

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 2
Juni/juin 1987**

5. Jahrgang/5e année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	77
Sommaire	78
Sommario	79
Abstracts	80
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	81
Situation économique et monétaire	103
<hr/>	
François Schaller: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 24 avril 1987	125
François Schaller: Eröffnungsansprache anlässlich der Generalversammlung vom 24. April 1987	128
<hr/>	
Pierre Languetin: Exposé à l'Assemblée générale du 24 avril 1987	131
Pierre Languetin: Generalversammlungsreferat vom 24. April 1987	137
<hr/>	
Peter Klauser: Schweizerische Rechtsgrundlagen der internationalen Währungspolitik	143
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	155
Chronique monétaire	155

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 81–102)

Im ersten Quartal 1987 setzte sich der weltwirtschaftliche Aufschwung nur zögernd fort; die Entwicklung verlief im OECD-Raum uneinheitlich. Der US-Dollar büsste weiter an Wert ein.

Auch in der Schweiz verflachte sich der Konjunkturaufschwung. Dies ist nicht auf einen Rückgang der Binnennachfrage, sondern auf eine Exportabschwächung zurückzuführen. Die Inflation zeigte wieder steigende Tendenz, da der Rückgang der Rohwarenpreise zum Stillstand kam.

Die monetären Rahmenbedingungen blieben in der Schweiz im ersten Quartal 1987 grundsätzlich unverändert. Der Anstieg der bereinigten Notenbankgeldmenge von 3,2% gegenüber dem Vorjahresstand steht mit dem Geldmengenziel der Schweizerischen Nationalbank in Einklang. Die Zinssätze bildeten sich nicht weiter zurück.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 125–142)

Der Präsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank, *François Schaller*, eröffnete die Generalversammlung der Aktionäre, indem er die zentrale Rolle unterstrich, die der Zusammenhang von Geld und Inflation in der Geschichte der ökonomischen Lehrmeinungen einnehme. Wer heute diesen Zusammenhang bestreite, der zweifle an einer Tatsache, die theoretisch wohlbegründet und durch die Erfahrung immer wieder bestätigt worden sei. Die Quantitätstheorie des Geldes müsse heute mehr als je zuvor die Grundlage einer gut konzipierten, effizienten Geldpolitik bilden. Angesichts der herrschenden Unsicherheiten müsse die Durchführung jedoch durch eine flexible und verantwortungsbewusste Handhabung des Ermessensspielraums gekennzeichnet sein. Dies sei die vorrangige Aufgabe des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank.

Der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, *Pierre Languetin*, rief in seinem Referat die Ungleichgewichte in Erinnerung, die gegenwärtig die Weltwirtschaft beherrschten. Anschliessend begründete er die konsequente Ausrichtung der Geldpolitik auf die Inflationsbekämpfung, die einer gewissen Flexibilität in der Durchführung bedürfe. Die Nationalbank habe diese Flexibilität in der Gestaltung der Ultimopolitik bewiesen. Der Präsident bekräftigte die gesetzliche Verantwortung der Nationalbank für die Überwachung und die Teilnahme an SIC (Swiss Interbank Clearing). Ferner beschrieb er die Folgen eines möglichen weiteren Dollarzerfalls, begrüßte die internationalen Bemühungen um die Wechselkursstabilisierung und betonte die Bereitschaft zur Kooperation. Er beschloss das Referat mit Erläuterungen zur Möglichkeit der Diversifikation von Devisenreserven.

Schweizerische Rechtsgrundlagen der internationalen Währungshilfe (S. 143–154)

Der Artikel legt die Rechtsgrundlagen der internationalen Währungshilfe dar. Unter diesen Begriff fallen Kredite und Garantiezusagen der Schweizerischen Nationalbank an ausländische Zentralbanken, Staaten oder internationale Organisationen. Sie haben die Verhütung oder die Behebung von Wechselkursverzerrungen, Liquiditätskrisen oder Zahlungsbilanzungleichgewichten zum Ziel. Im Hauptteil präsentiert der Autor die Interpretation themenrelevanter Teile des Nationalbankgesetzes, des Währungshilfebeschlusses und des Bundesbeschlusses über die Allgemeinen Kreditvereinbarungen. Aus seinen Überlegungen leitet sich die Notwendigkeit einer situativen Gestaltung des Handlungsspielraumes von Nationalbank und Bund ab.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 103–124)

Au premier trimestre de 1987, l'économie mondiale n'a progressé qu'à un rythme lent; au sein de la zone de l'OCDE, l'évolution a varié d'un pays à l'autre. Sur les marchés des changes, le dollar a continué son mouvement de repli.

En Suisse également, la conjoncture a perdu de sa vigueur. Ce ralentissement est dû à un affaiblissement des exportations et non à une baisse de la demande intérieure. L'inflation a marqué de nouveau une tendance à la hausse, les prix des matières premières ayant cessé de diminuer.

Au premier trimestre, le cadre monétaire général est resté fondamentalement inchangé en Suisse. La monnaie centrale ajustée s'est accrue de 3,2% par rapport au premier trimestre de 1986; ce rythme est compatible avec l'objectif monétaire de la Banque nationale suisse. La baisse des taux d'intérêt a pris fin.

Assemblée générale des actionnaires de la BNS (p. 125–142)

En ouvrant l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale, M. *François Schaller*, président du Conseil de Banque, a souligné l'importance de la liaison entre monnaie et inflation dans l'évolution des doctrines économiques. Ceux qui nient aujourd'hui ce lien de causalité ignorent les leçons de l'histoire et la sagesse économique. La théorie quantitative de la monnaie doit donc plus que jamais constituer les fondations d'une politique monétaire bien conçue et efficace. Face aux incertitudes du monde réel, la mise en œuvre de celle-ci requiert cependant flexibilité, jugement et responsabilité. C'est, en Suisse, la tâche primordiale de la Direction générale de la Banque nationale.

Après avoir rappelé les déséquilibres actuels de l'économie mondiale, M. *Pierre Languetin*, président de la Direction générale, a justifié dans son

exposé le maintien du caractère rigoureux de la politique monétaire suisse. Cette rigueur doit toutefois s'accompagner d'une certaine souplesse, comme la BNS en a fait la preuve en 1986 dans le financement des échéances mensuelles. Dans le domaine des transactions interbancaires, la Banque nationale entend assumer ses responsabilités légales en contrôlant et en participant activement au système SIC (Swiss Interbank Clearing) de compensation entre les banques. M. Languetin a décrit en outre les dangers pour l'économie mondiale d'une chute encore plus prononcée du dollar. Il s'est félicité des récents efforts de coordination internationale pour stabiliser les changes et a rappelé la volonté de la Banque nationale d'œuvrer en faveur de la coopération internationale dans ce domaine. La dernière partie de l'exposé est consacrée aux problèmes posés à la Banque nationale par la diversification des réserves monétaires.

Les bases juridiques de l'aide monétaire internationale fournie par la Suisse (p. 143–154)

L'article décrit les bases juridiques de l'aide monétaire internationale, en d'autres termes des crédits et garanties que la Banque nationale suisse accorde à des banques centrales étrangères, à des Etats ou à des organisations internationales pour prévenir ou corriger des distorsions dans les cours de change, des crises de liquidités ou des déséquilibres de balances des paiements. Dans la partie principale, l'auteur commente les dispositions de la loi sur la Banque nationale qui concernent ce thème mais aussi celles des arrêtés fédéraux sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales et sur les Accords généraux d'emprunt. Il en conclut que la Banque nationale et la Confédération doivent disposer d'une marge de manœuvre qui s'adapte aux situations concrètes.

Sommario

Situazione economica e monetaria

(p. 81–124)

Nel primo trimestre del 1987 la crescita economica mondiale è stata debole: nei differenti paesi dell'OCSE l'evoluzione congiunturale non è stata omogenea. Sul mercato dei cambi il dollaro ha continuato a perdere valore.

Anche in Svizzera l'attività economica si è indebolita, non come conseguenza di una riduzione della domanda interna, ma in seguito alla contrazione delle esportazioni. Siccome il calo dei prezzi delle materie prime si è arrestato, l'inflazione ha di nuovo mostrato una tendenza all'aumento. Nel primo trimestre il quadro monetario generale in Svizzera è rimasto essenzialmente immutato. L'espansione rispetto all'anno scorso della moneta centrale epurata è stata del 3,2%, conforme cioè all'obiettivo della Banca nazionale svizzera. I tassi di interesse non sono più diminuiti.

Assemblea generale degli azionisti della BNS

(p. 125–142)

François Schaller, presidente del Consiglio di banca della Banca nazionale svizzera, ha aperto l'Assemblea generale degli azionisti sottolineando l'importanza fondamentale nel pensiero economico della relazione tra moneta e inflazione. Chi oggi nega tale relazione, mette in dubbio un fatto con solide fondamenta teoriche e ripetute verifiche empiriche. Oggi più che mai la teoria quantitativa della moneta deve costituire la base per una teoria monetaria efficiente e ben concepita.

Di fronte agli imponderabili e incertezze del mondo reale un uso flessibile e responsabile del potere discrezionale della Banca è comunque necessario nella condotta della politica monetaria. Questo è il compito principale della Direzione generale della Banca nazionale svizzera.

Nel suo discorso all'Assemblea degli azionisti,

Pierre Languetin, presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera, ha ricordato gli squilibri che affliggono attualmente l'economia mondiale e giustificato il rigore della politica monetaria svizzera, la cui attuazione deve comunque contemplare un certo qual grado di flessibilità. La Banca nazionale ha fatto prova di flessibilità nel modo in cui ha gestito la politica di rifinanziamento di fine mese. Pierre Languetin ha poi riaffermato la responsabilità legale della Banca nazionale nella sorveglianza e nella partecipazione a SIC (Swiss Interbank Clearing), descritto le conseguenze di un ulteriore possibile calo del dollaro, salutato gli sforzi internazionali per la stabilità dei tassi di cambio, e sottolineato la disponibilità della Banca nazionale svizzera a cooperare. L'ultima parte del discorso è dedicata al problema delle possibilità di diversificazione delle riserve monetarie.

Basi giuridiche dell'aiuto monetario internazionale fornito dalla Svizzera

(p. 143–154)

Questo articolo si occupa delle basi legali dell'aiuto monetario internazionale. Con questa denominazione si intendono i crediti e le garanzie concessi dalla Banca nazionale svizzera a banche centrali straniere, a governi o a organizzazioni internazionali al fine di prevenire o correggere le distorsioni dei tassi di cambio, le crisi di liquidità o gli squilibri delle bilancie dei pagamenti. Nella parte centrale dell'articolo l'autore commenta le disposizioni al proposito contenute nella legge sulla Banca nazionale, e nei decreti federali sulla partecipazione della Svizzera alle misure monetarie internazionali e sugli Accordi generali di prestito. L'autore conclude che la Banca nazionale e la Confederazione devono disporre di un margine di manovra che si adatti alle situazioni concrete.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 81–124)

In the first quarter of 1987 the world economic upswing faltered perceptibly and the OECD countries exhibited irregular performance. The US dollar continued to depreciate.

In Switzerland, economic activity also slowed – due not to a decline in domestic demand but to a weakening of exports. An end to the decline in raw materials prices caused a rise in inflation.

Monetary conditions in Switzerland remained basically unchanged in the first quarter. The expansion in the adjusted monetary base of 3.2% from the first quarter of 1986 is in line with the money supply target of the Swiss National Bank. Interest rates showed no further slippage after several years of steady decline.

General Meeting of Shareholders (pp. 125–142)

The president of the Bank Council of the Swiss National Bank, *François Schaller*, opened the General Meeting of Shareholders by underlining the central role played by the correlation between money and inflation in the history of economic teaching. Anyone who denies this correlation today doubts a fact substantiated in theory and repeatedly confirmed by experience. More than ever before, the quantity theory of money must form the basis of a well-founded and efficient monetary policy. In view of the current imponderables, a flexible and responsible use must be made of the bank's discretionary latitude when implementing monetary policy. This is the prime task of the Governing Board of the Swiss National Bank.

In his statement to the Shareholders' Meeting the Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, *Pierre Languetin*, referred to the imbalances currently plaguing the world economy. He went on to explain the consistent

anti-inflationary orientation of monetary policy, which can only be implemented with a certain degree of flexibility. The National Bank had given proof of this flexibility in the way it handled end-of-month settlement policy. Moreover, the Chairman reaffirmed the National Bank's legal responsibility for the supervision of and participation in SIC (Swiss Interbank Clearing), described the consequences of a further possible downward drift of the dollar, welcomed the international efforts for bringing about exchange rate stability and emphasised the Swiss National Bank's willingness to cooperate. He closed his remarks by elaborating on various possibilities for diversifying foreign exchange reserves.

Switzerland's legal foundations of international monetary aid (pp. 143–154)

This contribution deals with the legal foundations of international monetary aid. The term covers credits and guarantee undertakings by the Swiss National Bank to foreign central banks, governments and international organisations. They serve to prevent or remedy exchange rate distortions, liquidity crises and balance of payments disequilibria. In the central part of the article the author provides interpretations of subject-related sections of the National Bank Law, of the Monetary Aid Decision and of the Federal Decision concerning the General Arrangements to Borrow. His remarks seem to imply a need to determine in each individual situation the area of responsibility to be accorded to the National Bank and the Federal Government.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage*
für die Sitzung des Bankrats vom 5. Juni 1987

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

Konjunktorentwicklung

Die konjunkturelle Entwicklung verlief im ersten Quartal 1987 von Land zu Land recht unterschiedlich. In Nordamerika lag die Industrieproduktion deutlich über dem Vorjahreswert; demgegenüber war in Japan nur ein geringer Zuwachs festzustellen, und in Westeuropa nahm die Industrieproduktion im Vorjahresvergleich sogar ab, was allerdings teilweise auf ungünstige Witterungsverhältnisse im Januar zurückzuführen sein dürfte. Namentlich Frankreich und die Bundesrepublik Deutschland mussten einen Rückgang ihrer industriellen Produktion – auch gegenüber dem Vorquartal – hinnehmen.

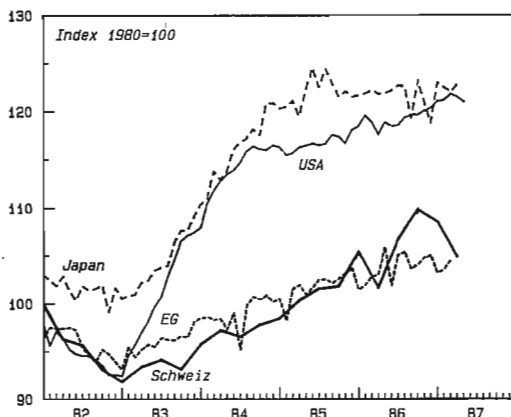
Insgesamt hat sich der Aufschwung nur zögernd fortgesetzt. In einigen Ländern wurden die Wachstumsprognosen für das Jahr 1987 nach unten revidiert. Neuerdings rechnet die OECD für das Jahr 1987 mit einem durchschnittlichen Anstieg des realen Bruttosozialproduktes ihrer Mitgliedländer von 2,5%, nachdem Ende 1986 noch ein Zuwachs von 2,75% prognostiziert worden war.

Die Ertragslage der Unternehmungen in den Industrieländern verbesserte sich vor allem infolge der Verbilligung wichtiger Rohwaren weiter. Dennoch begann sich das Wachstum der Investitionen Ende 1986 abzuflachen.

Nachdem die Inflationsraten im Jahre 1986 in den meisten Ländern zurückgegangen waren, erhöhten sie sich im ersten Quartal 1987 wieder.

* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April bekannt wurden.

Graphik 1: Industrieproduktion



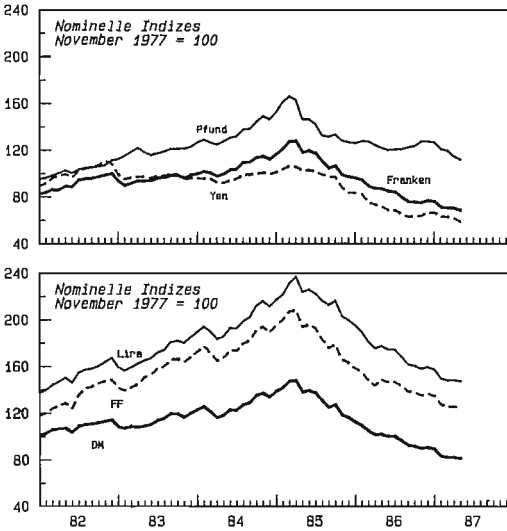
Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Im OECD-Raum lagen die Konsumentenpreise im März um 3,1% über der Vorjahresperiode, nach einem Tiefststand der Inflationsrate von 2,1% im Dezember 1986. Diese Beschleunigung war unter anderem infolge des wieder ansteigenden Erdölpreises erwartet worden.

Wirtschaftspolitik

Die Bundesrepublik Deutschland und Japan weiteten die Geldmengenaggregate während des ersten Quartals 1987 ähnlich kräftig aus wie im Jahre 1986. Mit dieser Lockerung der Geldpolitik versuchten die Währungsbehörden dieser Länder, dem anhaltend starken Druck zur Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar entgegenzuwirken. In den Vereinigten Staaten hingegen hat sich das Geldmengenwachstum seit Anfang 1987 wesentlich verlangsamt. Im Einklang damit stiegen die Zinssätze in den Vereinigten Staaten an, währenddem sie in Deutschland und Japan weiter zurückgingen.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Im sogenannten Louvre-Abkommen vom 22. Februar kamen die Vertreter der Länder der erweiterten Fünfergruppe überein, dass der gesunkene Aussenwert des Dollars nun den längerfristigen grundlegenden Wirtschaftsfaktoren annähernd entspreche. Diese Beurteilung berücksichtigte die zukünftigen Auswirkungen von bereits erfolgten Wechselkursveränderungen und die am Pariser Treffen vereinbarten wirtschaftspolitischen Massnahmen. Als unerwünscht wurden weitere wesentliche Veränderungen im Austauschverhältnis der wichtigen Währungen bezeichnet, weil dadurch die Wachstumsaussichten in den beteiligten Ländern gefährdet würden. Man kam überein, dieses Ziel nötigenfalls kurzfristig an den Devisenmärkten zu verteidigen und längerfristig mittels vermehrter wirtschaftspolitischer Koordinationen anzustreben.

Im ganzen gesehen gingen von der Finanzpolitik der Industrieländer im Jahre 1986 eher restriktive Impulse auf die wirtschaftliche Aktivität aus. Die Defizite der öffentlichen Hand gingen wenigstens im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt leicht zurück. In Europa und Japan setzte sich eine schwache Tendenz zur Konsolidierung der Staatshaushalte in den ersten Monaten 1987 fort. In den Vereinigten Staaten zeichnet sich

eine stärkere Drosselung der Staatsausgaben ab.

Die dauernd hohen japanischen Aussenhandelsüberschüsse, verbunden mit einem hohen amerikanischen Defizit, provozierten protektionistische Massnahmen seitens einzelner Handelspartner Japans. So erheben die Vereinigten Staaten seit dem 17. April auf einer Reihe elektronischer Teile und Geräte zusätzliche Zollgebühren. Aber auch Frankreich entschloss sich zu verstärkten Einfuhrkontrollen gegenüber japanischen Produkten.

Devisenmarkt

Im Verlaufe der Monate Februar bis Mai sank der Wechselkurs des amerikanischen Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen. Verschiedene Zentralbanken intervenierten Ende März und im Laufe des Monats April auf den Devisenmärkten gegen die Schwäche des Dollars. Insbesondere versuchte die Bank von Japan, den Yen durch massive Dollarkäufe zu verbilligen. Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich an diesen international koordinierten Interventionen.

Gegenüber den übrigen wichtigen Währungen (D-Mark, Schweizer Franken, französischer Franken und italienische Lira) notierte der Dollar im Laufe der Monate Februar bis Mai weniger unbeständig. Innerhalb des Europäischen Währungssystems entstanden keine nennenswerten Spannungen. Im Jahresvergleich hat der amerikanische Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert verloren.

Vom ersten Quartal 1986 bis zum ersten Quartal 1987 ging der handelsgewichtete Dollarkurs nominal und real um 13,5% bzw. 13,2% zurück. In der gleichen Periode stieg der handelsgewichtete Aussenwert des japanischen Yen nominal und real um 14,9% bzw. 10,1%. Die reale handelsgewichtete Aufwertung des Schweizer Frankens und der D-Mark fiel demgegenüber mit 7,6% bzw. 5,5% deutlich geringer aus.

Internationale Verschuldung

Die wirtschaftliche Lage der hochverschuldeten Länder ist nach wie vor schwierig. Einige dieser Länder stehen verschärften Problemen gegenüber, die insbesondere im mangelnden Wirtschaftswachstum und in der ungünstigen Entwicklung der Handelsbilanz liegen. Bereits haben einzelne Länder ihren Schuldendienst beschränkt oder unterbrochen. Dieser Schritt wurde jeweils mit einem ungenügenden Handelsbilanzüberschuss begründet.

Argentinien schlug in den Umschuldungsverhandlungen neue Finanzinstrumente vor, die es ermöglichen sollen, schneller zu einer allseitigen Übereinkunft zu kommen. Insbesondere wurde die Ausgabe sogenannter Exit Bonds ins Auge gefasst: Denjenigen Banken, die in relativ geringem Ausmasse engagiert sind, soll die Möglichkeit geboten werden, ihre Darlehen gegen Obligationen mit fester Laufzeit einzutauschen. So wären sie von den Umtrieben allfälliger späterer Umschuldungen befreit, allerdings zum Preise einer Abschreibung und einer geringen Rendite.

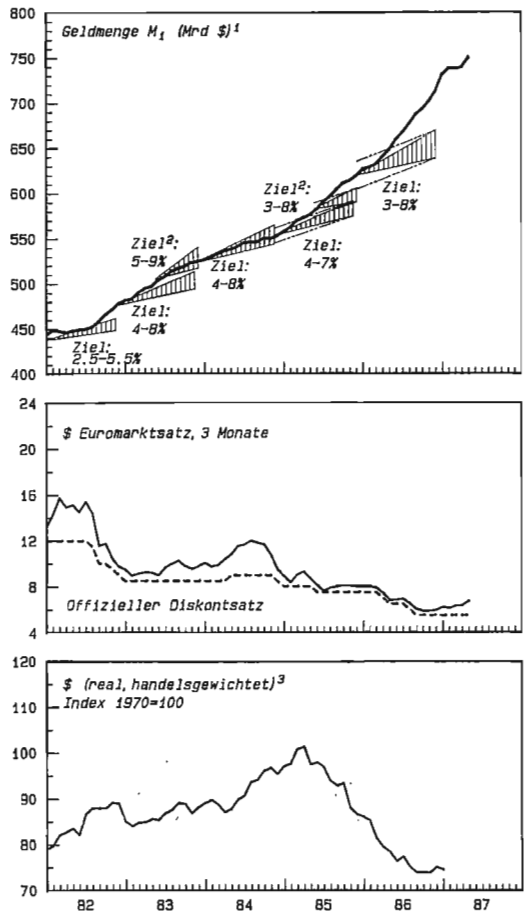
Die immer schwierigere Lage der ärmsten Länder, vor allem derjenigen südlich der Sahara, kam auch in der Frühjahrssitzung des Internationalen Währungsfonds zur Sprache. Es zeichnet sich eine differenziertere Behandlung verschiedener Schuldnerländer ab. So gewährte im Mai der Club von Paris dem Staat Zaïre Aufschubfristen, die deutlich über den bisher gebräuchlichen liegen.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 1987; das Bruttosozialprodukt stieg mit einer Jahresrate von real 4,4%. Für sich allein vermittelt diese Zahl ein zu optimistisches Bild der Lage. Nachdem bis zum Herbst 1986 die Binnennachfrage – vor allem der private und der öffentliche Konsum – die Konjunktur getragen hatte, waren im ersten Quartal 1987 sämtliche

Grafik 3: Vereinigte Staaten



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board); 1987 wurde für M_1 kein Ziel festgelegt.

² Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1983 bzw. 2. Quartal bis 4. Quartal 1985

³ Quelle: OECD

Nachfragekomponenten rückläufig. Insbesondere die Bruttoanlageinvestitionen nahmen deutlich ab. Die starke Zunahme des Bruttosozialproduktes ist ausschliesslich einem kräftigen, zum Teil unfreiwilligen Lageraufbau und einem wechselkursbedingten Rückgang der realen Importe zu verdanken.

Die Beschäftigungslage verbesserte sich weiter. Aufgrund einer starken Ausweitung der Nachfra-

ge nach Arbeitskräften sank die Arbeitslosenquote im März 1987 auf 6,6% (Höchststand 1982: 10,2%).

Trotz des deutlichen Rückganges des Importvolumens verringerte sich das nominale Handelsbilanzdefizit in den ersten drei Monaten des Jahres 1987 nur wenig. Ursache der geringen Reaktion der Handelsbilanz sind die höheren Dollarpreise der Importgüter, insbesondere des Erdöls. Im Monatsdurchschnitt betrug das Defizit 13,7 Mrd. Dollar gegenüber 14,8 Mrd. im vierten Quartal 1986.

Der Anstieg der Importgüterpreise bewirkte zudem eine Beschleunigung der Teuerung. Die Konsumentenpreise stiegen im ersten Quartal 1987 gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,3% (viertes Quartal 1986: 1,3%).

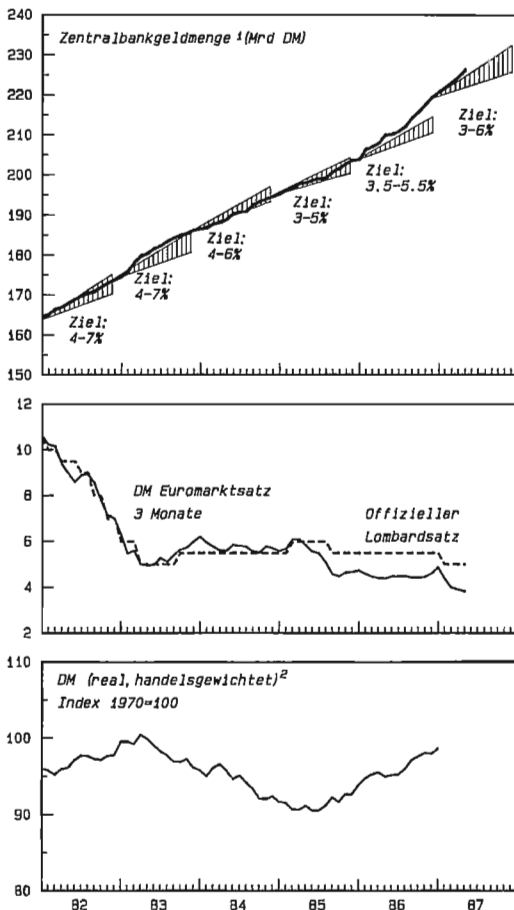
Auf ein Jahr hochgerechnet, nahmen die Geldmengenaggregate M_2 und M_3 im ersten Quartal 1987 gegenüber der Vorperiode um 5,1% und 5,4% zu und lagen damit etwas unterhalb des Zielbandes von 5,5–8,5%. Die entsprechende Veränderungsrate für M_1 betrug 10,3%. Im Vergleich zum Vorjahr verlangsamte sich das Wachstum aller drei Geldmengenaggregate.

