compensé la baisse par rapport au dollar, au yen et à la livre sterling. Du deuxième trimestre de 1980 à la période correspondante de 1981, le cours réel du franc a baissé de 4,1%. Ainsi, la position concurrentielle des exportateurs suisses s'est améliorée de façon générale, mais s'est légèrement détériorée par rapport à l'économie allemande.

#### Marché des capitaux

Au cours des premiers mois de l'année, les taux d'intérêt ont poursuivi leur mouvement de hausse sur le marché des capitaux. Le rendement moyen des emprunts fédéraux a passé de 4,79% à la fin du mois de janvier à 5,85% à la fin du mois de mai. Aux mois de juin et de juillet, il est redescendu à 5,51%.

Durant le premier semestre, de nombreux débiteurs ont renoncé à lancer l'emprunt prévu. Entre le premier semestre de 1980 et la période correspondante de l'année suivante, le recours net au marché des capitaux par l'émission d'emprunts suisses a diminué de 10%, passant de 3,9 à 3,5 milliards de francs. Les remboursements – en particulier les remboursements anticipés – ont été inférieurs à ceux du premier semestre de l'an passé. Le prélèvement net d'argent frais par l'émission d'emprunts suisses s'est inscrit à 2,5 milliards de francs, contre 2,7 milliards au premier semestre de 1980. Les cantons et les communes, dont la situation financière s'est améliorée, ainsi que les entreprises d'électricité, gaz et eau ont fortement réduit leur recours net au marché. Comme au premier semestre de 1980, 70% de l'argent frais prélevé est revenu au secteur bancaire. Quant au prélèvement d'argent frais par l'émission d'emprunts étrangers, il a augmenté de 55% par rapport aux six premiers mois de l'an passé.

Entre le premier semestre de 1980 et la même période de cette année, le prélèvement d'argent frais par l'émission d'emprunts suisses et étrangers, ainsi que d'actions suisses a passé de 6,4 à 6,7 milliards de francs. Le résultat des souscriptions montre que les investissements sont devenus plus sélectifs: ils attachent davantage d'importance à la qualité du débiteur. Les emprunts émis depuis la mi-juin ont été relativement bien accueillis, et ceux des débiteurs de premier ordre n'ont pas connu le moindre échec. Ils étaient assortis d'un coupon de 6¼% et émis au pair pour une durée de dix ans.

Aux mois de mai et d'août, la Confédération a émis des emprunts selon le système des enchères, à un taux nominal de 5¼% et pour une durée de 12 ans. Sur la base des offres reçues, les montants respectifs ont été fixés à 240 et à 260 millions de francs et les prix d'émission, à 99% et à 100,5%, ce qui correspond à des rendements de 5,87% et de 5,69%.

Pour le troisième trimestre, la commission chargée d'établir le programme des émissions a admis tous les emprunts annoncés et n'a procédé à aucune réduction. Le prélèvement prévu d'argent frais s'inscrit à 2,19 milliards de francs, contre 2,059 milliards un an auparavant, tandis que les conversions se chiffrent à 325 millions de francs, contre 386 millions au troisième trimestre de 1980.

Au début de l'année déjà, la Banque nationale avait autorisé une majoration des taux des obligations de caisse. Afin de laisser l'offre et la demande influencer davantage sur la formation de ces taux, la Banque nationale a renoncé, depuis la fin du mois de juillet, à fixer des taux maximaux pour ces titres. Ainsi, elle tient compte également du fait que l'afflux de fonds n'est pas uniforme dans les divers établissements, et que l'émission d'obligations de caisse n'a pas la même importance pour toutes les banques. Cette décision a eu pour conséquence que les écarts entre les taux appliqués par les différents établissements ne se sont plus limités à ¼%, mais qu'ils ont atteint jusqu'à 1% environ.