Diese Entwicklung der Geldmengenaggregate deutet auf eine leichte Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik hin. Insbesondere seit Ende des ersten Quartals 1987 stiegen die Zinsen in den Vereinigten Staaten wieder an. Die Geschäftsbanken setzten Ende März die Prime Rate erstmals seit beinahe drei Jahren herauf. Nachdem das Federal Reserve Anfang Mai den Übergang zu einem etwas restriktiveren Kurs bestätigt hatte, wurde die Prime Rate erneut erhöht. Die Kapitalmarktsätze stiegen in den Monaten April und Mai um rund anderthalb Prozentpunkte.

Bundesrepublik Deutschland

Das reale Bruttosozialprodukt der Bundesrepublik Deutschland blieb im vierten Quartal 1986 gegenüber der Vorperiode nahezu unverändert. Im Jahresdurchschnitt 1986 wuchs es um 2,4% (Vorjahr: 2,5%). Der Grund für die Stagnation der

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Deutsche Bundesbank)
² Quelle: OECD

deutschen Wirtschaft im vierten Quartal 1986 liegt in einem erneuten Rückgang des realen Exportüberschusses. Während die realen Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen gegenüber dem Vorquartal zurückgingen, nahmen die Einfuhren zu. Auch im ersten Quartal 1987 zeichnete sich keine Wachstumsbelebung ab. Insbesondere ging die Industrieproduktion erneut zurück. Allerdings dürfte die Produktionseinbuße teilweise den ungünstigen Witterungsverhältnissen zuzuschreiben sein, da vor allem der Bausektor betroffen war.

Die realen Einfuhren nahmen im ersten Quartal 1987 gegenüber dem Vorjahr um 5%, die realen Ausfuhren um 1% zu. Infolge der Tieferbewertung des Dollars und des Erdölpreistrückgangs blieben die nominellen Exporte und Importe im ersten Quartal um 2,3% bzw. 7,7% hinter dem Vorjahresergebnis zurück. Der nominelle Handelsbilanzüberschuss erhöhte sich daher weiter, freilich mit einem deutlich abgeschwächten Wachstumstempo.

Die sich deutlich abzeichnende Konjunkturabflachung war mit einer leichten Zunahme der Arbeitslosenrate verbunden, nachdem diese während des ganzen Jahres 1986 abgenommen hatte. Sie erreichte im März 1987 8,9%, gegenüber 8,7% im Dezember 1986.

Der Rückgang der Konsumentenpreise begann sich Anfang 1987 zu verlangsamen. Im April lagen sie erstmals wieder über dem Vorjahresstand (+0,1%), während im Dezember 1986 der entsprechende Wert noch -1,1% betragen hatte.

Für das laufende Jahr kann mit ähnlichen Lohnzuwächsen wie für 1986 gerechnet werden, nämlich, je nach Wirtschaftssektor, mit 3 bis 4%. Die Lohnerhöhungen im öffentlichen Dienst wurden auf 3,4% festgelegt, und in der Metallindustrie wird ab April um 3,7% mehr Lohn gewährt.

Ende Februar gab die Regierung die Richtlinien der Steuerreform bekannt, die Anfang 1990 in Kraft treten wird. Im wesentlichen ist sie mit einer weiteren Steuersenkung für Unternehmen und private Haushalte verbunden. Gemäss der Vereinbarung am Louvre-Treffen vom 22. Februar wird eine erste Entlastung in Höhe von 5,2 Mrd. D-Mark auf den 1. Januar 1988 vorgezogen.

Obwohl die Zentralbankgeldmenge auf saisonbereinigter Basis im ersten Quartal 1987 weniger schnell expandierte als in der Vorperiode, entsprach der Anstieg bis Ende März dennoch einer Jahresrate von 7,25%. Das Wachstum lag damit weiterhin oberhalb des von der Deutschen Bundesbank auf 3 bis 6% festgelegten Zielkorridors. Die Jahreswachstumsraten der Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 betragen zwischen 7 und 7,5%.

Da die Rückbildung des inländischen und des ausländischen Auftragseingangs auch im ersten Quartal 1987 anhielt, kann kaum mit baldiger Erhöhung der Industrieproduktion gerechnet werden. Parallel zum Auftragseingang verschlechterte sich auch der vom Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo) berechnete Index für das Geschäftsklima. Für das Jahr 1987 rechnen die Wirtschaftsforschungsinstitute mit einer Teuerung von 0,5%. Angesichts der Entwicklungen im ersten Quartal 1987 nahmen die wichtigen deutschen Konjunkturforschungsinstitute eine Revision ihrer Wachstumsprognosen für 1987 nach unten vor. Sie sagen nun ein geschrumpftes reales Wachstum in der Grössenordnung von 1 bis 2% voraus.

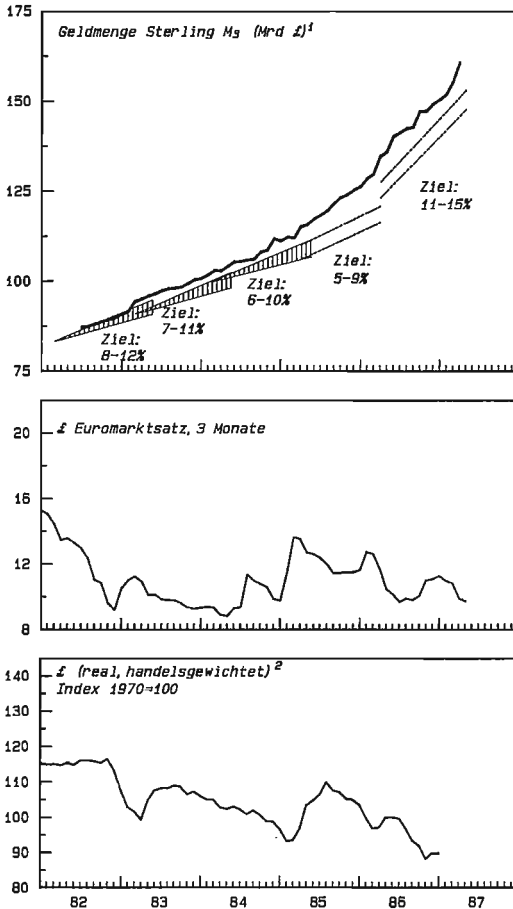
Grossbritannien

Die Wirtschaftslage hat sich in Grossbritannien seit Sommer 1986 verbessert. Im vierten Quartal 1986 wuchs das reale Bruttosozialprodukt um 3,3% gegenüber dem Vorjahr. Die wichtigsten Wachstumsstützen bildeten der private Konsum (+4,3%) und die Exporte von Gütern und Dienstleistungen (+7,6%).

Die verarbeitende Industrie verzeichnete im Januar 1987 einen Produktionsrückgang, der möglicherweise auf witterungsbedingte Versorgungsschwierigkeiten zurückzuführen ist. Im Februar dehnte sich die Produktion wieder stark aus und erreichte einen Zuwachs gegenüber der Vorjahresperiode um 3,8%.

Die Ergebnisse einer Umfrage der Confederation of British Industry zeugen von Optimismus. Die mittelfristigen Verkaufsaussichten sowohl in den Auslandsmärkten als auch im Inland werden als günstig beurteilt, und es sind Investitionen in hohem Umfange geplant. Allerdings wird befürchtet, dass sich die momentane Aufwertungs-tendenz des Pfundes fortsetzt und auf längere Sicht die im Jahre 1986 gewonnenen Konkurrenzvorteile auf den Exportmärkten gefährdet.

Die starken Auftriebskräfte im ersten Quartal 1987 schlugen sich auch in einer deutlichen Verbesserung der Bilanz der laufenden Transaktionen nieder. Es ergab sich ein Überschuss von

Grafik 5: Grossbritannien

¹ Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; 1986: April 1986 bis März 1987, Veränderungen gegenüber Vorjahresmonat (Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

665 Mio. Pfund gegenüber einem Defizit von 756 Mio. Pfund im vierten Quartal 1986. Eine Belebung zeichnete sich besonders in der Entwicklung der mengenmässigen Exporte ab, die gegenüber dem Vorjahr um 10% zunahm, während die Importe nur um 6% stiegen.

Nachdem sich die jährliche Teuerungsrate im vergangenen Juli bis auf 2,4% zurückgebildet hatte, erreichte sie in den Monaten Januar und

Februar 1987 3,9%. Dieser Wert ist allerdings noch immer geringer als die entsprechenden Vorjahreswerte, die über 5% betragen hatten.

Die Arbeitslosenrate war seit Mitte 1986 gesunken und belief sich im März 1987 auf 10,7%. Dies ist der tiefste Wert seit Mai 1983. Diese positive Entwicklung ist in erster Linie auf den Konjunkturaufschwung zurückzuführen; weiter dürften die Beschäftigungsprogramme der Regierung einen Einfluss auf den Rückgang der Arbeitslosen in den offiziellen Statistiken gehabt haben.

Das Budget für das Fiskaljahr 1987/88 basiert auf einem erwarteten realen Wachstum von 3% und einer Inflationsrate von 4%. Es enthält zwei Hauptpunkte: Erstens sind Steuerermässigungen im Umfang von rund 2,6 Mrd. Pfund geplant, die als wichtigstes Element die Reduktion des Basissteuersatzes für private Einkommen von 29 auf 27% enthalten, und zweitens soll das Defizit 4 Mrd. Pfund, und damit 1% des Bruttoinlandproduktes, nicht übersteigen. Die zweite Bedingung wurde schon von den im vergangenen Fiskaljahr erzielten Resultaten erfüllt, da die Ausgaben 1986/87 durch ein unerwartet hohes Steueraufkommen und bedeutende Erträge der öffentlichen Unternehmen besonders gut abgedeckt waren.

Zum ersten Mal seit 1980 wurde im laufenden Jahr kein Ziel für das Geldmengenaggregat $£M_3$ bekanntgegeben. Damit reagiert die britische Geldpolitik auf die mangelnde geldpolitische Aussagekraft dieses Aggregats. M_3 ist die einzige Geldmenge, für welche 1987/88 ein Ziel publiziert wurde, nämlich ein Wachstum zwischen 2% und 6%. Die seit 1984 festgelegten Zielwerte für M_3 wurden bisher regelmässig eingehalten.

Die Stabilisierung der Wechselkurse des Pfund Sterling bildet einen Schwerpunkt der britischen Geldpolitik. Ab Februar 1987 geriet die britische Währung unter Aufwertungsdruck – insbesondere gegenüber dem US-Dollar und der D-Mark. Die Bank von England tätigte daraufhin massive Devisenkäufe und wirkte auf eine Zinssenkung hin. Zwischen Anfang März und Anfang Mai nahmen die Banken ihre Ecksätze schrittweise von 11% auf 9% zurück.

Frankreich

Da die Nationale Buchhaltung Frankreichs zurzeit revidiert wird, stehen vom dritten Quartal 1986 an keine Zahlen für das Sozialprodukt zur Verfügung. Laut Schätzungen schwächte sich das wirtschaftliche Wachstum seit letztem Sommer etwas ab. Die Industrieproduktion stieg im Jahre 1986 gegenüber dem Vorjahr um 1% und erreichte damit erst wieder den Stand von 1980.

Die Jahreswende hat keine neuen Impulse gebracht. Als Folge der Kältewelle und des Eisenbahnerstreiks ging die Aktivität in zahlreichen Sektoren zurück. Gleichzeitig verschlechterte sich die Beschäftigungslage. Der Konsum der Haushalte scheint nur wenig zugenommen zu haben. Dies erklärt sich durch die Entwicklung der realen verfügbaren Einkommen der Haushalte, die infolge bescheidener Lohnerhöhungen, hoher Sozialabgaben sowie einer Beschleunigung der Inflation nicht mehr anstiegen.

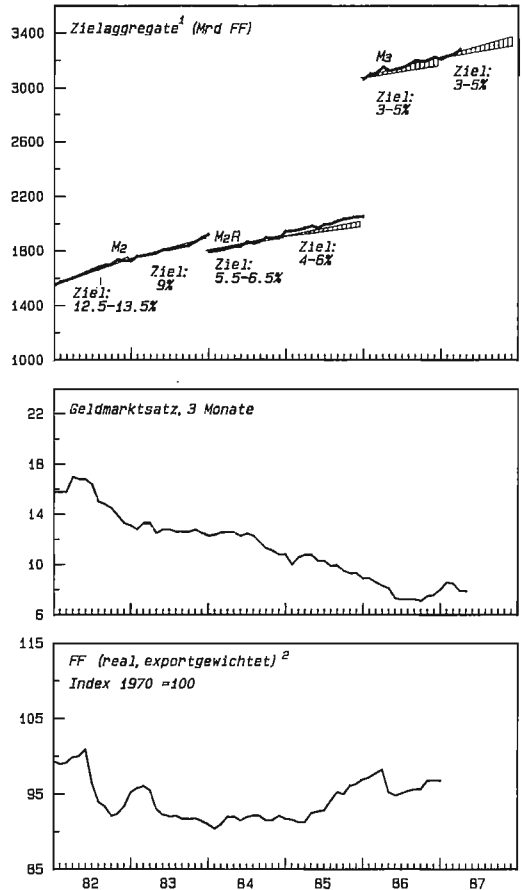
Im ersten Quartal 1987 verschlechterte sich die französische Handelsbilanz. Sie wies ein Defizit von saisonbereinigt 6,1 Mrd. französischen Franken aus, gegenüber Defiziten von 0,3 Mrd. im vierten und 2,1 Mrd. im ersten Quartal des Jahres 1986. Als Folge der tiefen Preise für Agrarprodukte setzte sich der Rückgang des Saldos im Bereich Landwirtschaft/Nahrungsmittel fort. Darüber hinaus verschlechterte sich auch der Handel mit Industriegütern.

Nachdem sich die Arbeitslosenrate gegen Mitte 1986 stabilisiert hatte, erhöhte sie sich ab Dezember wieder. Im März 1987 lag sie bei 11%, gegenüber 10,3% ein Jahr zuvor.

Das Budgetdefizit konnte 1986 den Zielen der Regierung entsprechend gesenkt werden. Es ging von 153,3 Mrd. französischen Franken auf 141,1 Mrd. zurück, was 2,9% des Bruttoinlandsproduktes entspricht, gegenüber 3,3% im Jahre 1985. Da die Fiskaleinnahmen höher ausfielen als erwartet, blieb der Negativsaldo um 4,3 Mrd. französische Franken unter dem Budgetentwurf von Ende 1985.

Im vergangenen Jahr verlangsamte sich das Geldmengenwachstum deutlich. Das Aggregat

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; M₂R=M₂ minus ausländische Bank-einlagen; Ziele 1985: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

M₃ erhöhte sich durchschnittlich um 4,6%, gegenüber 7% im Jahre 1985, und befand sich damit innerhalb der Bandbreite des von der Banque de France anvisierten Wachstums von 3 bis 5%. Zu Beginn des laufenden Jahres bewegte sich M₃ nahe der oberen Grenze des Zielbereiches für 1987.

Nachdem die französische Zentralbank ihren Interventionssatz im Dezember 1986 und Anfang

Januar 1987 erhöht hatte, reduzierte sie ihn am 10. März um einen Viertelpunkt auf 7,75%. Diese Massnahme war durch die Befestigung der französischen Währung und die Entspannung an der Zinsfront im Anschluss an das Ende Februar im Louvre geschlossene Übereinkommen möglich geworden.

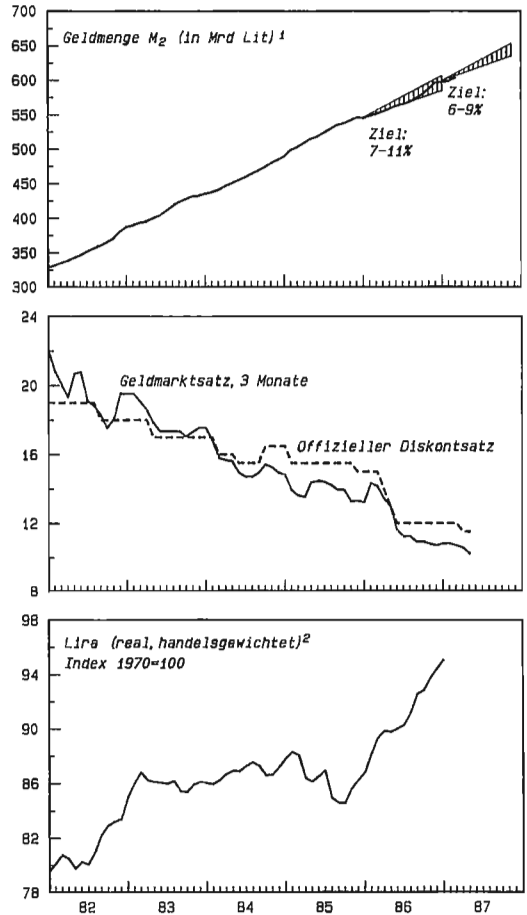
Italien

Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich im Jahre 1986 erwartungsgemäss um 2,7%. Der Zuwachs der Industrieproduktion lag in derselben Grössenordnung, nachdem er 1985 nur wenig mehr als 1% betragen hatte. Während der ersten Monate des Jahres 1987 behielt die italienische Konjunktur ihren Schwung bei. Im Januar wuchs die Industrieproduktion gegenüber dem Vorjahr um 3,8%, und gemäss den Indikatoren Elektrizitätsverbrauch und Auftragsbestand sollte sie sich auch in den Monaten Februar, März und April auf einem hohen Niveau halten können. Wie bereits im letzten Quartal des Jahres 1986 war die Inlandnachfrage – insbesondere der infolge gestiegener verfügbarer Einkommen belebte private Konsum – der Hauptmotor der Wirtschaftsbelebung.

Die Entwicklung der Wechselkurse – seit 1985 eine reale handelsgewichtete Aufwertung um 12% – und des Erdölpreises bewirkte im Jahre 1986 eine spürbare Verringerung des Handelsbilanzdefizites (3700 Mrd. Lire, gegenüber mehr als 23 000 Mrd. Lire ein Jahr zuvor). In den ersten Monaten des Jahres 1987 fiel der wertmässige Rückgang der Importe höher aus als derjenige der Exporte. So ergab sich für das erste Quartal 1987 ein Handelsbilanzdefizit von 3994 Mrd. Lire, ein Betrag in der Grössenordnung des Defizits für das ganze Jahr 1986.

Hauptsächlich begünstigt durch die bis Ende 1986 vorteilhafte Entwicklung der Weltmarktpreise und der Wechselkurse, verringerte sich die Inflationsrate während des ganzen Jahres 1986. Die Jahreststeuerung betrug im Dezember 4,3% gegenüber 6,1% im Jahresdurchschnitt 1986. Im Frühjahr 1987 kam der Teuerungsrückgang zum Stillstand. In den Monaten Februar bis April 1987 betrug die Jahreststeuerung 4,2%.

Grafik 7: Italien



¹ Saisonbereinigt; Ziel: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)

² Quelle: OECD

Das Wirtschaftswachstum war von einer Beschäftigungserhöhung um 0,6% begleitet, die allerdings nicht ausreichte, um die Situation auf dem Arbeitsmarkt zu verbessern. Die Arbeitslosenrate, die 1985 10,1% betragen hatte, kletterte weiter auf 11% im Jahresdurchschnitt 1986. Im Januar 1987 betrug sie 11,9%.

Zwar blieben die öffentlichen Finanzen angespannt, doch lag das Defizit für 1986 innerhalb der anvisierten Grenze. Es belief sich auf 110 000 Mrd. Lire, was einer Verbesserung gegenüber 1985 um rund 3% entspricht.

Nach der starken Ausweitung des Geldmengenaggregates M_2 bis Jahresende verlangsamte sich dessen Wachstum wieder und pendelte sich in den ersten beiden Monaten des Jahres 1987 innerhalb der gewählten Bandbreite von 6 bis 9% ein.

Gemeinsam mit der Teuerungsrate sind die Zinssätze zurückgegangen. Zwischen Oktober 1986 und April 1987 haben die Zinssätze der öffentlichen Anleihen nur um 0,5% abgenommen, gegenüber einem Rückgang um über 2% während der sechs vorangegangenen Monate. Im März senkte die italienische Notenbank den seit Mai 1986 unveränderten Diskontsatz von 12% auf 11,5%. Um einer nach dem Abklingen der Wechselkurspekulationen innerhalb des EWS drohenden übertriebenen Fremdwährungsverschuldung zuvorzukommen, wurde im März eine Reservepflicht auf die Zunahme von Fremdwährungsschulden eingeführt.

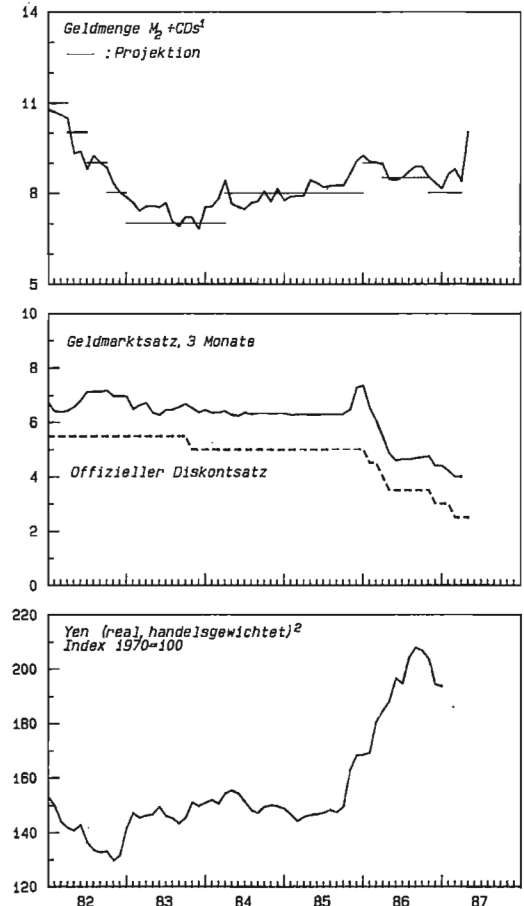
Japan

In den letzten drei Monaten des Jahres 1986 erhöhte sich das reale Bruttosozialprodukt gegenüber dem vorangegangenen Quartal um 0,8% und um 2,0% gegenüber dem Vorjahresquartal. Für das ganze Jahr 1986 ergab sich eine Ausweitung um 2,5%, gegenüber 4,7% im Jahre 1985; dies ist das schwächste Wachstum seit 1974. Infolge der anhaltenden Aufwertung des Yen erlahmten die Impulse des Aussenhandels allmählich. Die Binnennachfrage vermochte den Ausfall nicht zu kompensieren.

Die im dritten Quartal 1986 beobachtete Belebung des privaten Konsums fand im Laufe des vierten Quartals keine Fortsetzung. Insbesondere infolge der niedrigen Gratifikationszahlungen am Jahresende gingen die Ausgaben der privaten Haushalte im Vergleich zum Vorquartal um 0,7% zurück. Andererseits stimulierten die um 14,4% erhöhten öffentlichen Konsumausgaben das Wirtschaftswachstum. Die Investitionen, sowohl die privaten als auch die öffentlichen, zogen leicht an.

Die neuesten Indikatoren deuten auf ein gedämpftes Wirtschaftswachstum im Jahre 1987

Grafik 8: Japan



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode; die Projektionen werden quartalsweise festgelegt.
(Quelle: Bank of Japan)

² Quelle: OECD

hin. Die Industrieproduktion wächst weiter an, allerdings in bescheidenem Masse. Im ersten Quartal 1987 lag sie um 0,4% höher als in der Vorjahresperiode. Der Index der vorlaufenden Indikatoren stieg nach wie vor, aber mit verminderter Wachstumsrate. Insbesondere blieb die Anzahl neuer Wohnungsbauvorhaben hoch.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich weiter verschlechtert. Vor allem im verarbeitenden Gewerbe, das sich nach wie vor um eine Anpassung an die veränderten Wechselkursverhältnis-

se bemüht, kam es zu Entlassungen. Im Januar 1987 betrug die Arbeitslosenrate 3,0%, was den höchsten Wert seit der Publikation dieser Masszahl im Jahre 1953 darstellt. Betroffen sind vor allem die 15- bis 24-jährigen, die zu 5,6% stellenlos sind.

Trotz stagnierender realer Exporte und steigender Importe erreichte die japanische Handelsbilanz im ersten Quartal 1987, in US-Dollar gemessen, einen Rekordüberschuss von 27,2 Mrd. Der erneute Anstieg beruht auf der Verbesserung der «terms of trade». Der Überschuss der Bilanz der laufenden Transaktionen betrug 24,5 Mrd. US-Dollar; sein Zuwachs war mit +0,2 Mrd. US-Dollar weniger ausgeprägt als in den vorangegangenen Quartalen.

Anfang 1987 beschleunigte sich der Preisrück-

gang. Im Februar lagen die Konsumentenpreise 1,5% unter dem Niveau des Vorjahres, nachdem sie sich im vierten Quartal des Jahres 1986 um 0,3% zurückgebildet hatten.

Die Geldmenge $M_2 + CD$ übertraf im ersten Quartal 1987 ihren Vorjahresstand um 8,8%, während die Projektion der Bank von Japan eine Zunahme von 8% anvisiert hatte. Gegenüber dem Vorquartal ergab sich saisonbereinigt ein deutlicher Anstieg (Jahresrate: 10,1%). Mit dieser Politik reagierten die Währungsbehörden auf die unbefriedigende Konjunktur und die andauernde Aufwertung des Yen. Angesichts der grosszügigen Liquiditätsversorgung und der sogar etwas unter Null gesunkenen Inflationsrate sind sowohl die kurzfristigen wie die langfristigen Zinssätze weiterhin gefallen.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986a)	1985		1986a)				1987a)	
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	6,4	2,7	2,5	1,9	2,1	2,5	3,1	2,6	2,3	2,1	2,2
BRD	3,0	2,5	2,4	3,7	3,5	2,2	1,7	3,3	2,1	2,4	2,4
Grossbritannien b)	3,0	3,4	2,6	4,5	3,6	2,7	2,4	2,0	2,7	3,4	3,6
Frankreich b)	1,5	1,3	2,0	1,3	1,5	2,1	2,3	2,7	–	–	–
Italien b)	3,5	2,8	2,7	3,3	2,0	3,0	1,9	3,4	3,3	2,4	–
Japan	5,0	4,5	2,5	4,7	4,8	4,0	3,0	2,5	2,4	2,0	–
Schweiz b)	1,8	4,0	2,8	4,1	3,8	4,2	2,0	2,7	3,2	3,2	–

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1986		1987		1987			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	Dez.	Jan.	Febr.	März	April
USA	4,3	3,5	1,9	1,6	1,3	2,2	1,1	1,4	2,2	3,0	–
BRD	2,4	2,2	–0,1	–0,5	–1,1	–0,5	–1,1	–0,8	–0,5	–0,2	0,1
Grossbritannien	5,0	6,1	3,4	2,6	3,4	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	4,2
Frankreich	7,4	5,8	2,7	2,1	2,1	3,3	2,1	3,0	3,4	3,3	3,5
Italien	10,8	8,6	6,1	5,9	4,7	4,3	4,3	4,5	4,2	4,2	4,2
Japan	2,2	2,1	0,6	0,3	–0,3	–1,3	–0,3	–1,1	–1,5	–1,2	–0,2
Schweiz	2,9	3,4	0,8	0,6	0,1	0,9	0,0	0,7	1,0	1,0	1,2

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1984	1985	1986	1986		1987		1987			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	Dez.	Jan.	Febr.	März	April
USA	7,5	7,1	6,9	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,3
BRD	9,1	9,3	9,0	8,8	8,7	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9
Grossbritannien b), d)	10,9	11,1	11,4	11,5	11,2	10,9	11,1	11,1	10,9	10,8	10,7
Frankreich b), d)	9,9	10,3	10,5	10,6	10,7	11,0	10,7	10,9	11,0	11,1	11,1
Italien b)	10,4	10,6	11,3	10,9c)	11,7c)	11,5c)	–	11,5	–	–	–
Japan	2,7	2,6	2,8	2,9	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9	3,0
Schweiz	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

b) ausgenommen Schulabgänger c) erster Monat des Quartals d) Berechnungen der OECD

1.4 Bilanz der laufenden Transaktionen (Ertragsbilanz; Saldo in Mrd. US-Dollar, saisonbereinigt)

	1984	1985	1986a)	1985		1986a)				1987a)	
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	– 106,5	– 117,7	– 141,8	– 27,7	– 28,5	– 33,7	– 34,0	– 34,7	– 36,3	– 36,8	–
BRD	7,1	13,7	37,6	3,1	4,4	0,7	7,9	8,1	11,3	9,5	11,5
Grossbritannien	2,1	4,6	– 1,3	1,8	1,6	0,9	1,0	– 0,1	– 1,4	– 1,1	1,0
Frankreich	– 0,8	0,2	3,5	0,3	0,0	0,6	1,1	0,3	1,2	0,9	0,3
Italien b)	– 4,2	– 3,6	–	0,7	1,3	– 2,2	– 2,1	0,2	–	–	–
Japan	34,8	49,2	85,8	12,2	11,7	15,6	15,9	21,6	23,8	24,3	24,5
Schweiz b)	4,4	5,5	7,4	1,1	1,1	1,6	2,2	1,6	1,4	2,2	–

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) lag im vierten Quartal 1986 wie schon in den vorangegangenen drei Monaten um 3,2% über dem Vorjahresstand. Im ersten Quartal 1987 flachte sich das Wachstum in der Schweiz etwas ab. In den kommenden Monaten ist jedoch gemäss den Prognosen der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) und der Basler Arbeitsgruppe für Konjunkturforschung (BAK) kaum mit einer eigentlichen Rezession zu rechnen.

Das Jahreswachstum des realen privaten Konsums betrug im vierten Quartal 1986 noch 2,3% (Vorquartal 3%). Auf saisonbereinigter Basis verharrte dieser auf dem Niveau des Vorquartals. Die Stagnation dürfte jedoch vorübergehender Natur sein, da wichtige Indikatoren wie die realen Kleinhandelsumsätze und die realen Konsumgüterimporte im ersten Quartal 1987 deutlich nach oben tendierten. Die Anlageinvestitionen erhöhten sich vom vierten Quartal 1985 zum vierten Quartal 1986 vergleichsweise stark und trugen von allen Nachfragekomponenten erneut am stärksten zum BIP-Wachstum bei. Dabei stand einer leichten Beschleunigung der Bauinvestitionen eine geringfügige Verlangsamung der Ausrüstungsinvestitionen gegenüber; mit rund 15% war ihr Zuwachs aber nach wie vor bedeutend. Gemäss der Investitionsumfrage der KOF im Frühjahr 1987 kann mit einer Fortsetzung der lebhaften Investitionstätigkeit gerechnet werden. Die Wachstumsimpulse der Exportnachfrage schwächten sich dagegen weiter ab, und die realen Ausfuhren überschritten im vierten Quartal den Vorjahresstand nur noch knapp; gegenüber dem Vorquartal nahmen sie auf saisonbereinigter Basis sogar ab. Die weitere Entwicklung weist in Richtung einer erneuten Abschwächung.

Die industrielle Produktion stieg von Anfang 1983 bis zum dritten Quartal 1986 und bildet sich seither tendenziell zurück. Die Auslastung der Produktionskapazitäten begann bereits im dritten Quartal 1986 wieder zu sinken. Die steigenden Lager in der Industrie – sie gelten als etwas zu hoch – deuten darauf hin, dass die Unterneh-

men versuchten, die Umsatzflaute teilweise über eine Produktion auf Lager aufzufangen. Insbesondere auf den Auslandmärkten wurden auch Preiskonzessionen gewährt. Die Abflachung der schweizerischen Konjunktur wirkte sich auch auf das Einfuhrvolumen aus, dessen Dynamik in den vergangenen Monaten ebenfalls nachliess. Als Folge der Dollarschwäche dürfte sich aber die Nachfrage nach importierten Gütern auf Kosten inländischer Erzeugnisse erhöht haben.

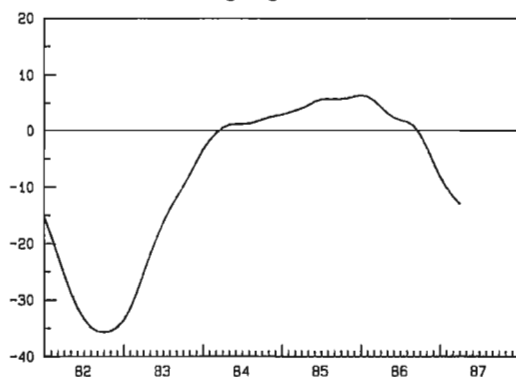
Die monetären Rahmenbedingungen blieben in der Schweiz im ersten Quartal 1987 grundsätzlich unverändert. Die bereinigte Notenbankgeldmenge entwickelte sich erwartungsgemäss; sie lag um 3,2% über dem Vorjahresniveau. Die Zinssätze am Geldmarkt blieben in den ersten vier Monaten 1987 stabil. Der Quartalsultimo Ende März konnte nach einer vorübergehenden leichten Zinsversteifung problemlos abgewickelt werden. Auch die Kapitalmarktsätze veränderten sich kaum.

Hingegen beschleunigte sich der Preisaufrieb im ersten Quartal. Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuersatzrate erhöhte sich von 0,5% im vierten Quartal 1986 auf 0,9% im ersten Quartal 1987; im April betrug sie 1,1%. Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass die Preise für Auslandgüter nur noch um 3,2% unter dem Vorjahresstand lagen (Vorquartal -5,3%). Die Grosshandelspreise lagen im ersten Quartal 1987 zwar noch um 3,4% unter dem Vorjahresstand; sie stiegen hingegen im März gegenüber dem Vormonat erstmals seit Oktober 1985.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

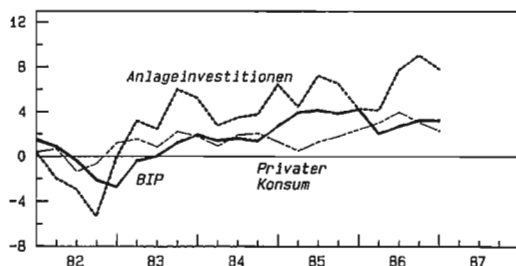
Das reale Bruttoinlandprodukt lag im vierten Quartal 1986 – wie schon im Vorquartal – um 3,2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Im ersten Quartal 1987 verlangsamte sich das Wachstum des Bruttoinlandprodukts; auf saisonbereinigter Basis stieg es gegenüber dem Vorquartal um 0,8%.

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

¹ Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrößen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikateler – zusammensetzt.

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Gemäss dem Indikator «Geschäftsgang» der Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF) verschlechterte sich das Konjunkturklima in der Industrie Ende 1986 deutlich. Insbesondere in den stark exportabhängigen Branchen wurde die konjunkturelle Entwicklung vergleichsweise pessimistisch eingeschätzt. So galt der Auftragsbestand, bezogen auf die Produktionskapazität, als unbefriedigend, und die Lager wurden als zu hoch angesehen. Die vorwiegend auf den Binnenmarkt ausgerichteten Industriezweige stuften hingegen ihre wirtschaftliche Lage wegen der nach wie vor regen Konsum- und Investitionsgüternachfrage als zufriedenstellend ein.

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

Die industrielle Produktion ging nach einer ungewöhnlich starken Zunahme im dritten Quartal 1986 in den folgenden drei Monaten wieder deutlich zurück; im Vorjahresvergleich betrug das Wachstum noch 2,9%. Das Abflauen der Auftriebstendenzen spiegelte sich auch in einem fortgesetzten Rückgang der Kapazitätsauslastung; sie belief sich auf 85,8% im ersten Quartal 1987. Damit lag sie deutlich unter dem im zweiten Quartal 1986 erzielten Wert von 87,1%, der den Höchststand im gegenwärtigen Konjunkturzyklus markieren dürfte. Im selben Zeitraum bildete sich auch der Anteil der Überstunden an der gesamthaft geleisteten Arbeitszeit von 2,2% auf 1,8% zurück.

Die Auftragseingänge lagen im vierten Quartal 1986 nur noch um 1% über dem Vorjahreswert. Dabei wiesen die Branchen Holz, Leder/Kautschuk/Kunststoff, Chemie sowie die Metall- und Maschinenindustrie rückläufige Bestellungseingänge auf. Nach der KOF-Konjunkturumfrage hielt die verhaltene Auftragsentwicklung auch in den ersten beiden Monaten 1987 an. Im März setzte eine leichte Erholung ein, welche die Unternehmungen zu einer etwas optimistischeren Beurteilung der künftigen Auftragsentwicklung veranlasste.

Privater Konsum

Die realen privaten Konsumausgaben übertrafen im vierten Quartal 1986 ihren Vorjahreswert um 2,3%, nachdem die entsprechende Zuwachsrate im zweiten Quartal 1986 noch 4% betragen hatte. Auf saisonbereinigter Basis stagnierte der Konsum auf dem Niveau des Vorquartals. Es dürfte sich dabei allerdings um eine vorübergehende Entwicklung handeln. Verschiedene Indikatoren wie die saisonbereinigten realen Kleinhandelsumsätze und Konsumgüterimporte tendierten nämlich im ersten Quartal 1987 deutlich nach oben. Zudem fiel die Konsumentenumfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BfK) im Januar günstig aus. Die Haushalte stuften ihre finanzielle Lage erneut sehr positiv ein, und die Arbeitsplatzsicherheit gilt als hoch. Vergleichsweise viele Haushalte planen daher in den kommenden Monaten grössere Anschaffungen. Auch der Detailhandel schätzt gemäss der De-

tailhandelsumfrage der KOF die Umsatzerwartungen in den kommenden Monaten optimistisch ein.

Im ersten Quartal 1987 lag die Zahl der Logiernächte in Hotelbetrieben um 3% unter dem Vorjahreswert. Die Nachfrage aus dem Inland stieg dabei um 2,5%, während sich diejenige aus dem Ausland um 7% zurückbildete. Die insgesamt eher enttäuschende Entwicklung dürfte allerdings zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass die Osterfeiertage im Jahre 1987 auf den April und nicht wie im Vorjahr auf den März fielen.

Investitionen

Die Zunahme der Anlageinvestitionen war im vierten Quartal 1986 mit einem Jahreswachstum von 7,8% weiterhin hoch (Vorquartal 9,1%). Daran waren die Ausrüstungsinvestitionen mit einer Steigerung von 14,6% und die Bauinvestitionen mit einer solchen von 3,9% beteiligt. Im Laufe des Jahres 1986 beschleunigte sich das Wachstum der Bauinvestitionen tendenziell.

In der Bauwirtschaft lag der Auftragseingang im vierten Quartal um 6,5% über dem Vorjahresstand; dies führte zu einer starken Zunahme der ausstehenden Bauvorhaben (12,5%). Im gewerblich-industriellen Sektor erfolgte der Anstieg gleichmässig; der Auftragseingang für Wohnbauten hingegen wies nur im vierten Quartal einen Zuwachs gegenüber dem Vorjahreswert auf (10%).

Die mengenmässige Entwicklung der Investitionsgüterimporte deutet für das erste Quartal 1987 auf eine Abflachung hin. Gemäss der von der KOF durchgeführten Umfrage rechnete jedoch die Industrie im Jahre 1987 immer noch mit einem markanten Zuwachs der Investitionen.

Aussenhandel und Bilanz der laufenden Transaktionen

Nach einem deutlichen Rückgang des Aussenhandelsvolumens im Herbst 1986 verliefen die Export- und Importentwicklung im ersten Quartal 1987 unterschiedlich. Dagegen blieben die Ein- und die Ausfuhrpreise weiterhin rückläufig.

Die realen Ausfuhren lagen zwar um 2,9% über dem Vorjahresstand. Diese Wachstumsbeschleunigung jedoch basiert auf Kalendergründen. Im Unterschied zum Vorjahr fielen die Osterfeiertage 1987 in das zweite Quartal. Das erste Quartal hatte dadurch nicht nur 60, sondern 62 Handelstage, was einer Differenz von 3,3% entspricht. Die Ausfuhr von Investitionsgütern nahm wiederum zu; gefolgt von den Rohstoffen und Halbfabrikaten. Die Konsumgüterexporte gingen weiterhin zurück.

Die Metallindustrie sowie die Nahrungs- und Genussmittelindustrie verzeichneten überdurchschnittliche Zuwachsraten ihrer mengenmässigen Exporte. Aufgrund des anhaltenden Dollarzfalls im Laufe des Jahres 1986 gingen die nominalen Exporte in die Vereinigten Staaten

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1986	1985		1986			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real	7,3	3,6	8,7	14,5	10,4	13,8	13,1	17,3	21,7	5,7
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	7,2	-6,4	-15,0	3,2	11,8	-22,8	-4,0	16,4	-2,2	9,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	-0,3	13,6	1,3	8,9	-5,7	-10,1
Geplante industrielle Bauten ¹	17,4	-8,0	34,4	21,8	-7,7	96,4	29,5	20,6	99,4	-27,1
Raumvolumen	11,8	31,5	12,6	5,2	2,2	16,5	12,9	-3,7	24,7	-10,6

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1986a)	1985					1987a)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Reale Ausfuhr	0,0	6,4	9,1	2,1	6,4	0,9	3,3	4,4	0,8	2,9
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	6,5	9,8	7,9	0,8	4,1	-0,4	3,0	0,3	0,4	3,9
Investitionsgüter	-4,0	3,1	10,7	6,5	10,4	5,7	7,3	11,3	4,4	5,7
Konsumgüter	-2,7	6,4	8,8	-1,7	4,3	-2,5	-1,1	1,4	-3,3	-1,7
Ausfuhrpreise	2,4	4,5	1,9	-0,7	0,8	0,4	1,0	-1,7	-3,2	-3,5
Reale Einfuhr	4,8	7,3	5,2	8,2	4,5	6,1	11,9	11,4	3,5	7,0
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	4,9	10,1	7,6	3,7	4,6	0,8	6,7	5,8	1,4	4,5
Investitionsgüter	7,3	3,6	8,7	14,5	13,7	13,1	17,3	21,7	5,8	2,9
Konsumgüter	1,0	9,6	2,5	9,0	0,8	5,4	14,7	12,7	3,8	12,1
Einfuhrpreise	-0,8	4,0	4,7	-9,4	0,9	-6,0	-10,1	-11,6	-9,4	-8,6

a) provisorische Werte

¹ Alle Angaben beziehen sich auf Index II, der Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten ausschliesst

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Tabelle 4: Die laufenden Transaktionen mit dem Ausland¹ (Ertragsbilanz)

	1983	1984	1985a)	1986*)	1985a)					1987*)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Warenexporte	55,0	55,8	69,1	69,2	18,6	16,6	18,1	16,5	18,0	16,5
Spezialhandel	52,7	53,7	66,6	67,0	18,0	16,0	17,5	16,0	17,5	16,0
Übrige Warenexporte ²	2,3	2,1	2,4	2,2	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Dienstleistungsexporte	14,6	16,0	20,0	20,4	4,1	5,5	4,9	6,0	4,0	5,2
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	24,3	23,4	28,7	28,4	6,9	7,2	7,1	7,2	7,0	7,2
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	1,7	2,0	2,5	2,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total Einnahmen	95,5	97,2	120,2	120,8	30,2	30,0	30,8	30,4	29,7	29,6
Warenimporte	60,7	63,6	77,8	76,3	19,9	19,1	20,0	18,4	18,9	18,7
Spezialhandel	58,1	61,1	74,8	73,5	19,0	18,3	19,2	17,8	18,1	18,0
Übrige Warenimporte ²	2,6	2,6	3,0	2,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7
Dienstleistungsimporte	8,0	8,2	10,2	10,5	2,0	1,6	2,7	4,1	2,1	1,6
Faktoreinkommen an das Ausland ³	15,1	13,4	15,0	15,9	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,3
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,7	3,9	4,5	4,8	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2	1,2
Total Ausgaben	87,5	89,1	107,4	107,5	26,8	25,6	27,9	27,8	26,2	25,7
Saldo der laufenden Transaktionen	8,0	8,1	12,8	13,3	3,4	4,3	2,9	2,6	3,5	3,9

a) provisorisch

*) vorläufige Schätzung

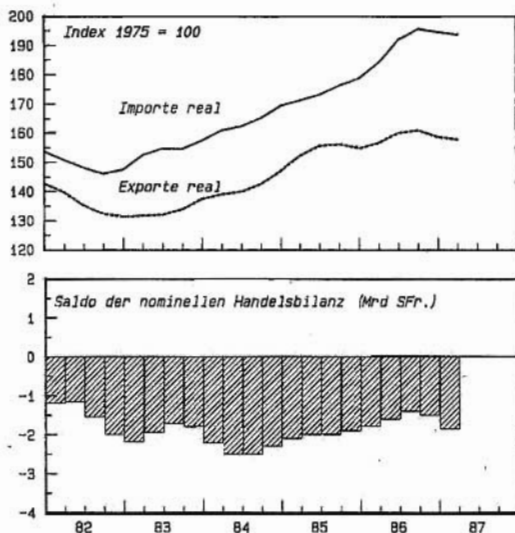
¹ In Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen² inklusive elektrische Energie³ Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfagen

laufend zurück, während die nominalen Exporte in die Nachbarstaaten zum Teil zunahmen. Als Folge davon fiel der Anteil der Exporte in die Vereinigten Staaten vom zweiten Rang auf den

vierten Rang zurück (nach der BRD, Frankreich und Italien).

Die Jahreszuwachsrate der realen Einfuhr be-

Grafik 11: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

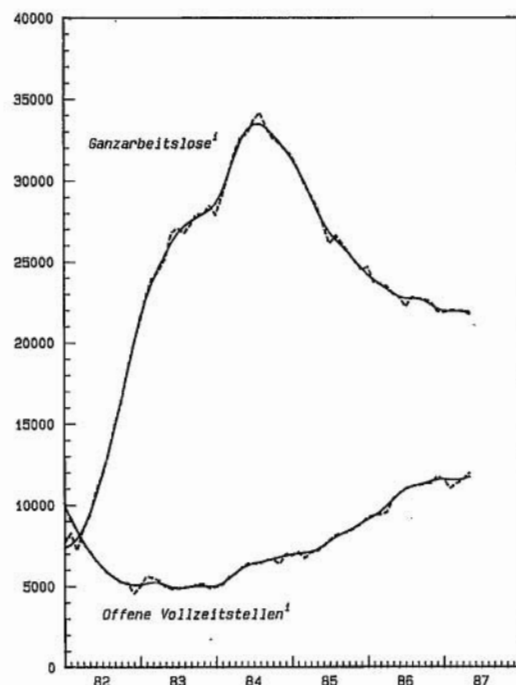
trug im ersten Quartal 7%. Rund die Hälfte der Zuwachsrate ist auf die zusätzlichen Handelstage zurückzuführen. Während sich eine Wachstumsverlangsamung der Investitionsgüterimporte im Laufe des Jahres 1986 abzeichnete und sich im ersten Quartal 1987 fortsetzte, setzte bei der Konsumgüterimporte ein neuer Wachstumsschub ein (12,1%). Der Rückgang der Einfuhrpreise im Vorjahresvergleich blieb mit 8,6% weiterhin beachtlich hoch.

Die Bilanz der laufenden Transaktionen mit dem Ausland (Ertragsbilanz) schloss im ersten Quartal 1987 mit einem Aktivüberschuss von 3,9 Mrd. Franken ab, gegenüber einem positiven Saldo von 4,3 Mrd. im Vorjahresquartal und 3,5 Mrd. im Vorquartal. Während sich das Defizit im Warenverkehr gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,3 Mrd. verminderte, sank der traditionelle Überschuss der Dienstleistungsbilanz (Fremdenverkehr, Bankkommissionen) von 3,9 Mrd. im ersten Quartal 1986 auf 3,6 Mrd. Bei den Faktoreinkommen drückten der rückläufige Zinstrend und die höheren Einkommen, die an ausländische Grenzgänger bezahlt wurden, den Überschuss von 3,3 Mrd. im Vorjahresquartal auf 2,9 Mrd. im ersten Quartal 1987.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung lag im ersten Quartal 1987 um 1,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Wie schon im vierten Quartal 1986 war die Zunahme der Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor (+1,7%) grösser als im Industriesektor (+0,8%) und bei den Frauen (+1,6%) höher als bei den Männern (1,1%).

Obwohl die Beschäftigung im Vorjahresvergleich somit stärker stieg als im Durchschnitt des Jahres 1986 (+1,0%), gab es Anzeichen einer allmählichen Abschwächung des Wachstums. Gemäss der quartalsweise durchgeführten Umfrage der KOF-ETH nahmen die geleisteten Überstunden in der Industrie sowohl gegenüber dem Vorquartal als auch dem Vorjahr ab, wobei der Rückgang bei den exportorientierten Unternehmungen überdurchschnittlich stark ausfiel.

Grafik 12: Arbeitsmarkt

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1983	1984	1985	1986	1986		1987				
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
Index der Beschäftigten ¹	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,0	1,2	1,3	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Ganzarbeitslose ³	26 288	32 061	27 025	22 770	19 876	22 114	25 209	26 583	25 444	23 601	22 451
Kurzarbeiter ³	48 930	11 231	2 133	-	1 121	3 678	4 530	-	4 204	5 045	4 595
Offene Vollzeitstellen ³	5 084	6 269	7 898	10 734	11 797	10 815	11 035	9 990	11 181	11 935	12 182

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

² Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1980 (3 091 694 Erwerbspersonen)

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

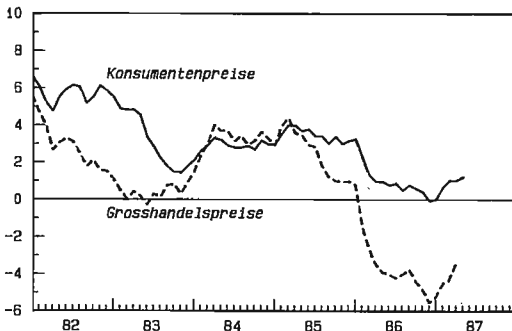
Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

Am Arbeitsmarkt bildete sich die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen im ersten Quartal weiter zurück. Die Arbeitslosenquote betrug durchschnittlich 0,8%. Gleichzeitig stiegen die beim öffentlichen Arbeitsnachweis offenen Stellen leicht an.

Preise und Löhne

Im ersten Quartal 1987 betrug die Jahresteuierung der Konsumentenpreise 0,9%. Die Teuerung der Inlandgüter betrug 2,5%, während sich die Auslandgüter um 3,2% verbilligten.

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Die Grosshandelspreise sanken in der gleichen Periode um 4,1%. Dieser Wert setzt sich aus einem Rückgang des Teilindex Importwaren von 10,1% und einem von 1,7% bei den Inlandwaren zusammen. Die rückläufige Tendenz des Grosshandelsindex hält seit dem Beginn des Jahres 1986 an. Im Laufe des ersten Quartals 1987 schwächte sie sich ab; dies zeigt sich am deutlichsten in der Jahreswachstumsrate des Teilindex Energieträger und Hilfsstoffe, welche im Januar -10,3% und im März jedoch nur noch -8,7% betrug.

Die Löhne lagen im ersten Quartal 1987 um 2,0% über ihrem Vorjahresstand. Gemessen am Konsumentenpreisindex erab sich so ein Reallohnzuwachs von etwas über 1%.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge wuchs zwischen den Monaten Januar und April verglichen mit der entsprechenden Vorjahresperiode um durchschnittlich 3,1%. Das Ergebnis lag damit etwas über der für das Jahr 1987 angestrebten durchschnittlichen Wachstumsrate von 2%. Die Abweichung vom jahresdurchschnittlichen Geldmengenziel von 2% erklärt sich aus der Entwicklung des Notenumlaufs. Bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses für 1987 berücksichtigte

Tabelle 6: Die bereinigte Notenbankgeldmenge (BNBGM) und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1986 1. Q.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2. Q.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3. Q.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4. Q.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1. Q.	24 639	3,0	8406	4,1	464	32 582	3,2
1987 Januar	25 133	3,8	8478	- 1,0	285	33 326	3,9
1987 Februar	24 336	2,8	8181	5,2	430	32 087	2,7
1987 März	24 448	2,3	8560	8,0	676	32 332	3,0
1987 April	24 525	3,1	8705	9,7	1004	32 226	2,4

¹ Durchschnitt aus Monatswerten, in Mio. Franken

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsdaten

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

die Nationalbank die Tatsache, dass der Notenumlauf gegen Ende von geraden Jahren aus Gründen der Steuerveranlagung jeweils steigt und am Anfang von ungeraden Jahren noch verhältnismässig hoch bleibt.

Die Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 nahmen im ersten Quartal 1987 gegenüber dem

Vorjahr um 5,6%, 10% bzw. 8,5% zu. Im März erhöhten sich als Folge einer starken Zunahme der inländischen Termineinlagen in Schweizer Franken die Zuwachsraten von M_2 und M_3 auf 12,5% bzw. 9,7%. Die voraussichtlich vorübergehende Wachstumsbeschleunigung dürfte auf die Senkung der Vergütungen auf Kassenobligationen zu Beginn des Monats Februar zurückzuführen sein, welche die entsprechenden Vermögensschichtungen bewirkte.

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M_1	M_2	M_3
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 ^r	2,6	5,6	6,2
1985 ^r	0,1	7,3	4,8
1986 ²	4,6	6,3	6,9
1986 1. Q. ²	4,1	4,7	5,7
1986 2. Q. ²	5,0	4,9	6,3
1986 3. Q. ²	4,9	7,8	7,7
1986 4. Q. ²	4,5	7,7	7,9
1987 1. Q. ²	5,6	10,0	8,5
1987 Januar ²	5,5	8,6	7,9
1987 Februar ²	5,2	8,9	8,0
1987 März ²	6,2	12,5	9,7

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsdaten; bis 1985 ohne Fürstentum Liechtenstein, ab 1986 mit Fürstentum Liechtenstein.

^r revidiert

² provisorisch

M_1 = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

M_2 = M_1 + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M_3 = M_2 + Spareinlagen

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Zinssätze am Geldmarkt bildeten sich in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres tendenziell leicht zurück. Diese Entwicklung wurde nur vereinzelt durch vorübergehende, hauptsächlich ultimobedingte Zinsanstiege unterbrochen. Gemessen am Zinssatz für dreimonatige Eurofrankenanlagen lag das Zinsniveau im Durchschnitt der Monate Januar bis April mit 3,7% leicht unter dem Stand des Schlussquartals des letzten Jahres (4%). Die Grossbanken reduzierten Anfang Jahr ihre Zinssätze auf Festgeldern um ¼ Prozentpunkt auf 3¼%. Für Laufzeiten von 3–8 Monaten erfolgte dann Anfang Februar eine weitere Reduktion auf 3%, die aber einen Monat später wieder rückgängig gemacht wurde.

Die Nationalbank setzte ihre im Sommer 1986 eingeleitete flexiblere Ultimopolitik fort. An den Monatsenden lagen die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank im Durchschnitt der Monate Januar bis April um 5,6%, im Monatsmittel jedoch nur um 5,4% über dem Vorjahreswert. Die Giroguthaben betragen durchschnittlich 8,5 Mrd. Franken und stiegen am Quartalsultimo, dessen Abwicklung reibungslos verlief, auf 12,5 Mrd. Franken (Vorjahr 11,7 Mrd.).

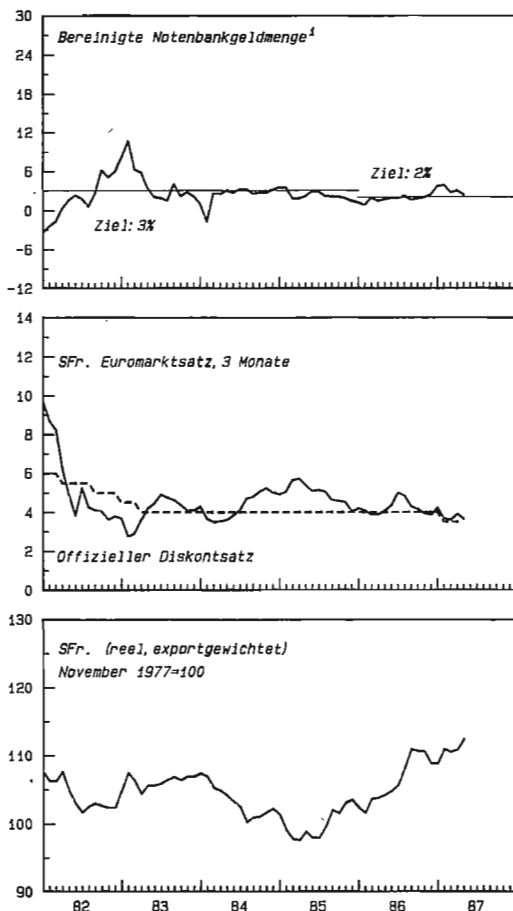
Die von der Nationalbank am 23. Januar 1987 vorgenommene Senkung des Diskont- und Lombardsatzes trug dazu bei, dass sich die Zusammensetzung der Refinanzierungskredite zu Lasten der Swaps veränderte. Der Anteil der Diskontkredite und Lombardvorschüsse an den Refinanzierungskrediten, der im Januar 1987 bis auf 2,8% gesunken war, betrug im Mittel der Monate Februar bis April 6,2%.

Devisenmarkt

Der Kursrückgang des amerikanischen Dollars gegenüber dem Schweizer Franken hielt auch im ersten Quartal an. Der Dollar geriet Anfang Mai besonders unter Druck und fiel im Laufe des Monats zeitweise unter Fr. 1.45. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode wertete sich der amerikanische Dollar im Mittel der Monate Februar bis Mai um rund 20% ab. Im Gegensatz dazu blieb der durchschnittliche Kurs der D-Mark im Vergleich zur Vorjahresperiode praktisch konstant, zeigte aber während der Berichtsperiode eine rückläufige Tendenz. Der französische Franken und die italienische Lira zeigten im Laufe der Monate Februar bis Mai ebenfalls eine leicht rückläufige Tendenz. Uneinheitlich verlief hingegen der Kurs des japanischen Yen; nach anfänglicher Höherbewertung schwächte er sich Ende April leicht ab.

Im Vergleich zu den Wechselkursschwankungen waren die Teuerungsunterschiede im Jahre 1986 gering; daher wichen die realen Schweizer-Franken-Kurse im ersten Quartal 1987 im Vorjahresvergleich nur wenig von den nominalen ab. Der Schweizer Franken wertete sich real sehr stark gegenüber dem amerikanischen Dollar (26,9%) und dem britischen Pfund (15,6%) auf.

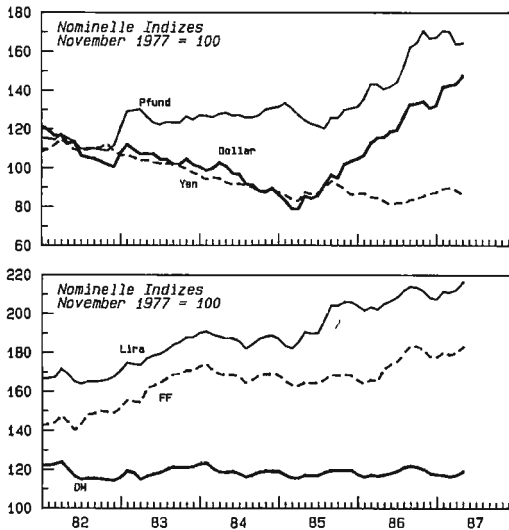
Grafik 14: Schweiz



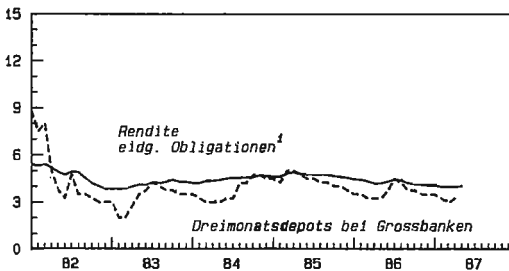
¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; Ziele: durchschnittliches Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber Vorjahr

Gegenüber dem französischen Franken und dem japanischen Yen ergab sich eine reale Aufwertung von je 6,4%, gegenüber der D-Mark eine von 1,8% und gegenüber der italienischen Lira von lediglich 1,4%. Aufgrund der Gewichtung mit den Ausfuhranteilen wertete sich der Franken im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahresquartal real insgesamt um 7,6% auf. Im vierten Quartal 1986 betrug die reale Höherbewertung 6,2%.

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz



¹ Berechnung bis Ende 1983 rein nach Fälligkeit; ab 1.1.1984 nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen

Kapitalmarkt

Das Geschehen am Obligationenmarkt verlief im Jahre 1987 bisher in ruhigen Bahnen. Verschiedentlich waren die Konditionen der Neuemissionen allerdings eher knapp bemessen, so dass zahlreiche inländische Anleihen am Sekundärmarkt unter ihren Emissionskursen gehandelt wurden. Eine Ausnahme bildeten wiederum die Optionsanleihen, deren Anteil am Total der Neuemissionen inländischer Schuldner in den ersten vier Monaten des Jahres 1987 33% betrug.

Der Bund emittierte im Februar eine 4¼%-Tenderanleihe mit der ausserordentlich langen Laufzeit von 25 Jahren. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Anleihensbetrag von 225 Mio. Franken und ein Ausgabepreis von 101,8% festgelegt, was eine Rendite von 4,13% ergab.

Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (berechnet unter Berücksichtigung der Kündbarkeit), die im Januar noch zwischen 4,07% und 3,91% geschwankt hatte, stabilisierte sich in den folgenden Monaten bei rund 4%. Die Zinssätze für Kassenobligationen wurden von den meisten Banken Mitte Februar um rund ¼ Prozentpunkt gesenkt. Die Gross- und Kantonalbanken vergüten seither durchschnittlich 4¼%, doch weichen die von den einzelnen Banken für die verschiedenen Laufzeiten gewählten Zinssätze voneinander ab.

Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen und Aktienemissionen betrug im ersten Quartal 1987 14,3 Mrd. Franken (erstes Quartal 1986 16,0 Mrd. Franken). Der Anteil der inländischen Schuldner machte dabei 33% (23%) aus. Im Inlandbereich wurden im gleichen Zeitraum Konversionen im Umfang von 0,1 Mrd. (0,3 Mrd.) und Rückzahlungen von 0,8 Mrd. (0,6 Mrd.) vorgenommen, so dass sich die Nettobeanspruchung durch inländische Schuldner auf 3,8 Mrd. (2,7 Mrd.) belief.

Kapitalexport

Die Entwicklung des Kapitalexports im ersten Quartal 1987 war durch die Flut von im Januar bewilligten Emissionen im Gesamtbetrag von 4,1 Mrd. Franken geprägt (gegenüber 3,0 Mrd. im Vorjahr). Diese in Erwartung weiter sinkender Zinssätze und aufgrund eines hohen Wettbewerbsdrucks vorwiegend zu nicht marktkonformen Konditionen begebenen Anleihen führten zu entsprechenden Plazierungsproblemen, die wesentlich zum deutlichen Rückgang der bewilligten Emissionen auf 2,6 Mrd. im Februar (gegenüber 4,8 Mrd. im Vorjahr) beitrugen. Im März stieg das bewilligte Emissionsvolumen nur leicht auf 2,9 Mrd. (Vorjahr: 4,4 Mrd.). Wenig über-

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (In Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 2. Q.	7 150,4	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3. Q.	7 750,9	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4. Q.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1. Q.	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2. Q.	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3. Q.	8 480,6	2 509,6	144,2	11 134,4
1986 4. Q.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1. Q ²	9 642,8	2 120,2	180,4	11 943,4

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen, vgl. Quartalsheft Nr. 2, Juni 1986, S. 137

² provisorisch

rasch hat angesichts dieser Entwicklung die – sowohl relative als auch absolute – Zunahme eigenkapitalbezogener Emissionen: Während im Januar lediglich 16% des bewilligten Emissionsvolumens einen Aktienbezug aufwies, stieg dieser Anteil über 34% im Februar auf 42% im März.

Im ersten Quartal 1987 lagen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte mit 11,9 Mrd. Franken um 15% unter dem Wert des Vorjahresquartals. Der Gesamtbetrag aller Anleiheemissionen (inkl. Notes) fiel um rund 22% auf 9,6 Mrd., während bei den Krediten ein Anstieg um 33% auf 2,3 Mrd. zu verzeichnen war (vgl. Tab. 8). 28% des im ersten Quartal 1987 bewilligten Anleihevolumens wiesen einen Eigenkapitalbezug auf; der Anteil der Kredite am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport stieg von 12% im Vorjahresquartal auf 19% im Berichtsquartal.

Das Schwergewicht der Kapitalexporte verlagerte sich noch stärker auf die Gruppe der Industrieländer, die im Berichtsquartal 92% der Kapitalexporte absorbierte, gegenüber 85% im Vorjahresquartal; allein der Anteil der Mittelaufnahme japanischer Schuldner betrug 36% des Gesamtfortals (42% davon mit Aktienbezug). 5% entfielen auf Entwicklungsländer und multilaterale Entwicklungsinstitutionen, die restlichen 3% auf Staatshandelsländer und Opec-Staaten.

Bankbilanzen und Kredite

Im ersten Quartal 1987 wurde die Bilanzentwicklung entscheidend durch das weiterhin gesunkene Zinsniveau sowie durch die anhaltende Dollarschwäche beeinflusst. Trotzdem betrug das Bilanzsummenwachstum der 71 Banken im Vorjahresvergleich 9,8% (März 1986: 7,1%).

Die Entwicklung der Kreditausleihungen verlief bei den Inland- und den Auslandskrediten unterschiedlich. Während das inländische Kreditvolumen weiterhin markant zunahm (9,2%), stagnierten die ausländischen Kredite, wobei diese betragsmässig jedoch nur rund ein Sechstel des gesamten Kreditbestandes ausmachen. In den letzten Monaten stiegen auch die Hypothekarkredite kontinuierlich an (9,8%). Die kommerziellen Kredite standen etwas im Schatten dieser Entwicklung.

Die Finanzanlagen (liquide Mittel; Guthabenüberschuss im Interbankgeschäft; Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen Ende März 6,5% über dem Vorjahresstand. Die überdurchschnittliche Zunahme der Unterposition Wertschriften (21,5%) ist teilweise auf die wenig erfolgreichen Erstplatzierungen von Anleihen zurückzuführen. Weiterhin rückläufig waren hingegen die Bestände von Wechseln und Geldmarktpapieren, da rund drei Viertel davon auf Dollar lauten.

Die Publikumsgelder (Sicht-, Termin- und Spareinlagen sowie Kassenobligationen und Obligationen) wuchsen im Vorjahresvergleich um 7,6%, was ungefähr dem Anstieg der Kreditgewährung entspricht. Die in diesem Aggregat zusammengefassten Positionen entwickelten sich verschieden. Besonders stark wirkte sich der schwache Dollar auf die Kreditoren auf Zeit aus. Die Spar- und Depositengelder lagen um 7,0% über dem Vorjahresniveau. Während die Jahreswachs-

tumsraten der Spargelder in den vergangenen 12 Monaten um 6% schwankten, wuchsen die Depositengelder mit beinahe 11%. Bemerkenswert war auch die Zunahme bei den Kassenobligationen und Obligationen. Das seit 1½ Jahren relativ hohe Wachstum bei den Kassenobligationen wurde noch von demjenigen der Obligationenanleihen übertroffen, was die starke Präsenz der Banken am Kapitalmarkt aufzeigt.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 5 juin 1987¹

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

Evolution de la conjoncture

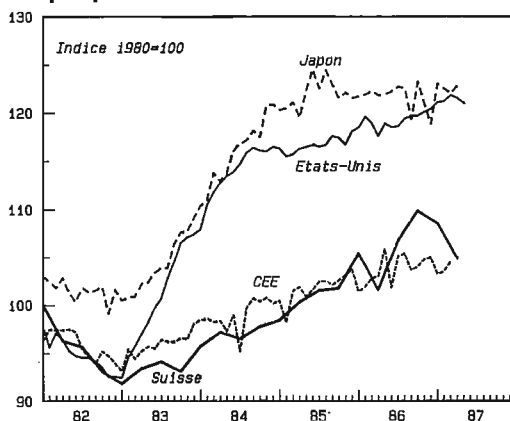
Au premier trimestre de 1987, la conjoncture a évolué très différemment d'un pays à l'autre. La croissance de la production industrielle par rapport aux trois premiers mois de 1986 a été sensible en Amérique du Nord, mais minime au Japon. En Europe occidentale, la production industrielle a même diminué, recul qui s'explique en partie par le temps rigoureux de janvier; en France et en République fédérale d'Allemagne notamment, une diminution a été observée également vis-à-vis du dernier trimestre de 1986.

Dans l'ensemble, l'essor économique ne s'est poursuivi qu'à un rythme très lent. Pour plusieurs pays, les prévisions de croissance ont été révisées à la baisse. Pour l'année 1987, l'OCDE table depuis peu sur une progression de 2,5% en moyenne du produit national brut réel des pays membres; à la fin de 1986, elle prévoyait encore un taux de 2,75%.

Dans les pays industrialisés, les bénéfices des entreprises ont continué d'augmenter, grâce avant tout à la baisse des prix d'importantes matières premières. La croissance des investissements a commencé toutefois à ralentir à la fin de 1986.

Après avoir reculé dans la plupart des pays, l'inflation s'est accélérée de nouveau au premier trimestre de 1987. Dans la zone de l'OCDE, le taux annuel de renchérissement a passé de 2,1% en décembre – son niveau le plus bas – à

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

3,1% en mars. Cette accélération était attendue du fait notamment de la hausse des prix pétroliers.

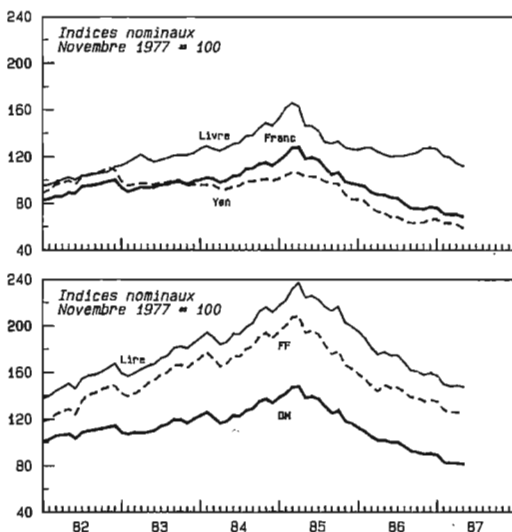
Politique économique

En République fédérale d'Allemagne et au Japon, les agrégats monétaires ont augmenté au premier trimestre à un rythme aussi vigoureux qu'en 1986; les autorités monétaires de ces pays ont cherché ainsi à contrecarrer la tendance persistante à la revalorisation de leur monnaie face au dollar américain. Aux Etats-Unis en revanche, l'expansion monétaire a considérablement ralenti depuis le début de l'année. Aussi les taux d'intérêt ont-ils augmenté aux Etats-Unis et fléchi de nouveau en République fédérale et au Japon.

Dans l'accord du 22 février, dit du Louvre, les représentants des pays du Groupe des Cinq et du Canada ont souligné que la valeur extérieure

¹ Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1987.

Graphique 2: Cours du dollar en termes de quelques autres monnaies



du dollar avait faibli à un niveau correspondant approximativement aux données économiques fondamentales à moyen terme. En portant ce jugement, ils ont tenu compte des répercussions attendues à la suite des modifications déjà intervenues dans les rapports de change et des mesures de politique économique convenues à cette réunion de Paris. De nouvelles variations substantielles dans les relations de change entre les principales monnaies ont été qualifiées d'indésirables car elles menaceraient les perspectives de croissance des économies concernées. Pour éviter de telles variations, les pays sont convenus d'intervenir au besoin sur les marchés des changes et, à plus long terme, de tendre à une coordination accrue des politiques économiques.

Globalement, la politique budgétaire des pays industrialisés a plutôt freiné l'activité économique en 1986. Les déficits publics se sont légèrement réduits, tout au moins par rapport au produit national brut des pays. Au cours des premiers mois de 1987, une légère tendance à la consolidation des finances publiques a persisté en Europe et au Japon. Aux Etats-Unis, une réduction plus forte des dépenses semble se dessiner.

Les excédents toujours élevés du commerce extérieur du Japon et les déficits américains substantiels ont poussé des pays à adopter des mesures protectionnistes. Les Etats-Unis prélèvent, depuis le 17 avril, des droits de douane supplémentaires sur toute une série de pièces et d'appareils électroniques; la France a décidé de renforcer les mesures de contrôle des importations de produits japonais.

Marchés des changes

Entre les mois de février et de mai, le dollar américain a fléchi face à toutes les principales monnaies. A fin mars et en avril, plusieurs banques centrales sont intervenues sur les marchés des changes pour enrayer la faiblesse du dollar. La Banque du Japon en particulier s'est efforcée de modérer le cours du yen par des achats massifs de dollars. La Banque nationale suisse s'est jointe à ces interventions coordonnées sur le plan international.

Durant ces mois, le dollar a été moins instable vis-à-vis des monnaies européennes (mark allemand, franc suisse, franc français et lire italienne) et aucune tension notable n'est apparue au sein du Système monétaire européen (SME). En l'espace d'un an, le dollar a baissé par rapport à toutes les principales monnaies.

Entre le premier trimestre de 1986 et la même période de 1987, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 13,5% en termes nominaux et de 13,2% en termes réels. La valeur extérieure du yen, pondérée par les exportations, a augmenté de 14,9% en termes nominaux et de 10,1% en termes réels. Les cours réels et pondérés par le commerce extérieur du franc suisse et du mark allemand ont varié dans des proportions moindres, puisque le premier s'est revalorisé de 7,6% et le second, de 5,5%.

Endettement international

La situation économique des pays lourdement endettés est restée difficile. Les problèmes, dus en particulier à une croissance économique in-

suffisante et à une évolution défavorable de la balance commerciale, se sont aggravés dans plusieurs cas. Quelques pays ont déjà restreint ou interrompu le service de la dette à cause des excédents trop faibles de leur balance commerciale.

Dans les négociations de rééchelonnement, l'Argentine a proposé de recourir à de nouveaux instruments financiers qui devraient permettre de parvenir plus rapidement à un accord entre toutes les parties intéressées. Elle a suggéré notamment l'émission d'«exit bonds»: les banques dont les créances sont relativement peu élevées auraient ainsi la possibilité d'échanger leurs crédits contre des obligations à échéance fixe; au prix de la perte d'une partie de leurs créances et d'une rémunération plus faible, elles pourraient ainsi se mettre à l'abri de tracasseries si de nouveaux rééchelonnements devenaient nécessaires.

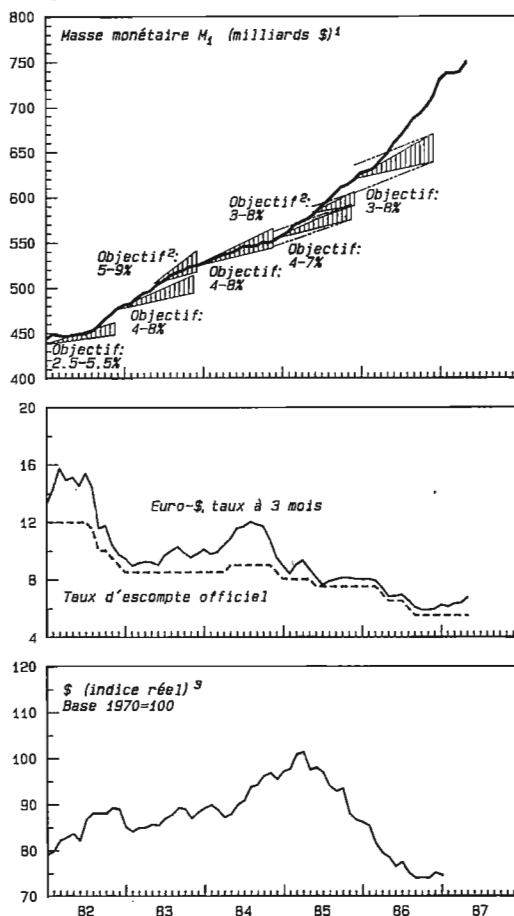
La situation des pays les plus pauvres, en particulier de ceux qui sont situés au sud du Sahara, a fait l'objet d'un débat à l'occasion de la réunion de printemps du Fonds monétaire international. Un traitement plus différencié des divers pays débiteurs se dessine. Au mois de mai par exemple, le Club de Paris a accordé au Zaïre des prolongations de délai qui vont bien au-delà du cadre habituel.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au premier trimestre de 1987, la croissance économique s'est accélérée aux Etats-Unis; le produit national brut réel a progressé de 4,4% en rythme annuel. Ce chiffre donne cependant une image trop optimiste de la conjoncture. Si la demande intérieure – la consommation privée et publique surtout – a soutenu la conjoncture jusqu'en automne 1986, toutes les composantes de la demande ont cédé du terrain au premier trimestre de 1987. Les investissements bruts, en particulier, ont fléchi sensiblement. En fait, la forte expansion du produit national brut provient uniquement d'une augmentation, vigoureuse

Graphique 3: Etats-Unis



¹ Données cvs; objectifs: du 4e trimestre au 4e trimestre suivant (source: Système de Réserve Fédérale); pour 1987, aucun objectif n'a été fixé en termes de M_1

² Du 2e trimestre au 4e trimestre 1983; du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

³ Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

mais en partie involontaire, des stocks et d'un recul du volume des importations, recul qui est dû à la baisse du dollar.

L'emploi a continué à progresser. Grâce à un net raffermissement de la demande de main-d'œuvre, le taux de chômage a diminué à 6,6% au mois de mars. Il avait atteint son niveau maximal, soit 10,2%, en 1982.

En dépit de la forte réduction du volume des importations, le déficit nominal de la balance commerciale n'a guère régressé au cours des trois premiers mois de l'année. La faible réaction de la balance commerciale s'explique par la hausse des prix en dollars des marchandises importées, en particulier des produits pétroliers. En moyenne mensuelle, le déficit a atteint 13,7 milliards de dollars, contre 14,8 milliards au dernier trimestre de 1986.

La hausse des prix des biens importés a accéléré l'inflation. Le taux annuel de renchérissement a passé de 1,3% au quatrième trimestre de 1986 à 2,2% le trimestre suivant.

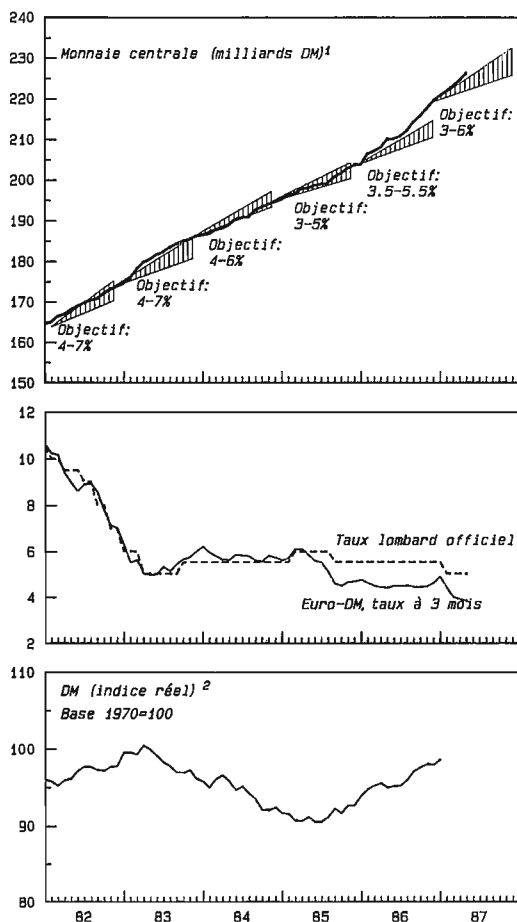
Au premier trimestre, les agrégats monétaires M_2 et M_3 ont augmenté de 5,1% et de 5,4% en taux annualisés; ces rythmes de progression sont légèrement inférieurs à la fourchette de 5,5 à 8,5% qui a été choisie comme objectif. Quant à la croissance de M_1 , elle a atteint 10,3% en taux annualisé. Par rapport à l'année précédente, le rythme d'expansion de chacun des trois agrégats a fléchi.

Cette évolution reflète un léger resserrement de la politique monétaire américaine. Depuis la fin du premier trimestre, les taux d'intérêt s'inscrivent de nouveau en hausse aux Etats-Unis. Pour la première fois depuis près de trois ans, les banques ont augmenté leur taux préférentiel (prime rate) à fin mars. La Réserve Fédérale ayant confirmé l'adoption d'une politique monétaire un peu plus restrictive, ce taux a été de nouveau relevé en mai. Sur le marché des capitaux, les rémunérations ont augmenté d'environ un point et demi au cours des mois d'avril et de mai.

République fédérale d'Allemagne

Le produit national brut réel de l'Allemagne fédérale n'a presque pas varié entre le troisième et le quatrième trimestres de 1986. En moyenne annuelle, il a progressé néanmoins de 2,4% en 1986, contre 2,5% l'année précédente. La stagnation de l'économie allemande au dernier trimestre de 1986 peut être attribuée à une nouvelle diminution de l'excédent des exportations en termes réels. Par rapport au troisième trimes-

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque fédérale d'Allemagne)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

tre, le volume des exportations de biens et de services a reculé, alors que celui des importations augmentait. Aucune reprise n'a été observée au premier trimestre de 1987. La production industrielle a fléchi une fois encore; la baisse est toutefois imputable en partie à l'hiver rigoureux puisqu'elle a touché avant tout le secteur de la construction.

Au premier trimestre, les importations dépassaient de 5% leur volume des trois mois corres-

pendant de 1986; la progression des exportations s'est chiffrée à 1%. En valeur nominale toutefois, les importations ont fléchi de 7,7%, et les exportations, de 2,3%. Ces replis sont une conséquence de la dépréciation du dollar et de la baisse des prix pétroliers. Du fait de cette évolution, l'excédent de la balance commerciale a de nouveau augmenté, mais à un rythme nettement plus faible.

Le taux de chômage, qui avait diminué au cours de l'année 1986, s'est remis à augmenter légèrement. Il s'inscrivait à 8,9% en avril contre 8,7% en décembre.

Au début de l'année, le recul des prix à la consommation a commencé à s'essouffler. Par rapport au mois correspondant de l'année précédente, l'indice a marqué de nouveau une hausse de 0,1% en avril, alors qu'une diminution de 1,1% était encore enregistrée en décembre.

En 1987, les augmentations de salaires devaient être du même ordre que l'année précédente, soit de 3 à 4% selon le secteur économique. Le relèvement des traitements dans le secteur public a été fixé à 3,4%, et l'industrie des métaux a accordé, à partir d'avril, une hausse de 3,7%.

A fin février, le gouvernement a présenté les grandes lignes de la réforme fiscale qui entrera en vigueur au début de 1990. Cette réforme entraînera notamment une nouvelle baisse des impôts des entreprises et des ménages. A la suite de la réunion internationale qui s'est tenue au Louvre le 22 février, un premier allègement de 5,2 milliards de marks sera appliqué à compter du 1er janvier 1988 déjà.

En données corrigées des variations saisonnières, la croissance de la monnaie centrale a été moins vigoureuse au premier trimestre que pendant les trois derniers mois de 1986. Toutefois, elle a atteint encore 7,25% en taux annualisé. Ce rythme est supérieur à l'objectif de 3 à 6% que s'est fixé la Banque fédérale d'Allemagne. Pour M_1 , M_2 et M_3 , les taux annuels de progression s'inscrivaient entre 7 et 7,5% au premier trimestre.

Comme les entrées de commandes ont continué leur mouvement de repli au premier trimestre, on ne peut guère s'attendre à une reprise prochaine de la production industrielle. L'indice du climat économique, calculé par l'Institut de recherches conjoncturelles Ifo, s'est détérioré à l'instar des entrées de commandes. Les instituts de recherches conjoncturelles prévoient un renchérissement de 0,5% en 1987. Se fondant sur les chiffres du premier trimestre, les grands instituts allemands de recherches conjoncturelles ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance pour 1987. Ils n'escomptent plus qu'une expansion économique de 1 à 2% en termes réels.

Royaume-Uni

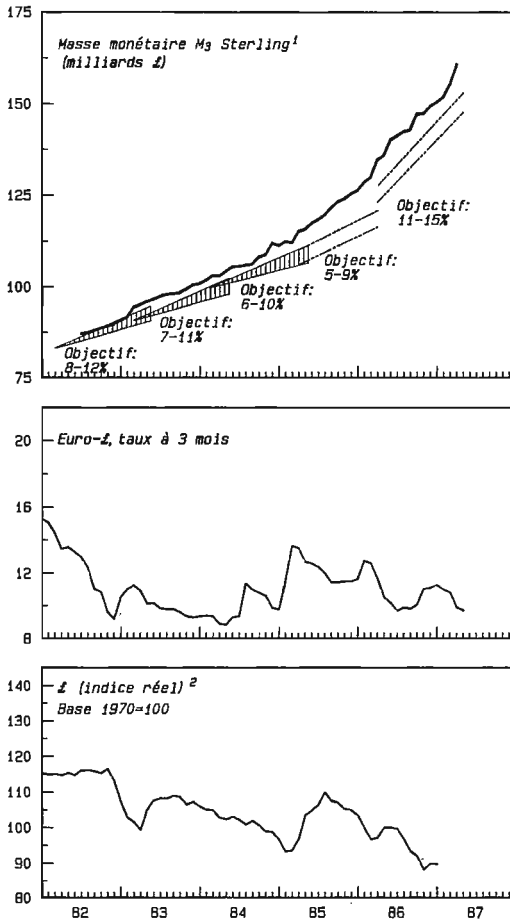
Depuis l'été 1986, la situation économique s'est améliorée au Royaume-Uni. Au quatrième trimestre, le produit national brut réel dépassait de 3,3% le niveau observé un an auparavant. La consommation privée (+4,3%) ainsi que les exportations de biens et de services (+7,6%) étaient les principaux soutiens de la croissance.

La production de l'industrie manufacturière a reculé au mois de janvier, probablement à cause des difficultés que le mauvais temps a entraînées dans l'approvisionnement. En février, elle a de nouveau fortement augmenté puisqu'elle dépassait de 3,8% le volume du même mois de l'année précédente.

Une récente enquête de la Confédération of British Industries a abouti à des résultats assez optimistes. Les entreprises jugent favorablement leurs perspectives de ventes à moyen terme, tant sur le marché intérieur qu'à l'étranger, et envisagent de faire de gros investissements. Elles craignent toutefois que la livre sterling ne continue sur sa lancée, ce qui mettrait en péril, à long terme, les avantages concurrentiels acquis sur les marchés d'exportation en 1986.

La vigueur de l'économie britannique au premier trimestre s'est traduite également par une nette amélioration de la balance des transactions courantes. Celle-ci s'est soldée par un excédent de 625 millions de livres, contre un déficit de 756 millions au quatrième trimestre de 1986. Par

Graphique 5: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs de 1982 à 1985: du mois de février au mois de mars de l'année suivante; pour 1986: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante, variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

rapport aux trois premiers mois de 1986, les exportations ont augmenté de 10% en volume, et les importations, de 6% seulement.

Après avoir fléchi à 2,4% au mois de juillet 1986, le taux annuel de renchérissement s'est inscrit de nouveau en hausse. Il atteignait 3,9% aux mois de janvier et de février, mais restait encore inférieur aux rythmes de plus de 5% observés un an auparavant.

Le taux de chômage, en repli depuis le milieu de l'année dernière, s'établissait à 10,7% au mois de mars, soit à son niveau le plus bas depuis mai 1983. Cette évolution favorable est due avant tout à l'essor économique; les programmes que le gouvernement a adoptés pour stimuler l'emploi ont contribué également à la diminution de nombre des chômeurs dans les statistiques officielles.

Le budget de l'Etat pour l'exercice 1987/88 a été établi en tablant sur une croissance économique réelle de 3% et sur un taux de renchérissement de 4%. Il comporte deux points principaux: premièrement, des allègements fiscaux d'environ 2,6 milliards de livres, dont le principal élément est la réduction de 29 à 27% du taux d'imposition de base des revenus des ménages; secondement, une limitation du déficit à 4 milliards de livres ou à 1% du produit intérieur brut. Ce second point a été réalisé déjà en 1986/87, grâce à des recettes fiscales d'une ampleur inattendue et aux bénéfices élevés des entreprises publiques.

Pour la première fois depuis 1980, aucun objectif de croissance n'a été publié en termes de M_3 sterling. La stratégie britannique tient ainsi compte de la portée restreinte de cet agrégat pour la politique monétaire. M_0 est la seule masse monétaire pour laquelle un objectif a été annoncé, soit une croissance de 2 à 6% en 1987/88. Les marges de fluctuations assignées à M_0 depuis 1984 ont été respectées jusqu'ici.

La stabilisation du cours de la livre sterling est un des buts de la politique monétaire britannique. A partir du mois de février, la livre a subi des pressions à la hausse, notamment face au dollar et au mark allemand. La Banque d'Angleterre a alors acheté massivement des devises et a favorisé une baisse des taux d'intérêt. Entre le début des mois de mars et d'avril, les grandes banques ont ramené, par étapes, leur taux de base de 11% à 9%.

France

Comme la comptabilité nationale de la France est en cours de révision, ce pays n'a publié aucun chiffre pour le produit intérieur brut depuis

le troisième trimestre de 1986. Selon des estimations, la croissance économique s'est un peu affaiblie depuis l'été dernier. De 1985 à 1986, la production industrielle s'est accrue de 1% et a ainsi retrouvé, pour la première fois, son niveau de 1980.

Les premiers mois de 1987 n'ont pas amené de nouvelles impulsions. Suite à la vague de froid et à la grève qui a perturbé le trafic ferroviaire, l'activité a baissé dans de nombreux secteurs et la situation du marché du travail s'est encore dégradée. La consommation des ménages semble n'avoir que peu augmenté. Ce fait s'explique par la quasi-stagnation des revenus réels des ménages, une conséquence des hausses de salaires modestes, des charges sociales accrues et de l'accélération de l'inflation.

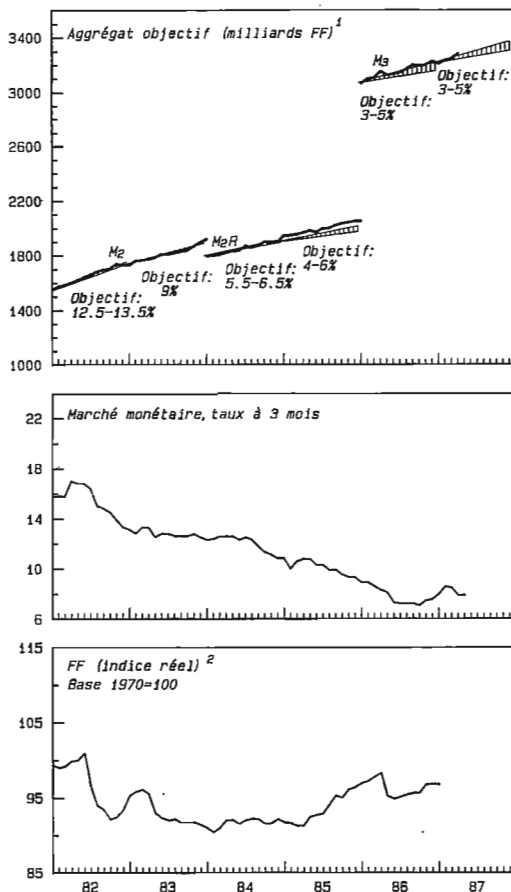
La balance commerciale de la France s'est détériorée au premier trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, son déficit a atteint 6,1 milliards de francs français, contre 0,3 milliard au quatrième trimestre et de 2,1 milliards au premier trimestre de 1986. Sous l'effet des prix bas des produits agricoles, le solde du poste agriculture et produits alimentaires a de nouveau diminué. En outre, les échanges de biens industriels se sont, eux aussi, dégradés.

Après une stabilisation vers le milieu de 1986, le taux de chômage s'est remis à augmenter à partir du mois de décembre. Il s'élevait à 11% en mars, contre 10,3% un an auparavant.

Conformément aux objectifs du gouvernement, le déficit budgétaire a pu être réduit en 1986. Il a diminué de 153,3 milliards de francs français à 141,1 milliards, soit à 2,9% du produit intérieur brut, contre 3,3% en 1985. Comme les rentrées fiscales ont été plus importantes que prévu, le déficit a été inférieur de 4,3 milliards de francs français au montant figurant dans le projet de budget établi à la fin de 1985.

L'expansion monétaire a marqué un net ralentissement en 1986. La masse monétaire M_3 s'est accrue à un rythme moyen de 4,6%, contre 7% en 1985; elle a donc évolué à l'intérieur de la fourchette de 3 à 5%, choisie par la Banque de

Graphique 6: France



¹ Données cvs; $M_2R = M_2$ moins les dépôts en banque de non-résidents; objectif pour 1985: moyenne des mois de novembre, décembre et janvier à moyenne des mêmes mois un an plus tard; objectif pour 1986: du 4e trimestre au 4e trimestre suivant (source: Banque de France)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

France. Au début de 1987, la croissance de M_3 était proche de la limite supérieure de l'objectif fixé pour l'année en cours.

Après avoir relevé son taux d'intervention en décembre et en janvier, la Banque de France l'a ramené de 8% à 7,75% le 10 mars. Cette réduction a été rendue possible par le raffermissement du franc français et par la détente apparue sur le

front des taux d'intérêt après l'accord du Louvre de fin février.

Italie

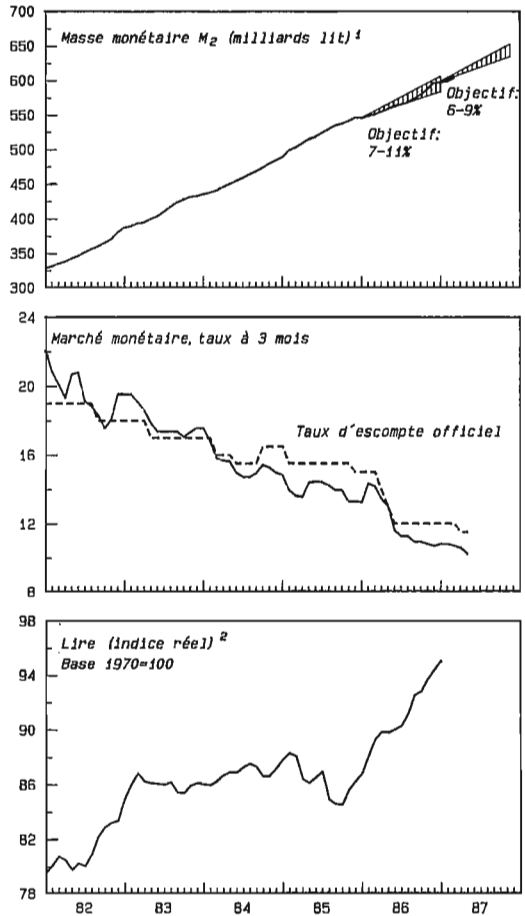
Conformément aux prévisions, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,7% en 1986. La croissance de la production industrielle, qui avait à peine dépassé 1% en 1985, a été du même ordre. Au cours des premiers mois de 1987, la conjoncture est restée vigoureuse en Italie. En janvier, la production industrielle était de 3,8% supérieure à son niveau du même mois de 1986; l'évolution d'indicateurs tels que la consommation d'électricité et les carnets de commandes incite à penser que sa progression s'est maintenue à un rythme élevé durant les mois de février, de mars et d'avril. La demande intérieure – en particulier la consommation privée qui a bénéficié de la hausse des revenus disponibles – a été le principal moteur de l'essor économique au début de l'année, comme au dernier trimestre de 1986.

L'évolution de la lire – depuis 1985, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, a augmenté de 12% – et des prix pétroliers a entraîné une nette réduction du déficit de la balance commerciale; le solde passif a reculé en effet de 23 000 milliards de liras en 1985 à 3700 milliards en 1986. Au premier trimestre de 1987, les importations ont davantage diminué en valeur que les exportations et la balance commerciale a enregistré un déficit de 3994 milliards de liras.

Jusqu'à la fin de 1986, l'évolution des cours de change et des prix sur les marchés mondiaux a influé favorablement sur le renchérissement. Grâce à ce facteur surtout, le taux annuel d'inflation a fléchi constamment au cours de l'année. Il s'inscrivait à 4,3% en décembre, contre 6,1% en moyenne annuelle. Le recul de l'inflation s'est interrompu au printemps de 1987. Aux mois de février, de mars et d'avril, la hausse des prix est restée inchangée à 4,2%.

La croissance économique s'est accompagnée d'une progression de l'emploi de 0,6%, progression qui a été toutefois insuffisante pour améliorer la situation sur le marché du travail. Le taux

Graphique 7: Italie



¹ Données cvs; objectif: variation en % du mois de décembre au même mois de l'année suivante (source: Banque d'Italie)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

de chômage a passé, en moyenne annuelle, de 10,1% en 1985 à 11% en 1986; en janvier 1987, il atteignait 11,5%.

Dans le domaine des finances publiques, la situation est restée tendue en 1986, mais le déficit des comptes de l'Etat n'a pas dépassé la limite choisie comme objectif. Il s'est inscrit à 110 000 milliards de liras, montant inférieur de quelque 3% au déficit de l'année précédente.

Après un vigoureux accroissement à la fin de

l'année, la masse monétaire M_2 a retrouvé un rythme plus lent; durant les mois de janvier et de février, elle a évolué à l'intérieur de la fourchette de 6 à 9% qui a été choisie pour 1987.

Les taux d'intérêt ont suivi le mouvement de repli du renchérissement. La rémunération des emprunts d'Etat n'a diminué que de 0,5% entre octobre 1986 et avril 1987, alors qu'elle avait fléchi de plus de 2% au cours des six mois précédents. En mars, la Banque d'Italie a réduit de 12% à 11,5% le taux officiel de l'escompte, taux qui était resté inchangé depuis mai 1986. La spéculation sur les cours de change au sein du SME s'étant estompée, l'endettement en monnaies étrangères s'est accru dans de fortes proportions; pour freiner cette expansion, les autorités monétaires ont introduit en mars la constitution de réserves obligatoires sur l'augmentation de l'endettement en monnaies étrangères.

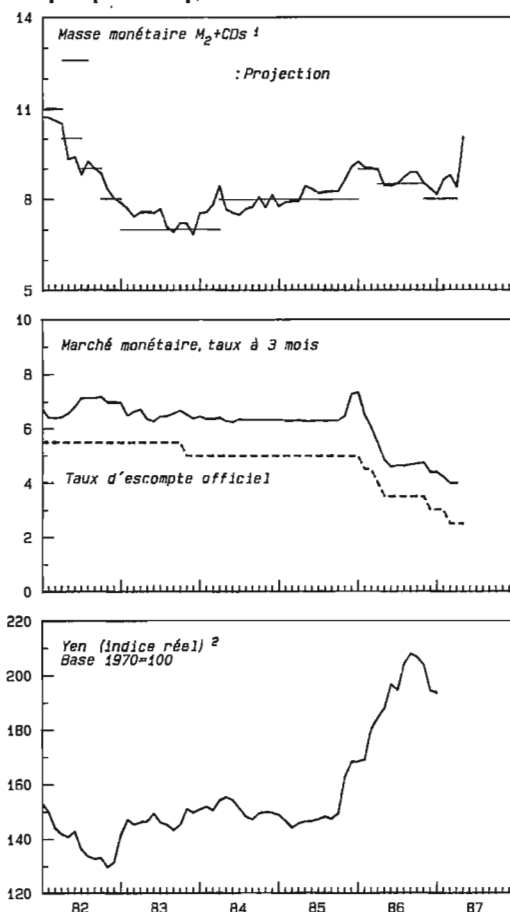
Japon

Au quatrième trimestre, le produit national brut réel s'est accru de 2% par rapport à la même période de 1985 et de 0,8% par rapport aux trois mois précédents. Son expansion a passé de 4,7% en 1985 à 2,5% en 1986; il s'agit de la plus faible progression depuis 1974. Les impulsions venant du commerce extérieur ont faibli progressivement du fait de la revalorisation constante du yen; la demande intérieure n'a pu compenser leur disparition.

La reprise de la consommation privée, observée au troisième trimestre de 1986, n'a pas continué. Les dépenses des ménages ont diminué de 0,7% du troisième au quatrième trimestre, baisse qui s'explique en particulier par les faibles gratifications versées en fin d'année. En revanche, la consommation du secteur public, qui s'est accrue de 14,4%, a stimulé la croissance économique. Les investissements, tant privés que publics, ont légèrement augmenté.

Selon les indicateurs les plus récents, la croissance économique sera plutôt faible en 1987. La production industrielle continue à augmenter, mais à une cadence lente. Au premier trimestre, elle était de 0,4% supérieure au volume observé

Graphique 8: Japon



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente; les projections sont fixées pour chaque trimestre (source: Banque du Japon)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

un an auparavant. L'indice des indicateurs avancés marque toujours une progression, mais sa hausse est moins vive qu'auparavant. Entre autres, le nombre des projets de construction de logements reste particulièrement élevé.

Sur le marché du travail, la situation s'est encore détériorée. Des licenciements ont eu lieu, notamment dans l'industrie manufacturière qui poursuit ses efforts d'adaptation à la hausse du yen. En janvier, le taux de chômage atteignait 3%, soit son niveau le plus élevé depuis 1953, année à

partir de laquelle cette statistique est dressée. La classe d'âge des 15 à 24 ans est la plus touchée; le taux de chômage s'élève ici à 5,6%.

Malgré la stagnation des exportations en volume et l'augmentation des importations, la balance commerciale japonaise s'est soldée, au premier trimestre, par un excédent record de 27,2 milliards de dollars. Cette nouvelle progression s'explique par l'amélioration des termes de l'échange. L'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 24,5 milliards de dollars, mais sa croissance a été moins prononcée (+0,2 milliard de dollars) que pendant les trimestres précédents.

Le recul des prix s'est accéléré au début de l'année. En février, les prix à la consommation

étaient inférieurs de 1,5% au niveau observé un an plus tôt; au quatrième trimestre, leur baisse s'inscrivait à 0,3%.

Au premier trimestre, la masse monétaire M_2+CD dépassait de 8,8% son niveau de la période correspondante de 1986, alors que la Banque du Japon avait tablé sur une projection de 8%. Par rapport au trimestre précédent, elle s'est accrue, après correction des variations saisonnières, de 10,1% en taux annualisé. Les autorités monétaires ont ainsi réagi face à la conjoncture peu satisfaisante et à la revalorisation constante du yen. Etant donné l'approvisionnement plus ample en liquidités et la baisse du niveau des prix, les taux d'intérêt à court terme et à long terme ont poursuivi leur mouvement de repli.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

1.1 Produit national brut réel (variation en % par rapport à l'année précédente)

	1984	1985	1986a)	1985		1986a)				1987a)	
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	6,4	2,7	2,5	1,9	2,1	2,5	3,1	2,6	2,3	2,1	2,2
Rép. féd. d'Allemagne	3,0	2,5	2,4	3,7	3,5	2,2	1,7	3,3	2,1	2,4	2,4
Royaume-Uni b)	3,0	3,4	2,6	4,5	3,6	2,7	2,4	2,0	2,7	3,4	3,6
France b)	1,5	1,3	2,0	1,3	1,5	2,1	2,3	2,7	–	–	–
Italie b)	3,5	2,8	2,7	3,3	2,0	3,0	1,9	3,4	3,3	2,4	–
Japon	5,0	4,5	2,5	4,7	4,8	4,0	3,0	2,5	2,4	2,0	–
Suisse b)	1,8	4,0	2,8	4,1	3,8	4,2	2,0	2,7	3,2	3,2	–

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1984	1985	1986	1986		1987		1987			
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	déc.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	4,3	3,5	1,9	1,6	1,3	2,2	1,1	1,4	2,2	3,0	–
Rép. féd. d'Allemagne	2,4	2,2	–0,1	–0,5	–1,1	–0,5	–1,1	–0,8	–0,5	–0,2	0,1
Royaume-Uni	5,0	6,1	3,4	2,6	3,4	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	4,2
France	7,4	5,8	2,7	2,1	2,1	3,3	2,1	3,0	3,4	3,3	3,5
Italie	10,8	8,6	6,1	5,9	4,7	4,3	4,3	4,5	4,2	4,2	4,2
Japon	2,2	2,1	0,6	0,3	–0,3	–1,3	–0,3	–1,1	–1,5	–1,2	–0,2
Suisse	2,9	3,4	0,8	0,6	0,1	0,9	0,0	0,7	1,0	1,0	1,2

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

	1984	1985	1986	1986		1987		1987			
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	déc.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	7,5	7,1	6,9	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,3
Rép. féd. d'Allemagne	9,1	9,3	9,0	8,8	8,7	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9
Royaume-Uni b), d)	10,9	11,1	11,4	11,5	11,2	10,9	11,1	11,1	10,9	10,8	10,7
France b), d)	9,9	10,3	10,5	10,6	10,7	11,0	10,7	10,9	11,0	11,1	11,1
Italie b)	10,4	10,6	11,3	10,9c)	11,7c)	11,5c)	–	11,5	–	–	–
Japon	2,7	2,6	2,8	2,9	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9	3,0
Suisse	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

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

1.4 Balance des transactions courantes (balance des revenus; solde en milliards de dollars, données cvs)

	1984	1985	1986a)	1985		1986a)				1987a)	
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	–106,5	–117,7	–141,8	–27,7	–28,5	–33,7	–34,0	–34,7	–36,3	–36,8	–
Rép. féd. d'Allemagne	7,1	13,7	37,6	3,1	4,4	0,7	7,9	8,1	11,3	9,5	11,5
Royaume-Uni	2,1	4,6	–1,3	1,8	1,6	0,9	1,0	–0,1	–1,4	–1,1	1,0
France	–0,8	0,2	3,5	0,3	0,0	0,6	1,1	0,3	1,2	0,9	0,3
Italie b)	–4,2	–3,6	–	0,7	1,3	–2,2	–2,1	0,2	–	–	–
Japon	34,8	49,2	85,8	12,2	11,7	15,6	15,9	21,6	23,8	24,3	24,5
Suisse b)	4,4	5,5	7,4	1,1	1,1	1,6	2,2	1,6	1,4	2,2	–

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la croissance du produit intérieur brut réel s'est inscrite à 3,2% au quatrième trimestre comme au troisième trimestre de 1986. Durant les trois premiers mois de 1987, elle a ralenti un peu. Toutefois, les prévisions du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ et du Groupe bâlois de recherches conjoncturelles (BAK) ne laissent guère entrevoir une véritable récession ces prochains mois.

Au quatrième trimestre, la consommation privée s'est accrue en termes réels de 2,3% par rapport à l'année précédente, contre 3% au troisième. En données corrigées des variations saisonnières, la croissance n'a toutefois pas varié du troisième au quatrième trimestre. Cette stagnation ne devrait être que temporaire, car des indicateurs importants – comme le chiffre d'affaires réel du commerce de détail et les importations réelles de biens de consommation – ont été nettement orientés à la hausse durant les trois premiers mois de 1987. L'expansion des investissements a été relativement forte entre le quatrième trimestre de 1985 et la même période de 1986. Ceux-ci ont donc été une nouvelle fois la composante de la demande qui a le plus contribué à la progression du produit intérieur brut. Alors que la progression des investissements en constructions enregistrait une légère accélération, celle des investissements en biens d'équipement a ralenti quelque peu; atteignant 15%, cette dernière est restée néanmoins importante. L'enquête menée au printemps de 1987 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que la forte propension à investir devrait persister. Par contre, la demande étrangère s'est encore contractée, si bien qu'au quatrième trimestre, le volume des exportations n'était qu'à peine supérieur au niveau observé un an auparavant. En données corrigées des variations saisonnières, il a même diminué par rapport à celui du trimestre précédent. Pour l'avenir, la tendance est toujours au fléchissement.

La production industrielle n'a pas cessé de croître

entre le début de 1983 et le troisième trimestre de 1986; depuis, elle tend à reculer. Le taux d'utilisation des capacités techniques a commencé à fléchir à partir du troisième trimestre de 1986 déjà. Les stocks croissants de l'industrie – ils sont considérés comme un peu trop élevés – montrent que les entreprises ont cherché à compenser en partie l'affaiblissement de leurs ventes en relevant leurs stocks. Des concessions de prix ont été faites sur les marchés étrangers notamment. Le ralentissement de la conjoncture en Suisse a influé également sur le volume des importations, qui ont accusé une baisse de leur dynamisme ces derniers mois. La baisse du dollar devrait par contre avoir favorisé la demande de biens importés au détriment des produits suisses.

Au premier trimestre de 1987, la situation monétaire n'a pas subi de changement notable en Suisse. La monnaie centrale ajustée a évolué conformément aux prévisions; elle dépassait de 3,2% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Au cours des quatre premiers mois de l'année, les taux à court terme sont restés stables. Après une légère et passagère augmentation des taux, l'échéance trimestrielle s'est déroulée sans problème. De même, les taux à long terme n'ont guère varié.

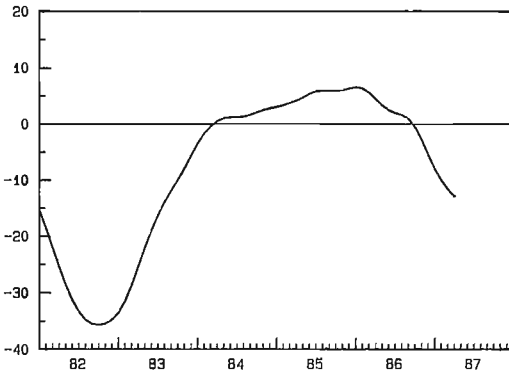
La hausse des prix s'est accélérée au premier trimestre. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel a passé de 0,5% au quatrième trimestre de 1986 à 0,9% au premier trimestre de 1987, puis à 1,1% en avril. Cette évolution est due aux prix des marchandises étrangères, qui ont diminué de 3,2%, contre 5,3% au trimestre précédent. Quant aux prix de gros, ils étaient encore, au premier trimestre de 1987, de 3,4% inférieurs au niveau observé un an auparavant; pour la première fois depuis le mois d'octobre 1985, ils ont augmenté en mars par rapport au mois précédent.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Au quatrième trimestre de 1986, le produit inté-

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, test conjoncturel

rieur brut réel dépassait de 3,2% – comme au troisième trimestre – son niveau de la période correspondante de l'année précédente. La croissance a ralenti au premier trimestre de 1987; en données corrigées des variations saisonnières, elle s'est inscrite à 0,8% par rapport au trimestre précédent.

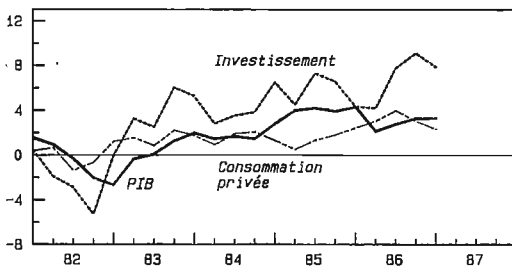
L'indice composite sur la marche des affaires, que publie le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, montre une nette détérioration de l'activité industrielle à la fin de 1986. En particulier, les branches à vocation largement exportatrice ont jugé l'évolution conjoncturelle de

façon assez pessimiste. Elles ont estimé leurs carnets de commandes insuffisamment remplis, eu égard à leur potentiel de production, et leurs stocks, trop élevés. En revanche, les secteurs industriels axés essentiellement sur le marché intérieur ont considéré leur situation comme satisfaisante, étant donné la propension toujours forte à consommer et à investir.

Après avoir progressé dans une mesure exceptionnellement forte au troisième trimestre de 1986, la production industrielle a reculé nettement durant les trois mois suivants; en un an, sa hausse n'a donc plus été que de 2,9%. Cette évolution a provoqué un nouveau repli du taux d'occupation des capacités techniques; ce dernier s'est inscrit à 85,8% durant les trois premiers mois de 1987, contre 87,1% au deuxième trimestre de 1986, soit le taux le plus élevé du présent cycle conjoncturel. Dans le même temps, la part des heures supplémentaires au total des heures travaillées a passé de 2,2% à 1,8%.

Au quatrième trimestre de 1986, les entrées de commandes ne dépassaient que de 1% le niveau observé un an auparavant. Elles ont diminué dans l'industrie du bois, dans celle des plastiques, du caoutchouc et du cuir, dans la chimie ainsi que dans l'industrie des machines et métaux. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, cette évolution défavorable a persisté au cours des deux premiers mois de 1987. La légère reprise, qui est apparue en mars, a permis aux entreprises d'envisager avec un peu plus d'optimisme l'avenir de leurs entrées de commandes.

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral de la statistique

Consommation privée

Au quatrième trimestre, les dépenses privées de consommation dépassaient en termes réels de 2,3% le volume des trois derniers mois de 1985; au deuxième trimestre, leur croissance avait atteint 4%. En données corrigées des variations saisonnières, elles sont restées à leur niveau du troisième trimestre. Cette tendance ne devrait toutefois être que passagère. Quelques indicateurs, comme le chiffre d'affaires du commerce de détail et les importations de biens de consommation – données corrigées des variations sai-

sonnières et exprimées en termes réels – ont été nettement orientés à la hausse durant le premier trimestre de 1987. En outre, l'enquête menée en janvier auprès des consommateurs par la Commission pour les questions conjoncturelles a donné des résultats favorables. Les ménages continuent à estimer leur situation financière très bonne et ne voient aucune menace planer sur la sécurité de l'emploi. Un assez grand nombre de ménages a donc l'intention de procéder à des achats importants au cours des mois à venir. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que le commerce de détail évalue lui aussi de façon optimiste ses perspectives de chiffre d'affaires pour les prochains mois.

Au premier trimestre, le nombre des nuitées dans l'hôtellerie a reculé de 3% par rapport à la période correspondante de 1986. Alors que les nuitées de la clientèle suisse augmentaient de 2,5%, celles des hôtes étrangers ont diminué de 7%. Cette évolution, assez décevante dans l'ensemble, semble due en partie au fait qu'en 1987 les fêtes de Pâques sont tombées en avril et non en mars, comme l'année dernière.

Investissements

Au quatrième trimestre de 1986, le taux annuel de croissance des investissements a atteint 7,8% (troisième trimestre: 9,1%); les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 14,6%, et ceux en constructions, de 3,9%. L'ex-

pansion des investissements en constructions s'est donc accélérée au cours de 1986.

Dans la construction, les entrées de commandes dépassaient, au quatrième trimestre de 1986, de 6,5% le niveau enregistré un an auparavant; c'est pourquoi les projets de construction ont progressé de 12,5%. Les entrées de commandes du secteur des constructions industrielles et artisanales ont augmenté de façon régulière. Par contre, celles du secteur des logements n'ont connu un accroissement qu'au dernier trimestre de 1986 (+10% par rapport à la période correspondante de 1985).

L'évolution du volume des importations de biens d'équipement a fait apparaître un ralentissement au premier trimestre de 1987. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'industrie escompte toujours une croissance sensible des investissements en 1987.

Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Après le net recul du volume du commerce extérieur en automne 1986, les exportations et les importations ont évolué inégalement au premier trimestre de 1987. En revanche, les prix à l'importation et ceux à l'exportation ont continué de baisser.

En volume, les exportations se sont accrues de 2,9% en un an, mais cette accélération de la

Tableau 2: Investissements (variation en % par rapport à l'année précédente)

	1983	1984	1985	1986	1985		1986			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	7,3	3,6	8,7	14,5	10,4	13,8	13,1	17,3	21,7	5,7
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	7,2	-6,4	-15,0	3,2	11,8	-22,8	-4,0	16,4	-2,2	9,4
Logements construits dans 96 villes	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	-0,3	13,6	1,3	8,9	-5,7	-10,1
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume de projets	17,4	-8,0	34,4	21,8	-7,7	96,4	29,5	20,6	99,4	-27,1
- nombre de projets	11,8	31,5	12,6	5,2	2,2	16,5	12,9	-3,7	24,7	-10,6

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Tableau 3: Commerce extérieur¹ (variation en % par rapport à l'année précédente)

	1983	1984	1985	1986a)	1985					1987a)
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Exportations, volume	0,0	6,4	9,1	2,1	6,4	0,9	3,3	4,4	0,8	2,9
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	6,5	9,8	7,9	0,8	4,1	-0,4	3,0	0,3	0,4	3,9
biens d'équipement	-4,0	3,1	10,7	6,5	10,4	5,7	7,3	11,3	4,4	5,7
biens de consommation	-2,7	6,4	8,8	-1,7	4,3	-2,5	-1,1	1,4	-3,3	-1,7
Valeurs moyennes à l'exportation	2,4	4,5	1,9	-0,7	0,8	0,4	1,0	-1,7	-3,2	-3,5
Importations, volume	4,8	7,3	5,2	8,2	4,5	6,1	11,9	11,4	3,5	7,0
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	4,9	10,1	7,6	3,7	4,6	0,8	6,7	5,8	1,4	4,5
biens d'équipement	7,3	3,6	8,7	14,5	13,7	13,1	17,3	21,7	5,8	2,9
biens de consommation	1,0	9,6	2,5	9,0	0,8	5,4	14,7	12,7	3,8	12,1
Valeurs moyennes à l'importation	-0,8	4,0	4,7	-9,4	0,9	-6,0	-10,1	-11,6	-9,4	-8,6

a) Chiffres provisoires

¹ Toutes les données se réfèrent à l'indice II qui exclut les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités

Source: Direction générale des douanes fédérales

Tableau 4: Balance des transactions courantes¹ (balance des revenus)

	1983	1984	1985a)	1986*)	1985a)		1986*)		1987*)	
					4e trim.	1er trim.*	2e trim.*	3e trim.*	4e trim.*	1er trim.*
Recettes										
Exportations de marchandises	55,0	55,8	69,1	69,2	18,6	16,6	18,1	16,5	18,0	16,5
Commerce spécial	52,7	53,7	66,6	67,0	18,0	16,0	17,5	16,0	17,5	16,0
Autres exportations de marchandises ²	2,3	2,1	2,4	2,2	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Exportations de services	14,6	16,0	20,0	20,4	4,1	5,5	4,9	6,0	4,0	5,2
Revenus de facteurs ³	24,3	23,4	28,7	28,4	6,9	7,2	7,1	7,2	7,0	7,2
Transferts sans contrepartie	1,7	2,0	2,5	2,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total	95,5	97,2	120,2	120,8	30,2	30,0	30,8	30,4	29,7	29,6
Dépenses										
Importations de marchandises	60,7	63,6	77,8	76,3	19,9	19,1	20,0	18,4	18,9	18,7
Commerce spécial	58,1	61,1	74,8	73,5	19,0	18,3	19,2	17,8	18,1	18,0
Autres importations de marchandises ²	2,6	2,6	3,0	2,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7
Importations de services	8,0	8,2	10,2	10,5	2,0	1,6	2,7	4,1	2,1	1,6
Revenus de facteurs ³	15,1	13,4	15,0	15,9	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,3
Transferts sans contrepartie	3,7	3,9	4,5	4,8	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2	1,2
Total	87,5	89,1	107,4	107,5	26,8	25,6	27,9	27,8	26,2	25,7
Solde de la balance des transactions courantes	8,0	8,1	12,8	13,3	3,4	4,3	2,9	2,6	3,5	3,9

a) Chiffres provisoires

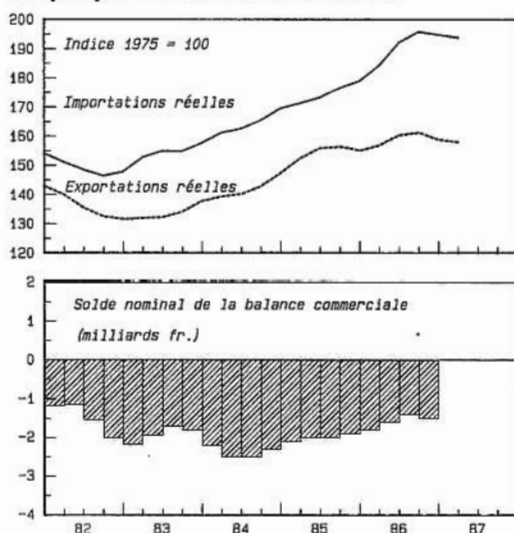
*) Selon de premières estimations

¹ En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis² Y compris l'énergie électrique³ Revenus du travail et des capitaux

Sources: Banque nationale suisse, Direction générale des douanes fédérales et Commission pour les questions conjoncturelles

croissance est due uniquement aux aléas du calendrier. Cette année, les fêtes de Pâques sont tombées au deuxième trimestre, contrairement à 1986. Le premier trimestre a donc compté 62 jours ouvrables, ce qui fait une diffé-

rence de 3,3% par rapport au nombre de jours normaux. Les exportations de biens d'équipement ont encore augmenté, celles de matières premières et produits semi-finis également. Par contre, les livraisons à l'étranger de biens de

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

consommation ont été une fois encore orientées à la baisse.

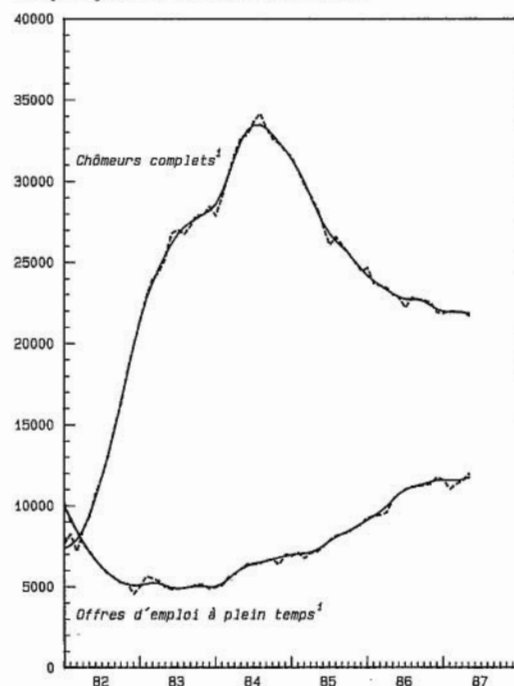
En volume, les exportations de l'industrie des métaux ainsi que celles du secteur de l'alimentation et des boissons ont augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne. Sous l'effet de la baisse continue du dollar en 1986, les ventes aux Etats-Unis n'ont cessé de diminuer en termes nominaux, alors que les livraisons à nos voisins augmentaient en partie. Aussi les Etats-Unis, après avoir été le deuxième client de l'industrie suisse d'exportation, ont-ils reculé au quatrième rang, derrière la République fédérale d'Allemagne, la France et l'Italie.

Au premier trimestre de 1987, le taux annuel de croissance des importations a atteint 7% en termes réels, la moitié environ de l'augmentation étant imputable aux jours ouvrables supplémentaires. Si l'expansion des importations de biens d'équipement s'est mise à ralentir en 1986 et même au premier trimestre de 1987, celle des importations de biens de consommation a fait un nouveau bond en avant, puisqu'elle a passé à 12,1%. En s'inscrivant à 8,6% en un an, la baisse des prix à l'importation est restée importante.

La balance des transactions courantes (balance des revenus) s'est soldée par un excédent de 3,9 milliards de francs au premier trimestre de 1987, contre 4,3 milliards un an plus tôt et 3,5 milliards au dernier trimestre de 1986. Alors que le déficit du trafic de marchandises s'allégeait de 0,3 milliard par rapport au premier trimestre de 1986, l'excédent traditionnel de la balance des services (tourisme, commissions bancaires) a passé de 3,9 milliards à 3,6 milliards de francs. Quant au surplus des revenus de facteurs, il a reculé de 3,3 milliards, au premier trimestre de 1986, à 2,9 milliards un an plus tard, en raison de la baisse des taux d'intérêt et des salaires plus élevés des frontaliers.

Emploi et marché du travail

Au premier trimestre de 1987, l'emploi a progressé de 1,3% par rapport à la période corres-

Graphique 12: Marché du travail

¹ Données cvs et lissées

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

Tableau 5: Emploi et marché du travail
(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1983	1984	1985	1986	1986		1987				
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice de l'emploi ¹	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,0	1,2	1,3	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Chômeurs ³	26 288	32 061	27 025	22 770	19 876	22 114	25 209	26 583	25 444	23 601	22 451
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	48 930	11 231	2 133	-	1 121	3 678	4 530	-	4 204	5 045	4 595
Offres d'emploi à plein temps ³	5 084	6 269	7 898	10 734	11 797	10 815	11 035	9 990	11 181	11 935	12 182

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980

³ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

pondante de 1986. Comme au quatrième trimestre de 1986, la croissance a été plus forte dans le secteur des services (1,7%) que dans l'industrie (0,8%), le personnel féminin augmentant de 1,6% et le personnel masculin, de 1,1%.

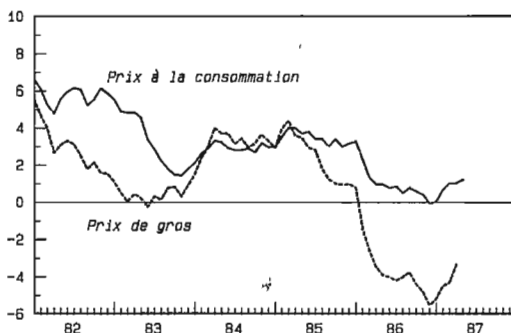
Bien que l'expansion de l'emploi ait été ainsi supérieure au rythme moyen de croissance enregistré en 1986 (1%), certains signes font apparaître un ralentissement graduel de la progression. Dans l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les heures supplémentaires effectuées dans l'industrie ont diminué par rapport au trimestre précédent et à la période correspondante de 1986; le recul a été particulièrement prononcé dans les entreprises exportatrices.

Sur le marché du travail, le nombre des chômeurs a encore reculé au premier trimestre, en données corrigées des variations saisonnières, et le taux moyen de chômage s'est inscrit à 0,8%. Les places vacantes, annoncées aux offices du travail, ont augmenté légèrement durant la même période.

Prix et salaires

La hausse annuelle des prix atteignait 0,9% au premier trimestre de 1987. Les prix des biens suisses ont augmenté de 2,5%, alors que ceux des produits étrangers reculaient de 3,2%.

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

Durant la même période, les prix de gros ont diminué de 4,1%, une évolution qui résulte de la baisse de 10,1% de l'indice des prix des marchandises importées et de celle de 1,7% de l'indice des prix des biens indigènes. Le recul de l'indice des prix de gros, qui peut être observé depuis le début de 1986, s'est affaibli au cours du premier trimestre de 1987. L'évolution de l'indice des prix des produits énergétiques et connexes reflète le plus nettement cette tendance. En l'espace d'une année, cet indice a fléchi en effet de 8,7% au mois de mars, contre 10,3% en janvier.

Au premier trimestre de 1987, les salaires dé-

passaient de 2% leur niveau de l'année précédente. Mesurée à l'indice des prix à la consommation, la hausse réelle des salaires s'est établie à un peu plus de 1%.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Durant les mois de janvier à avril, la monnaie centrale ajustée dépassait de 3,1% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1986. Elle était donc quelque peu supérieure à l'objectif moyen de 2% pour 1987. Cet écart s'explique par l'évolution des billets en circulation. Dans la détermination du profil de croissance, la Banque nationale a tenu compte du fait que les billets en circulation augmentent vers la fin des années paires, en raison du cycle bis-annuel des déclarations d'impôt, et restent encore à un niveau relativement élevé au début des années impaires.

Du premier trimestre de 1986 à la période correspondante de 1987, M_1 a progressé de 5,6%, M_2 , de 10% et M_3 , de 8,5%. En mars, sous l'effet de la forte hausse des dépôts à terme en francs des résidents, l'expansion de M_2 a atteint 12,5% et celle de M_3 , 9,7%. Cette accélération, probablement temporaire, semble due à l'abaissement

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M_1	M_2	M_3
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 ^r	2,6	5,6	6,2
1985 ^r	0,1	7,3	4,8
1986 ²	4,6	6,3	6,9
1986 1er trim. ²	4,1	4,7	5,7
1986 2e trim. ²	5,0	4,9	6,3
1986 3e trim. ²	4,9	7,8	7,7
1986 4e trim. ²	4,5	7,7	7,9
1987 1er trim. ²	5,6	10,0	8,5
1987 janvier ²	5,5	8,6	7,9
1987 février ²	5,2	8,9	8,0
1987 mars ²	6,2	12,5	9,7

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes. Chiffres révisés; voir «Révision de la statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985, tableau 2, et Bulletin mensuel BNS tableaux 11 et 12; Principauté de Liechtenstein = territoire étranger

^r révisé

² Chiffres provisoires

M_1 = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M_2 = M_1 + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M_3 = M_2 + dépôts d'épargne

au début du mois de février des rémunérations des obligations de caisse, une adaptation qui a donné lieu à des transferts de fonds.

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée (MCA)

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1, 3}	Variation en % ²
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1986 1er trim.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2e trim.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3e trim.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4e trim.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1er trim.	24 639	3,0	8406	4,1	464	32 582	3,2
1987 janvier	25 133	3,8	8478	- 1,0	285	33 326	3,9
1987 février	24 336	2,8	8181	5,2	430	32 087	2,7
1987 mars	24 448	2,3	8560	8,0	676	32 332	3,0
1987 avril	24 525	3,1	8705	9,7	1004	32 226	2,4

¹ Moyenne des valeurs mensuelles, en millions de francs

² Par rapport à l'année précédente; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des taux mensuels

³ Monnaie centrale ajustée = billets en circulation + avoirs en comptes de virements - crédits destinés aux échéances

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

Les taux d'intérêt à court terme se sont légèrement repliés durant les quatre premiers mois de 1987. Cette évolution a été parfois interrompue par des hausses passagères, principalement lors des échéances. Mesuré au taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, le niveau des rémunérations à court terme s'est établi à 3,7%, en moyenne, entre les mois de janvier et d'avril, contre 4% au dernier trimestre de 1986. Les grandes banques ont ramené au début de l'année de 3½% à 3¼% les taux de leurs dépôts à terme fixe et, un mois plus tard, de 3¼% à 3% la rémunération des fonds de 3 à 8 mois; toutefois, au début du mois de mars, elles l'ont relevé au niveau de janvier.

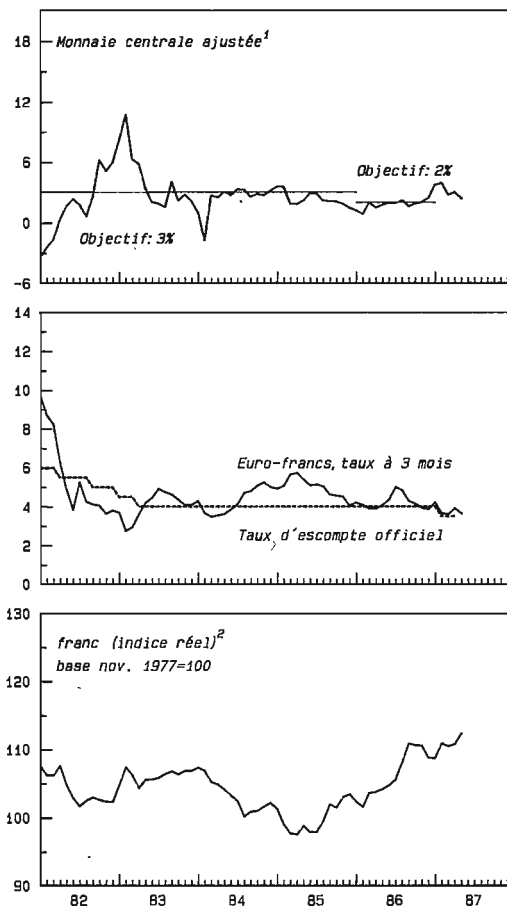
La Banque nationale a poursuivi la politique plus souple qu'elle mène depuis l'été dernier en matière de financement des échéances. De janvier à avril, les avoirs que les banques détiennent à la Banque nationale en comptes de virements dépassaient, aux échéances, de 5,6% en moyenne la valeur observée un an auparavant; en moyenne mensuelle, leur expansion atteignait 5,4%. Les avoirs en comptes de virements ont totalisé 8,5 milliards de francs en moyenne; à l'échéance trimestrielle, qui s'est déroulée sans difficulté, ils s'élevaient à 12,5 milliards de francs, contre 11,7 milliards un an plus tôt.

L'abaissement des taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement, qui a eu lieu le 23 janvier, a influé sur la composition des crédits de refinancement accordés par la Banque nationale. La part des swaps s'est réduite et celle des crédits d'escompte et des avances sur nantissement, qui avait fléchi à 2,8% en janvier 1987, a augmenté de nouveau pour atteindre 6,2% en moyenne entre février et avril.

Marché des changes

Durant le premier trimestre, le dollar américain a continué de reculer face au franc suisse. Une pression particulièrement forte s'est exercée sur le dollar début mai. Durant ce mois, il a passé

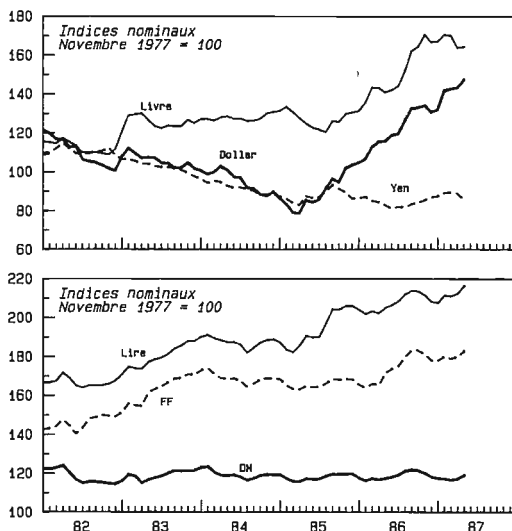
Graphique 14: Suisse



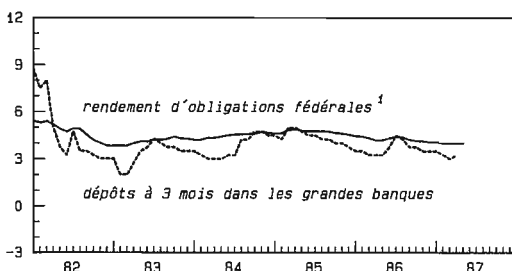
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente; objectifs: croissance moyenne de la monnaie centrale ajustée par rapport à l'année précédente

² Cours pondéré par les exportations

parfois au-dessous de fr. 1,45. Entre les mois de février et de mai, le dollar s'est déprécié de quelque 20% en moyenne par rapport à la période correspondante de 1987. En revanche, le cours moyen du mark allemand n'a presque pas varié d'une année à l'autre; durant la période considérée, il a toutefois tendu à la baisse. De février à mai, le franc français et la lire italienne ont aussi été légèrement orientés à la baisse. Quant au yen japonais, il a évolué inégalement; après s'être revalorisé dans un premier temps, il s'est de nouveau replié un peu à fin avril.

Graphique 15: Variations du franc¹

¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt

¹ Jusqu'à fin 1983, calcul d'après l'échéance uniquement; depuis le 1.1.1984, le calcul est fait d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé la plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé

Par rapport aux fluctuations des cours de change, les écarts entre les taux d'inflation ont été minimes en 1986; au premier trimestre de 1987 et en comparaison annuelle, les cours réels du franc étaient donc presque identiques aux cours nominaux. En termes réels, le franc suisse s'est revalorisé de 26,9% face au dollar américain et de 15,6% vis-à-vis de la livre sterling. Par rapport au franc français et au yen japonais, il a haussé de 6,4% et face au mark allemand et à la

lire italienne, de 1,8% et de 1,4%. Au premier trimestre de 1987, la revalorisation annuelle du cours réel du franc, pondéré par le commerce extérieur, a atteint 7,6%, contre 6,2% au dernier trimestre de 1986.

Marché des capitaux

Depuis le début de l'année, le calme a régné sur le marché des obligations. Comme les conditions des nouvelles émissions ont été, à plusieurs reprises, plutôt serrées, de nombreux emprunts suisses ont été négociés au-dessous de leur prix d'émission sur le marché secondaire. Les emprunts à option ont constitué une nouvelle fois l'exception; leur part s'est élevée à 33% du total des émissions de débiteurs suisses durant les quatre premiers mois de 1987.

En février, la Confédération a émis, selon le système des enchères, un emprunt de 4¼% d'une durée extrêmement longue, soit de 25 ans. Sur la base des souscriptions reçues, le montant de l'emprunt a été fixé à 225 millions de francs et le prix d'émission à 101,8%, ce qui correspond à un rendement de 4,13%.

Calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, le rendement moyen des obligations fédérales, qui avait fluctué entre 4,07% et 3,91% en janvier, s'est stabilisé à 4%, en chiffres ronds, au cours des mois suivants. A la mi-février, la plupart des banques ont réduit d'un quart de point les taux de leurs obligations de caisse. Depuis lors, les grandes banques et les banques cantonales servent une rémunération de 4¼% en moyenne; selon les échéances, les taux peuvent toutefois varier d'une banque à l'autre.

Les émissions publiques d'obligations et d'actions ont atteint 14,3 milliards de francs au premier trimestre de 1987, contre 16 milliards un an auparavant. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 33% (premier trimestre 1986: 23%). Comme les conversions d'emprunts suisses ont totalisé 0,1 milliard (0,3 milliard) et les remboursements 0,8 milliard (0,6 milliard), le montant net prélevé sur le marché par des emprunteurs suisses s'est inscrit à 3,8 milliards de francs (2,7 milliards).

Tableau 8: Exportations de capitaux autorisées (en millions de francs)

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 2e trim.	7 150,4	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3e trim.	7 750,9	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4e trim.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1er trim.	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2e trim.	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3e trim.	8 480,6	2 509,6	144,2	11 134,4
1986 4e trim.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1er trim. ²	9 642,8	2 120,2	180,4	11 943,4

¹ Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies

² Chiffres provisoires

Exportations de capitaux

Au premier trimestre de 1987, l'évolution des exportations de capitaux a été marquée par le flot des émissions autorisées en janvier. Ces dernières se sont élevées en effet à 4,1 milliards de francs, contre 3 milliards un an plus tôt. Les emprunts, émis le plus souvent à des conditions non conformes à celles du marché – en prévision d'une nouvelle baisse des taux et en raison d'une forte pression concurrentielle –, n'ont pu être placés sans difficultés. Aussi, le montant des émissions autorisées s'est-il nettement contracté en février, passant à 2,6 milliards de francs, contre 4,8 milliards en février 1986. En mars, il s'est élevé à 2,9 milliards (mars 1986: 4,4 milliards). Eu égard à cette évolution, l'augmentation – tant relative qu'absolue – des émissions d'emprunts convertibles et à option n'a guère surpris; la part de ces deux catégories d'emprunts au total des émissions a passé de 16% en janvier à 34% en février et à 42% en mars.

Les autorisations d'exporter des capitaux, que la Banque nationale a délivrées durant le premier trimestre de 1987, ont porté sur 11,9 milliards de francs, soit 15% de moins qu'un an auparavant. Les émissions obligataires, y compris celles de «notes», ont reculé de 22% pour s'établir à 9,6 milliards, alors que les crédits augmentaient de 33% pour atteindre 2,3 milliards (voir tableau 8). 28% des émissions soumises à auto-

risation concernaient des emprunts convertibles ou à option. La part des crédits aux exportations totales de capitaux soumises à autorisation a passé de 12%, au premier trimestre de 1986, à 19% durant les trois premiers mois de 1987.

L'importance du groupe des pays industrialisés s'est encore accrue, puisqu'ils ont absorbé 92% des exportations totales de capitaux au premier trimestre de 1987, contre 85% un an plus tôt. 36% des exportations totales revenaient à des débiteurs japonais, les emprunts convertibles et à option représentant 42% de leurs émissions. Les pays en développement et les institutions multilatérales de développement ont prélevé ensemble 5% et les économies à planification centralisée et les pays de l'OPEP, les 3% restants.

Bilans bancaires et crédits

Au premier trimestre de 1987, les bilans bancaires ont encore subi dans une mesure prépondérante l'influence du recul des taux d'intérêt et de la faiblesse du dollar. Toutefois, la croissance annuelle des bilans des 71 banques atteignait 9,8% à la fin du mois de mars, contre 7,1% une année auparavant.

Les crédits à la clientèle suisse ont évolué différemment de ceux à la clientèle étrangère. Les premiers ont augmenté de 9,2%, alors que les seconds, qui ne représentent qu'un sixième du

montant total, stagnaient. Au cours des derniers mois, les prêts hypothécaires ont été eux aussi continuellement orientés à la hausse. Ils ont enregistré en effet une croissance de 9,8%. Quant aux crédits commerciaux, ils sont restés quelque peu en retrait de cette évolution.

A la fin du mois de mars, les placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) dépassaient de 6,5% leur valeur observée un an auparavant. La hausse exceptionnelle des titres, soit 21,5%, est due en partie aux difficultés dans le placement des nouveaux emprunts. Par contre, les effets de change et les papiers monétaires ont encore reculé, les trois quarts environ des montants étant libellés en dollars.

En l'espace d'un an, les fonds de la clientèle

(dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, obligations de caisse et obligations) ont augmenté de 7,6%, soit à peu près au même rythme que les crédits. Toutefois, les diverses composantes de cet agrégat ont évolué inégalement. Le mouvement du dollar a influé dans une mesure particulièrement forte sur les comptes créanciers à terme. Les dépôts d'épargne ainsi que les livrets et comptes de dépôt ont progressé de 7% en une année. Si le taux de croissance des dépôts d'épargne s'est inscrit aux alentours de 6%, celui des livrets et comptes de dépôt a atteint près de 11%. L'augmentation des obligations de caisse et des obligations a aussi été marquante. L'expansion des emprunts obligataires a même dépassé celle des obligations de caisse, qui est pourtant relativement rapide depuis un an et demi. Cette évolution reflète la forte présence des banques sur le marché des capitaux.

Allocution d'ouverture de M. François Schaller, président du Conseil de banque à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 24 avril 1987

La mode, cet usage passager d'un bien, d'un service ou d'une idée dont on ne tarde pas à se détacher, est un phénomène plus général qu'on ne l'imagine parfois. L'industrie de l'habillement n'est pas seule à connaître ces engouements subits. Les théories économiques, à l'image de toutes les sciences humaines, n'échappent pas à ce que Pareto qualifiait en 1920 déjà de perpétuelles oscillations de la pensée entre deux limites extrêmes. L'illustre économiste et sociologue précise même que cet aspect cyclique de la faveur dont jouit toute théorie économique est particulièrement manifeste dans le cas des théories monétaires. Simplement, la durée du cycle s'étend, en sciences humaines, sur quelques décennies alors qu'en d'autres domaines la vogue ne dure parfois que quelques années, voire quelques mois.

Il est vraisemblable que nous assistons à présent au retour du balancier qui, ayant atterri l'une de ses extrémités, s'oriente vers l'autre. En effet, les thèses monétaristes, considérées dès le milieu des années 70 – non sans beaucoup d'exagération – comme détenant seules la vérité et toute la vérité, sont aujourd'hui présentées dans une certaine littérature anglo-saxonne comme dépassées, désuètes et dangereuses. Elles ne devraient plus inspirer l'action des banques centrales. Celles-ci feraient bien de cesser d'exercer un contrôle strict sur l'évolution de la masse monétaire, et surtout de vouloir maintenir la croissance de cette masse entre d'étroites limites. Il importe, dit-on, de ne plus appliquer de critères plus ou moins rigides. Le mieux serait de faire preuve d'éclectisme, d'agir au gré des circonstances et de l'évolution économique du moment. S'inspirer d'une doctrine économique quelconque, disent ces critiques, est courir le risque d'en devenir prisonnier.

Que penser de ce revirement des esprits?

Le monétarisme, dont le Prix Nobel américain Milton Friedman s'est fait le champion, ne constitue en somme que la réhabilitation de la très ancienne théorie quantitative de la monnaie et son adaptation aux temps modernes. Dès qu'apparut l'Etat centralisé, une monnaie nationale fut adoptée. Bien vite, on s'aperçut que si le prince émettait trop de signes monétaires ceux-ci se dépréciaient. Il en faut donc davantage pour obtenir la même quantité de biens ou de services. C'est ce que le Français Jean Bodin appelait en 1568 «l'encherissement de toutes choses» et que nous qualifions à présent, plus prosaïquement, d'inflation.

La théorie quantitative de la monnaie peut se résumer fort simplement par une formule qui établit un lien direct entre le niveau général des prix, d'une part, le rapport de la masse monétaire à la quantité de biens et de services offerts à la vente, d'autre part. En somme, une telle formule traduit une vérité qui tombe sous le sens commun. Aussi la théorie quantitative n'a-t-elle été découverte par personne. Elle a été évoquée par chacun, avec plus ou moins de bonheur il est vrai, aussitôt qu'une monnaie nationale est apparue. Son actualité permanente tient à la tendance constante dont les princes témoignent de créer davantage de monnaie que le développement économique ne le justifie, afin de s'assurer trop facilement les moyens de couvrir les dépenses de l'Etat. A la fin du XIV^e siècle, un économiste égyptien, Ali El Makrisi, dénonçait sévèrement le laxisme monétaire dont la population était victime dans le Royaume des Mamelouks. Mais, Suétone, au II^e siècle de notre ère, formulait déjà à sa manière le principe quantitatif. En un sens, le monétarisme est de tous les temps.

Il arrive toutefois qu'on admette plus ou moins implicitement la part de vérité que renferme une théorie sans lui attacher d'importance, ou au contraire qu'on lui confère une valeur quasi exclusive dans la politique économique et monétaire. Ce sont là les deux limites extrêmes entre lesquelles le pendule oscille. Après le désastre des assignats, en France, sous le Directoire, les auteurs classiques furent vivement impressionnés par le risque que prend une nation en jouant avec sa monnaie. Durant tout le XIXe siècle, on fit retour à l'orthodoxie et on se souvint de l'enseignement des Anciens. Aussi la théorie quantitative de la monnaie fut-elle une pièce maîtresse de l'Ecole classique. Mais, dès le début de ce siècle, elle fut vertement critiquée, en particulier par des économistes français. Elle tomba dans un discrédit presque total lorsque la révolution keynésienne – pourtant remarquable et féconde par certains de ses aspects – s'imposa après 1936. Certains prosélytes donnèrent alors une interprétation contestable de Keynes qui finit par exercer une véritable tyrannie sur les esprits. Dès la fin de la dernière guerre mondiale, il n'était plus permis même d'évoquer la théorie quantitative.

C'est alors que le mouvement de pendule s'inversa une fois de plus grâce au rayonnement de l'Ecole de Chicago dont Milton Friedman est le père spirituel. Aucun maître, fut-il Keynes ou Friedman, ne peut être porté responsable des excès de ses disciples. Prétendre, comme le firent certains auteurs américains, qu'il suffit à la banque centrale d'augmenter le volume de la monnaie à la fois faiblement et régulièrement chaque année pour qu'aussitôt tous les problèmes économiques d'une nation soient résolus et que la prospérité soit garantie à jamais, est sans doute une exagération manifeste. Plusieurs pays en ont fait la douloureuse expérience au cours de leur histoire récente. Les désillusions ont été nombreuses. Bien d'autres conditions extra-monétaires doivent être remplies pour assurer à un pays le plein emploi, la stabilité des prix dans la croissance, l'élévation progressive des revenus de chacun. Le monétarisme n'est pas une panacée. Le contrôle de la masse monétaire, condition nécessaire mais non suffisante, ne dispense nullement les agents économiques de fournir des efforts quotidiens afin de

conserver la compétitivité de leurs entreprises. Il ne se substitue pas davantage à l'action des partenaires sociaux désireux de maintenir la paix du travail dont la Suisse a le privilège rare, cette année, de commémorer le cinquantenaire. Il ne soulage pas davantage l'Etat du devoir d'assurer l'équilibre de son budget et de favoriser l'initiative privée. «On risque de trop exiger de la politique monétaire», relève la Banque des Règlements Internationaux dans son dernier Rapport annuel. Un tel avertissement est bienvenu. Encore faut-il se garder de basculer dans l'excès contraire et de contester une fois de plus l'absolue nécessité du contrôle de la croissance de la masse monétaire par la banque centrale.

La théorie monétaire et la politique qu'elle inspire sont complexes. Par exemple, à côté d'un élément purement quantitatif, la masse, le concept de monnaie englobe une autre composante dont on doit se souvenir, la vitesse de circulation. Or cette dernière peut varier sous diverses influences telles le taux d'intérêt ou le développement des nouvelles techniques de paiements. Au milieu du siècle dernier, Stuart Mill le rappelait déjà. Aujourd'hui, d'aucuns paraissent vouloir tirer parti de cette vérité d'évidence pour prétendre que toute politique monétaire a perdu son sens. Cette critique n'est en fait que mauvaise caricature et simplification abusive.

En effet, que propose-t-on aux banques centrales? De faire preuve d'éclectisme et de ne plus s'inspirer d'aucune théorie afin d'éviter de se fourvoyer dans une attitude doctrinaire et partisane. Il importerait de ne plus agir qu'en fonction des circonstances du moment, au gré des événements. Toutefois le problème n'est pas aussi simple. Certes, la mobilité d'esprit permettant une réelle et rapide adaptation à des conditions perpétuellement changeantes est une qualité requise de quiconque a la responsabilité d'une politique monétaire, aussi bien que de tous les agents économiques. Mais on doit alors se garder de tomber dans l'opportunisme et d'agir au gré des opinions du moment, de se laisser balloter par les circonstances sans chercher à les influencer. Céder aux pressions, courir au plus pressé sans souci de cohérence dans l'action et sans crainte des contradictions n'est pas une politique. Le résultat d'une attitude sembla-

ble serait aisément prévisible car une politique qui change de cap au gré des vents ne peut que semer le doute dans les esprits. Les milieux économiques ne sauraient plus à quels saints se vouer, l'incertitude se généraliserait gênant les investissements et, partant, la croissance économique.

Les adversaires de toute action inspirée par la doctrine oublient qu'une intervention, quelle qu'elle soit, ne peut être décidée qu'en vue d'obtenir un résultat précis. Or, le rapport de causalité établi entre la mesure que l'on privilégie et le résultat qu'on en attend constitue par définition l'objet d'une théorie. En matière de politique monétaire, la théorie nous enseigne, sur la base

d'une très longue expérience jamais démentie, que la relation entre le volume de la monnaie et le niveau général des prix s'observe dans la moyenne et la longue période seulement, et non à court terme. C'est dire qu'une politique fondée sur cette doctrine doit être appliquée avec toute la souplesse nécessaire. Dans notre pays, établir les grandes lignes de la politique monétaire et mettre celle-ci en application est la mission de la Direction générale de la Banque nationale. Dans notre monde instable et déconcertant, c'est là une tâche toujours difficile, comme le montrera tout à l'heure le discours de son Président, que la Direction générale a accompli et accomplira en servant au mieux l'intérêt économique et général du pays.

Eröffnungsansprache von Herrn Prof. Dr. Schaller, Präsident des Bankrates, anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank vom 24. April 1987

(deutsche Übersetzung)

Die Mode, diese flüchtige Begeisterung für ein Gut, eine Dienstleistung oder eine Idee, die man ohne langes Zögern auch wieder aufgibt, ist ein Phänomen, das weiter verbreitet ist, als manchmal angenommen wird. Nicht nur die Bekleidungsindustrie bekommt diese kurzfristigen Strömungen zu spüren. Die ökonomischen Theorien sind wie alle Geisteswissenschaften von dem betroffen, was Pareto bereits 1920 als «immerwährende Schwankungen des Denkens zwischen zwei Extremen» bezeichnete. Jener berühmte Wirtschaftswissenschaftler und Soziologe hält sogar ausdrücklich fest, dass die zyklischen Beliebtheitsschwankungen, denen alle ökonomischen Theorien unterliegen, im Falle der verschiedenen Geldtheorien besonders ausgeprägt sind. Nur erstreckt sich bei den Geisteswissenschaften ein Zyklus über mehrere Jahrzehnte, während er in anderen Bereichen manchmal bloss einige Jahre oder gar nur wenige Monate dauert.

Gegenwärtig scheint sich das Pendel von einem seiner beiden Extreme wieder in die andere Richtung zurückzubewegen. Tatsächlich werden die Ideen der Monetaristen, welche seit Mitte der siebziger Jahre nicht ohne starke Übertreibung als einzige und allumfassende Wahrheit galten, heute in einem Teil der angelsächsischen Literatur als veraltet und gefährlich dargestellt. Den Zentralbanken wird empfohlen, davon Abstand zu nehmen und die strikte Kontrolle über die Entwicklung der Geldmenge und vor allem ihr Bemühen, deren Wachstum in engen Grenzen zu halten, aufzugeben. Es sei wichtig, so wird behauptet, sich nicht an mehr oder weniger einschränkenden Kriterien zu orientieren, sondern eine flexible Haltung einzunehmen und den Umständen sowie der momentanen wirtschaftlichen Entwicklung entsprechend zu handeln. Die Bereitschaft, sich von einer wie auch immer gearte-

ten ökonomischen Doktrin leiten zu lassen, berge die Gefahr, darin zu erstarren.

Was ist von diesem Meinungsumschwung zu halten?

Der Monetarismus, mit dem amerikanischen Nobelpreisträger Milton Friedman als Hauptverfechter, ist im Prinzip nichts anderes als eine Rückbesinnung auf die sehr alte Quantitätstheorie des Geldes und ihre Anpassung an die heutige Zeit. Mit der Entstehung von Nationalstaaten ging die Einführung nationaler Währungen einher. Schon bald wurde man sich gewahr, dass der Wert der vom Staatsoberhaupt ausgegebenen Geldstücke abnahm, wenn zuviele davon im Umlauf waren. Man benötigte also immer mehr davon, um sich in den Besitz derselben Menge Güter oder Dienstleistungen zu bringen. Diese Erscheinung nannte der Franzose Jean Bodin 1568 «die Verteuerung aller Dinge», und heute kennen wir sie unter dem prosaischeren Namen Inflation.

Die Quantitätstheorie lässt sich sehr einfach als Formel darstellen, die eine direkte Verbindung zwischen dem Preisniveau einerseits und dem Verhältnis zwischen der Geldmenge und dem Angebot von Dienstleistungen andererseits herstellt. Eine derartige Formel drückt eine durch den gesunden Menschenverstand nachvollziehbare Wahrheit aus. Zudem gibt es niemanden, der diese «entdeckt» hätte. Vielmehr wurde sie von jedermann mehr oder weniger instinktiv erfasst, sobald sich eine nationale Währung herausgebildet hatte. Ihre stete Aktualität hängt mit der konstanten Neigung der Herrscher zusammen, mehr Geld zu schaffen, als durch die wirtschaftliche Entwicklung gerechtfertigt wäre, um auf diesem Weg eine allzu einfache Finanzie-

rung der Staatsausgaben sicherzustellen. Ende des 14. Jahrhunderts prangerte der ägyptische Ökonom Ali El Makrisi die lasche Geldpolitik, unter der das Volk des Königreiches der Mamelucken zu leiden hatte, in scharfen Worten an. Doch Suetonius formulierte den quantitativen Mechanismus auf seine Art bereits im zweiten Jahrhundert unserer Zeitrechnung. In gewisser Weise ist der Monetarismus eine zeitlose Theorie.

Gelegentlich wird, mehr oder weniger unausgesprochen, der Wahrheitsgehalt der Theorie anerkannt, ohne ihr deswegen viel Beachtung zu schenken; manchmal geschieht genau das Gegenteil, und es wird ihr im Bereich der Wirtschafts- und Geldpolitik eine fast ausschliessliche Bedeutung beigemessen. Zwischen diesen beiden Extremen bewegt sich das Pendel. Der Zusammenbruch der Assignatenwirtschaft unter dem Direktorium zur Zeit der Französischen Revolution führte den klassischen Ökonomen auf drastische Weise das enorme Risiko vor Augen, welches ein Staat eingeht, der leichtfertig mit seiner Währung umgeht. Während des ganzen 19. Jahrhunderts besann man sich auf die Lehren der Geschichte und orientierte sich wieder an orthodoxen Richtlinien. Die Quantitätstheorie war dabei ein Kernstück der klassischen Schule. Doch seit Beginn unseres Jahrhunderts wurde sie, insbesondere seitens französischer Ökonomen, scharf kritisiert. Sie fiel fast völlig in Ungnade, als sich 1936 die keynesianische Revolution durchsetzte, welche in verschiedenen Bereichen bemerkenswerte und fruchtbare Erfolge zeitigte. Fanatische Anhänger interpretierten Keynes dann auf sehr zweifelhafte Weise und liessen andere Meinungen nicht mehr gelten. Seit Ende des Zweiten Weltkrieges war es kaum mehr möglich, die Quantitätstheorie auch nur zu erwähnen.

Doch dann begann sich das Pendel, unter der Ausstrahlung der Chicagoer Schule mit Milton Friedman als ihrem geistigen Vater, erneut in die entgegengesetzte Richtung zu bewegen. Kein Lehrer, sei es Keynes oder Friedman, kann für den Übereifer seiner Anhänger verantwortlich gemacht werden. Zweifellos handelte es sich um eine krasse Übertreibung, wenn gewisse amerikanische Autoren behaupteten, alle wirtschaftli-

chen Probleme eines Landes würden gemeistert und die Prosperität auf alle Zeiten sichergestellt, wenn nur die Zentralbanken alljährlich die Geldmenge zugleich regelmässig und schwach steigen liessen. Mehrere Länder haben im Laufe ihrer jüngsten Geschichte diese schmerzliche Erfahrung gemacht und waren schwer enttäuscht. Um Vollbeschäftigung, Preisstabilität und regelmässig steigende Einkommen zu gewährleisten, muss eine ganze Reihe von Bedingungen ausserhalb des Einflussbereiches der Geldpolitik erfüllt sein. Der Monetarismus ist kein Allheilmittel. Die Kontrolle der Geldmenge ist eine zwar notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für das wirtschaftliche Wohlergehen eines Landes; sie macht das tägliche Bestreben jedes einzelnen, die Wettbewerbsfähigkeit seines Unternehmens aufrechtzuerhalten, in keiner Weise überflüssig. Dieses Jahr hat die Schweiz das seltene Privileg, das fünfzigjährige Bestehen des Arbeitsfriedens zu feiern. Es genügt indes nicht, dass sich die Sozialpartner auf seine Erhaltung beschränken, und er befreit den Staat nicht von seiner Aufgabe, einen ausgeglichenen Haushalt sicherzustellen und die Privatinitiative zu fördern. «Es besteht die Gefahr, dass man von der Geldpolitik zuviel verlangt», schreibt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in ihrem letzten Jahresbericht. Eine solche Warnung ist willkommen. Gleichzeitig gilt es jedoch, nicht ins andere Extrem zu verfallen und einmal mehr die absolute Notwendigkeit der Kontrolle über das Geldmengenwachstum anzuzweifeln.

Die Geldtheorie und die daraus abgeleitete Politik sind vielschichtig. Es darf zum Beispiel nicht vergessen werden, dass das Geldmengenkonzept neben dem rein quantitativen Element der Geldmenge auch eine andere Komponente beinhaltet, nämlich die Umlaufgeschwindigkeit. Diese hängt von verschiedenen Faktoren, wie beispielsweise den Zinssätzen und der Entwicklung neuer Techniken im Zahlungsverkehr, ab. Daran erinnerte bereits Mitte des vergangenen Jahrhunderts John Stuart Mill. Heute scheinen gewisse Kreise gerade diese Selbstverständlichkeit zur Stützung ihrer Behauptung heranziehen zu wollen, dass jegliche Geldpolitik ihren Sinn verloren habe. Bei näherer Betrachtung entpuppt sich diese Kritik allerdings als schlechte Karikatur und als eine unzulässige Vereinfachung.

Welches sind nun die Empfehlungen dieser Kreise an die Adresse der Zentralbanken? Sie raten zu einer pragmatischeren Handlungsweise und warnen davor, sich von irgendeiner Theorie leiten und damit auf eine einseitige Doktrin festlegen zu lassen. Man müsse aufgrund der jeweiligen Umstände und Ereignisse handeln. Doch das Problem ist nicht so einfach. Gewiss ist geistige Beweglichkeit, welche eine wirksame und rasche Anpassung an sich ständig verändernde Gegebenheiten erlaubt, für die Verantwortlichen der Geldpolitik ebenso unerlässlich wie für die in der Wirtschaft Tätigen. Aber ohne Theorie riskiert man, dem Opportunismus zu verfallen und seine Handlungen nach der jeweils herrschenden Meinung zu richten. So wird man zum Spielball der Umstände, ohne Chance, diese beeinflussen zu können. Wer Zwängen eilfertig nachgibt, ohne auf eine innere Übereinstimmung zu achten, und dabei beliebige Widersprüche in Kauf nimmt, betreibt keine Politik, die diesen Namen verdienen würde. Eine solche Haltung, eine Politik, die sich wie die Fahne nach dem Winde richtet, würde zu einer allgemeinen Verunsicherung führen. Die Unternehmen hätten keinen Anhaltspunkt für ihre Entscheidungen mehr, die Ungewissheit würde zunehmen und dadurch die Investitionsbereitschaft und schliesslich das wirtschaftliche Wachstum insgesamt gefährden.

Die Gegner einer durch Leitsätze bestimmten Geldpolitik lassen ausser acht, dass jede geldpolitische Aktion beschlossen wird, um ein ganz bestimmtes Ziel zu erreichen. Nun ist aber der kausale Zusammenhang zwischen einer Massnahme, die man ergreift, und dem erwarteten Ergebnis per definitionem nichts anderes als der Gegenstand einer Theorie. Im Bereich der Geldpolitik lehrt uns die Theorie aufgrund sehr langer, immer wieder bestätigter Erfahrungen, dass die Beziehung zwischen Geldmenge und Preisniveau nur mittel- und langfristig, nicht aber in der kurzen Frist beobachtet werden kann. Eine sich an dieser Lehre ausrichtende Politik muss daher sehr flexibel und pragmatisch gehandhabt werden. In unserem Land ist es die Aufgabe des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, die Richtung der Geldpolitik zu bestimmen und die Politik in die Praxis umzusetzen. Wie aus der später folgenden Ansprache des Präsidenten

des Direktoriums hervorgeht, konnte diese besonders in unserer unstablen und verwirrenden Zeit schwierige Aufgabe bisher so bewältigt werden, dass den wirtschaftlichen und allgemeinen Interessen unseres Landes Rechnung getragen wurde.

Exposé de M. P. Languetin, président de la Direction générale, à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 24 avril 1987

La situation de l'économie mondiale a été dans l'ensemble favorable en 1986 et les perspectives de croissance demeurent positives. Cependant, les problèmes qui caractérisent la présente décennie restent entiers, s'ils ne sont pas devenus plus aigus. L'instabilité des cours du change, la chute prononcée du dollar, l'aggravation du déséquilibre des balances courantes et la persistance de l'endettement international projettent leur ombre sur la croissance économique et le commerce mondial. Ils constituent autant de défis jetés individuellement aux pays industrialisés et aux pays en développement ou collectivement à la coopération internationale. Les mesures mises en œuvre pour résoudre ces problèmes sont encore insuffisantes. Des progrès ont certes été réalisés, mais c'est surtout la prise de conscience des dangers potentiels menaçant l'économie mondiale, qui est devenue plus générale et plus précise, et la nécessité de redoubler d'efforts, qui est apparue plus évidente et plus pressante.

Dans ce tour d'horizon annuel, j'aborderai les problèmes qui touchent à notre propre économie ainsi qu'à la conduite de la politique monétaire.

1. La conjoncture en Suisse et dans le monde

La phase d'expansion économique modérée que les pays industrialisés ont connue depuis près de quatre ans commence à marquer le pas. Fait à noter, ce ralentissement n'est pas causé par une orientation restrictive des politiques économiques. Depuis plus d'une année au contraire, nombre d'autorités monétaires ont, à tort ou à raison, très nettement atténué l'intensité de la lutte qu'elles ont menée contre l'inflation. L'affaiblissement de la conjoncture trouve plutôt son origine dans les déséquilibres grandissants qui se sont manifestés, dès le début de la reprise, en 1982-1983. Le très fort accroissement du déficit

budgétaire aux Etats-Unis et la surévaluation du dollar qui lui était liée ont déclenché outre-Atlantique un boom des importations et, partant, un solde de plus en plus négatif des balances commerciale et courante américaines. Cette évolution ne pouvait évidemment pas se prolonger sans fin. Elle devait provoquer une correction sous la forme d'une baisse du dollar. Au fur et à mesure que cette dernière s'amplifiait, la conjoncture de pays fortement exportateurs vers les Etats-Unis, tels que le Japon et l'Allemagne, tendait à s'affaiblir.

La reprise qui, pour l'heure s'essouffle, comportait une part de fragilité puisqu'elle reposait initialement sur une dégradation des finances publiques américaines. Elle n'en a pas moins eu des résultats positifs. Tout d'abord, et contrairement à ce qui s'était habituellement passé depuis un quart de siècle, l'expansion n'est pas allée de pair avec une résurgence de l'inflation. Au contraire, cette phase a été marquée par une forte désinflation grâce à la rigueur des politiques monétaires du début des années quatre-vingt. D'un autre côté, cette reprise a pu se produire lors même que la plupart des pays développés ont poursuivi la remise en ordre de leurs finances publiques. Parallèlement, ils ont commencé à démanteler le corset des règlements étatiques qui engourdissent les initiatives privées. Dans notre pays, la modération budgétaire et le retour vers un meilleur équilibre financier des pouvoirs publics ont permis, de concert avec la stabilité monétaire, de consolider les fondements d'une croissance saine de l'économie.

Cependant, la récente phase d'expansion n'a de loin pas résolu tous les problèmes structurels qui gênent l'équilibre économique mondial et dont la solution exige forcément plus qu'une simple impulsion conjoncturelle. Parmi eux, l'endettement international demeure le plus préoccupant. Certes, dans l'ensemble, il n'a pas empiré. Aucune des catastrophes que l'on redoutait lorsque

la crise a éclaté en 1982 n'est survenue. Le système financier international ne s'est pas effondré et les pays débiteurs n'ont pas recouru à un moratoire généralisé. De nombreux accords de rééchelonnement ont été conclus, accompagnés de crédits nouveaux. Le temps ainsi gagné a été mis à profit par les banques créancières qui ont pu renforcer leurs provisions et leurs fonds propres. Malheureusement, d'importants points noirs obscurcissent ces aspects positifs. Les pays endettés n'ont presque pas profité de la baisse des taux d'intérêt mondiaux, car leurs recettes d'exportation ont elles aussi diminué en raison de la chute du prix des matières premières et de la faible croissance mondiale. En conséquence, au lieu de se stabiliser, le niveau de la dette s'est encore élevé et la charge du service des intérêts ne s'est pas allégée. Les mesures de restructuration ou de remise en ordre n'ont eu qu'une portée limitée et l'inflation continue à ronger les économies endettées.

Dans ces conditions, il est compréhensible qu'apparaissent des manifestations d'impatience et de lassitude. L'opinion publique dans les pays endettés supporte mal les sacrifices qu'impliquent le redressement budgétaire et l'assainissement des structures. La décision récente des autorités brésiliennes de suspendre le paiement des intérêts aux banques créancières atteste de la dégradation du climat. Il n'y a cependant pas de remède miracle à cette situation. Le problème de l'endettement international ne se résoudra pas du jour au lendemain. Des deux côtés, il y faudra volonté, persévérance et imagination. Ce n'est sans doute qu'au fil de négociations ordonnées et de concessions équilibrées que les pays débiteurs pourront améliorer leur crédibilité économique et financière et que, s'appuyant sur la coopération internationale, ils pourront promouvoir à nouveau une croissance durable de leur économie.

A côté de l'endettement international, d'autres problèmes structurels hypothèquent l'évolution du commerce mondial. Le développement technologique, l'émergence de nouvelles nations industrialisées, l'instabilité chronique des marchés des matières premières nécessitent une nouvelle répartition géographique de la production. Cet ajustement fondamental imposera un effort

d'investissements accru aux économies développées, aux petites économies comme la nôtre en particulier. Sur ce plan, les caractéristiques qui ont marqué l'expansion de l'économie suisse depuis plus de quatre ans sont encourageantes. Entre 1983 et 1986, en effet, en affichant une croissance annuelle moyenne de 8,3%, l'investissement en équipement fut l'élément le plus dynamique de la demande globale, ce qui ne s'était jamais vu dans les autres phases d'expansion que notre pays a connues depuis la deuxième guerre mondiale. Cette vigueur des investissements est d'autant plus réjouissante qu'elle ne s'est pas produite au détriment des exportations de biens et de services dont la croissance moyenne a dépassé 5% par an.

Ces deux facteurs, s'alliant, durant la même période, à une croissance moyenne modérée de la consommation privée et publique ainsi qu'au développement régulier et non inflationniste de la construction, reflètent une reprise équilibrée, qui a certainement renforcé la capacité de résistance tant réelle que financière de notre économie aux chocs d'origine externe. A l'heure actuelle certes, les perspectives conjoncturelles sont moins favorables qu'elles ne le furent ces deux dernières années, mais elles demeurent satisfaisantes. Comme notre économie avait atteint et risquait même de franchir le seuil de la surchauffe en 1985, cette évolution marque plutôt un retour vers un rythme normal de croissance qu'un véritable revirement de la conjoncture.

2. Politique monétaire, croissance et inflation

L'action de la Banque nationale a certainement contribué d'une façon positive à ce développement favorable de l'économie suisse. Notre stratégie, je le rappelle, consiste à maintenir dans notre pays une croissance monétaire compatible dans la moyenne période avec la stabilité des prix et des coûts. En effet, seule celle-ci offre aux entreprises de bonnes chances de conduire rationnellement leur politique de production, d'investissement et de vente, assurant ainsi leur compétitivité face à la concurrence étrangère sur

notre marché aussi bien qu'à l'exportation. Cette stabilité, qui est favorable à l'évolution de relations harmonieuses entre partenaires sociaux, facilite également la tâche financière de l'Etat et l'équilibre de son budget. C'est dans cet esprit qu'au début de cette décennie, lorsque l'inflation s'accélérait en Suisse, la Banque nationale a décidé de lutter contre le renchérissement par une politique monétaire de rigueur. Toutefois, nos efforts ont été graduels afin de permettre à notre économie de s'adapter au moindre coût à son nouvel environnement.

Cette tâche, la Banque nationale l'a en grande partie accomplie et elle a largement atteint les objectifs monétaires qu'elle s'était fixés. La rigueur de cette politique a fait reculer le renchérissement sans pour autant empêcher notre économie de prospérer. La croissance, qui a été de 2,5% en moyenne entre 1983 et 1986, a été satisfaisante et équilibrée, le taux d'emploi est resté très élevé et notre secteur productif, dans son ensemble, a pu dominer ses problèmes et s'adapter aux conditions nouvelles de l'économie mondiale. De plus, notre action a fortement contribué à la baisse des taux d'intérêt en Suisse, qui demeurent stables et bas alors que le franc s'est maintenu dans des limites acceptables face aux principales devises européennes.

Parallèlement, l'inflation s'est progressivement calmée. Sur ce point cependant, les chiffres sont en partie trompeurs. En 1986 en effet, la stabilité de l'indice des prix à la consommation a été favorisée par deux facteurs exceptionnels: la chute des prix pétroliers et la rapide dépréciation du dollar. De son côté, le taux de renchérissement des marchandises suisses, bien qu'il ait baissé parallèlement à l'indice global depuis 1982, restait encore supérieur à 2%. Avec la disparition de ces influences positives, la remontée de l'indice, que l'on observe depuis le début de cette année, était prévisible, car certaines forces inflationnistes demeurent. Aussi la Banque nationale continuera-t-elle à assigner une priorité de haut rang à la lutte contre l'inflation et à maintenir ces prochaines années le degré de rigueur de sa politique. C'est pourquoi elle s'est fixé pour 1987, et comme elle l'avait fait pour 1986, un objectif de croissance monétaire de 2%.

La poursuite de cette stratégie à moyen terme implique toutefois que notre politique soit mise en œuvre avec la souplesse requise par les incertitudes et les fluctuations temporaires des marchés monétaires et financiers. Cette attitude flexible de la Banque nationale est particulièrement nécessaire face aux soubresauts occasionnels du marché monétaire suisse d'une part, face à l'instabilité du dollar d'autre part.

3. La Banque nationale, le marché monétaire et les paiements interbancaires

Au printemps 1986, de subites tensions apparurent sur le marché monétaire. En fin de mois, et surtout en fin de trimestre, les banques connaissent un besoin de liquidités accru en partie pour respecter leurs obligations légales de couverture, en partie pour assurer l'accroissement normal des ordres de paiements. Par tradition, et pour empêcher les taux d'intérêt au jour le jour d'atteindre des niveaux extravagants, la Banque nationale augmente alors temporairement l'encours de ses crédits. Mais elle ne peut satisfaire la totalité de la demande sans perdre totalement son contrôle sur l'offre de monnaie. Elle doit donc faire en sorte que la quantité de liquidités supplémentaires fournie aux banques lors des échéances soit compatible avec le cours général de sa politique, en d'autres termes que ses actions en fin de mois et celles qu'elle mène dans le courant du mois exercent le même degré de rigueur sur l'économie.

Etant donnée la volatilité de la demande de monnaie lors des échéances, ce principe n'est pas toujours facile à appliquer. Au printemps 1986, le changement qui a affecté le comportement des banques avait un caractère durable qui n'a pas pu être identifié immédiatement. Dès que cela fut possible, en juillet, la Banque nationale a adapté son action et les tensions se sont progressivement apaisées sur le marché monétaire. Nous avons ainsi agi avec la flexibilité nécessaire et nous entendons maintenir à l'avenir le degré de souplesse dont nous avons fait preuve ces derniers mois.

En ce qui concerne le marché monétaire, la Banque nationale est d'autant plus vigilante

qu'elle assume une obligation légale à l'égard du trafic des paiements. En particulier, elle se reconnaît une responsabilité vis-à-vis du système SIC (Swiss Interbank Clearing) qui assurera prochainement sur ordinateur les transactions interbancaires. Comme ce système utilisera de la monnaie centrale, nous devons faire respecter les exigences fondamentales d'égalité de traitement, de sécurité et de stabilité. En pratique, cela signifie que toutes les banques qui le désirent auront accès au système, que toutes les opérations se dérouleront équitablement sans qu'un des participants n'ait de privilèges particuliers et que les coûts ne seront pas discriminatoires. De plus, la Banque nationale aura compétence pour approuver les règles internes du système et pour contrôler le bon fonctionnement des opérations.

Le démarrage de ce système, qui aura lieu en juin, se fera d'une façon pragmatique. Durant les premières années, l'entreprise TELEKURS, émanation des banques et qui est à l'origine du projet, fournira, sur mandat de la Banque nationale, les services d'exploitation nécessaires. Au fil du temps cependant, notre emprise sur le système SIC grandira, même si la forme définitive de notre participation n'est pas encore fixée. Cet engagement de notre part, conforme à nos attributions, permettra ainsi aux banques suisses de disposer d'un système de paiements interbancaires moderne, efficace et sûr.

4. La Banque nationale et le marché des changes

La Banque nationale est aussi attentive à la volatilité des changes. En effet, les fluctuations des cours tantôt menacent tantôt favorisent la stabilité des prix et la capacité concurrentielle de notre économie. Après la lutte contre l'inflation, objectif primordial, la stabilisation des changes au travers d'une coopération internationale accrue constitue la deuxième préoccupation de la Banque nationale. A l'heure actuelle, le problème est avant tout celui des variations du dollar, car les circonstances qui avaient conduit à une appréciation démesurée et sur un large front du franc en 1978 sont foncièrement différentes aujourd'hui.

Les deux situations en effet ne sont pas comparables. Durant les années soixante-dix, trois effets poussaient à la hausse de notre monnaie. Un effet de rattrapage, car le franc avait été nettement sous-évalué à la fin du régime des changes fixes; un effet de refuge parce que les mouvements de capitaux étaient alors relativement plus libres en Suisse qu'ailleurs; un effet de mystique enfin, les marchés envisageant une réévaluation continue de notre monnaie. Or, ces trois motifs ont disparu à l'heure actuelle. Le franc n'est en tout cas pas sous-évalué, les mouvements de capitaux ont été libéralisés pour les principales devises et l'expérience des années quatre-vingt a tué la croyance en une hausse permanente du franc. Ces nouvelles conditions et le parallélisme des politiques monétaires expliquent pourquoi le cours de notre monnaie a suivi depuis plusieurs années le même chemin que celui des principales devises européennes.

Cette stabilité contraste avec les fluctuations que le cours du dollar subit ou fait subir au monde depuis la fin du système de Bretton Woods, faiblissant entre 1971 et 1978, avant de se réévaluer jusqu'en 1985 pour se déprécier rapidement ces deux dernières années. Toutefois, la monnaie américaine n'a pas seulement fluctué dans une large zone de modération, elle est aussi, et malheureusement, entrée plus d'une fois dans une zone d'exagération qui n'avait plus de liens avec les réalités économiques fondamentales. Dans ces conditions, la récente faiblesse du dollar préoccupe les responsables économiques à tous les niveaux. Face à l'ampleur du problème, la Banque nationale est toutefois consciente de ne pouvoir agir seule. La coopération entre toutes les autorités monétaires est nécessaire pour empêcher le dollar de franchir un seuil d'exagération dommageable pour tous. C'est pourquoi nous avons pris note avec satisfaction de l'accord du Louvre intervenu entre six grands pays en février dernier, accord qui consacre le principe d'une collaboration internationale renforcée. Nous sommes déterminés – comme nous l'avons d'ailleurs déjà fait – à participer dans la mesure du possible et du désirable aux interventions concertées.

De telles mesures sont certes utiles dans le court terme, mais l'accord du Louvre ne pourra avoir d'effets durables sans correction des déséquilibres fondamentaux, sans réduction du déficit budgétaire américain et sans une meilleure croissance en Europe et au Japon. Vraisemblablement, un certain rajustement des politiques monétaires trop expansives sera aussi nécessaire. L'opinion prévaut de plus en plus que la quantité de monnaie croît trop rapidement aux Etats-Unis. Si cet état de fait devait persister encore longtemps, le cours du dollar ne pourrait être stabilisé qu'au prix d'un relâchement monétaire important de la part des autres banques centrales, posant ainsi les fondements d'une nouvelle vague mondiale d'inflation.

Fait positif, les autorités monétaires des principaux pays n'ont pas abandonné leur stratégie fondamentalement anti-inflationniste même si les tactiques utilisées ont pu varier ici et là. La relative stabilité des prix, des intérêts et des changes est plus que jamais nécessaire pour permettre une croissance économique durable dans le monde. A moyen et à long terme cependant, cela ne sera possible que si les économies fonctionnent sur des bases stables, ce qui implique une convergence des situations et des politiques économiques nationales. C'est seulement en s'engageant résolument dans cette voie que l'on pourra réduire progressivement les déséquilibres qui menacent les principales économies, diminuer l'endettement international et offrir une chance aux pays en développement d'assumer les nécessités de leur croissance. C'est aussi par la voie de la collaboration que le protectionnisme croissant pourra être tenu en échec. Les gouvernements l'ont d'ailleurs compris en lançant, l'automne dernier à Punta del Este, de nouvelles négociations commerciales dans le cadre du GATT.

Ces convictions quant aux besoins de redonner à l'économie mondiale un cadre stable dans lequel elle pourra fonctionner normalement ont gagné en force ces dernières années et elles recueillent un appui grandissant sur le plan international. La Banque nationale, pour sa part, œuvre partout où elle peut le faire en faveur de politiques économiques non-inflationnistes, convergentes et compatibles entre elles.

5. La composition des réserves de la Banque nationale

Lors de l'Assemblée générale, il est d'usage de commenter les aspects extraordinaires que l'exercice écoulé a fait apparaître dans les comptes de la Banque nationale. En 1986, nos réserves de changes ont subi une dépréciation comptable de 3,7 milliards en raison de la baisse du dollar. Ce mouvement fait pendant à l'appréciation de change enregistrée entre 1982 et 1984, alors que la monnaie américaine s'appréciait fortement et rapidement. Pour limiter l'ampleur de ces fluctuations, d'aucuns nous proposent de gérer nos réserves de changes à l'instar d'un agent privé et de les répartir plus activement entre les différentes devises. En tant que banque centrale cependant, la Banque nationale n'a pas la même latitude que d'autres institutions financières de diversifier ses actifs, du moins sur une large échelle.

En premier lieu, et compte tenu de l'importance de nos réserves, nous ne pouvons que les placer sur un marché suffisamment large, où le taux d'intérêt est insensible à nos décisions, pour ne pas perturber l'action de la banque centrale concernée. Jusqu'à présent, seul le marché monétaire aux Etats-Unis et celui, parallèle, de l'euro-dollar remplissent cette condition. Cette situation reflète d'ailleurs le rôle primordial de la monnaie américaine dans les paiements internationaux et elle justifie, sur un deuxième plan, la composition actuelle de nos réserves. En effet, en cas de crise ou de guerre, si notre économie avait brutalement besoin des liquidités internationales que nous avons accumulées, elle nous demanderait presque exclusivement des dollars. Enfin, il faut toujours garder à l'esprit que nos ventes et nos achats de devises, surtout si elles sont importantes, sont interprétées comme des interventions de change. Diversifier nos réserves sur une large échelle revient donc implicitement à jouer à la hausse d'une monnaie et à la baisse d'une autre. Cette action risque de déstabiliser les marchés des changes, de s'opposer à la politique d'autres banques centrales et de nous exclure de la collaboration entre autorités monétaires, qui est aujourd'hui plus indispensable que jamais.

Néanmoins, si une action d'envergure n'est pas envisageable, des adaptations d'une ampleur moindre sont possibles. Nous l'avons déjà fait en accroissant régulièrement depuis quelques années notre portefeuille de titres en francs suisses. Nous continuons cette opération avec prudence et souplesse. Mais, il doit être clair pour tous que la Banque nationale ne peut pas gérer ses avoirs d'une façon agressive et que les modifications dans la composition de ceux-ci doivent être graduelles et progressives.

Conclusion

Les problèmes qui se posent à l'économie mondiale sont sérieux et, à certains égards, préoccu-

pants. Les perspectives qui s'offrent à notre pays n'en sont pas moins positives. C'est dire qu'il serait tout aussi erroné de douter de notre avenir économique que de minimiser l'ampleur des efforts qui sans relâche devront être poursuivis pour maintenir à notre appareil productif sa capacité de croissance et de concurrence. Notre influence sur les affaires du monde est limitée, mais la maîtrise de notre propre destin n'est pas entamée et notre faculté de nous adapter à des circonstances mouvantes s'est renforcée en fonction même des défis qui nous ont été jetés dans les années 1970 et dans la présente décennie. L'économie suisse saura, comme par le passé, tirer parti des ressources qu'elle peut puiser dans ses traditions, dans la solidité de ses institutions comme dans la continuité et la crédibilité des politiques suivies.

Referat von Pierre Languetin, Präsident des Direktoriums, an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 24. April 1987

(deutsche Übersetzung)

Im Jahre 1986 war die weltwirtschaftliche Lage gesamthaft gesehen günstig, und die Wachstumsperspektiven sind nach wie vor positiv. Die Probleme, die unser Jahrzehnt kennzeichnen, sind indessen nicht kleiner geworden, sondern haben sich eher noch verschärft. Die Instabilität der Wechselkurse, der markante Kurszerfall des Dollars, die immer noch zunehmenden Ertragsbilanzungleichgewichte und die andauernde internationale Verschuldung werfen ihre Schatten auf das Wirtschaftswachstum und den Welthandel. Ebenso stellen sie eine Herausforderung für die einzelnen Industriestaaten und Entwicklungsländer und gesamthaft für die internationale Zusammenarbeit dar. Die zur Lösung dieser Probleme ergriffenen Massnahmen sind noch ungenügend. Zwar sind gewisse Fortschritte erzielt worden; doch liegen sie in erster Linie darin, dass man sich in breiten Kreisen der möglichen Gefahren für die Weltwirtschaft bewusst geworden ist und die Notwendigkeit erkannt hat, die Anstrengungen zu verdoppeln.

In dem nun folgenden Jahresüberblick werde ich auf die Probleme eingehen, welche die schweizerische Wirtschaft und unsere Geld- und Währungspolitik berühren.

1. Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz und im Ausland

Der leichte Konjunkturaufschwung, der vor beinahe vier Jahren in den Industrieländern eingesetzt hat, beginnt abzufachen. Diese Verlangsamung ist jedoch nicht die Folge einer restriktiveren Wirtschaftspolitik der einzelnen Staaten. Im Gegenteil, seit mehr als einem Jahr haben zahlreiche Währungsbehörden zu Recht oder Unrecht ihren Kampf gegen die Teuerung stark gemässigt. Die schwächere Konjunktur ist vielmehr auf die wachsenden Ungleichgewichte zurückzuführen, die sich seit Beginn des Auf-

schwungs in den Jahren 1982–1983 zeigen. Die massive Ausweitung des amerikanischen Budgetdefizits und die damit einhergehende Überbewertung des Dollars haben jenseits des Atlantiks einen Importboom ausgelöst und damit ein wachsendes Defizit in der amerikanischen Handels- und Ertragsbilanz. Eine solche Entwicklung konnte sich selbstverständlich nicht endlos fortsetzen. Sie musste zwangsläufig zu einer Korrektur in Form eines sinkenden Dollarkurses führen. In dem Masse, wie sich die amerikanische Währung zunehmend abschwächte, zeigte auch die Konjunktur in den stark auf den Export in die USA ausgerichteten Ländern wie Japan und der Bundesrepublik Deutschland Abflachungstendenzen.

Der Aufschwung, der gegenwärtig an Triebkraft verliert, konnte kaum von Dauer sein, beruhte er doch anfänglich auf einer Verschlechterung des amerikanischen Staatshaushaltes. Trotzdem zeitigte er positive Ergebnisse. Zunächst war, im Gegensatz zur üblichen Entwicklung im letzten Vierteljahrhundert, die Konjunkturbelebung nicht von einem neuerlichen Teuerungsanstieg begleitet. Im Gegenteil, diese Periode war gekennzeichnet von einem markanten Inflationsabbau dank der restriktiven Geldpolitik in den frühen achtziger Jahren. Alsdann konnte sich der Aufschwung selbst zu einem Zeitpunkt durchsetzen, als sich die meisten Industrieländer mit der Sanierung ihrer öffentlichen Finanzen befassten. Gleichzeitig begannen sie, das Korsett der die Privatinitiative hemmenden staatlichen Vorschriften abzubauen. In unserem Land war es möglich, durch eine bessere Ausgabendisziplin und die Wiederherstellung eines besseren finanziellen Gleichgewichts bei den öffentlichen Haushalten sowie durch die geldpolitische Stabilität die Grundlage für ein gesundes Wirtschaftswachstum zu schaffen.

Der Aufschwung der letzten Zeit hat jedoch bei

weitem nicht alle Strukturprobleme gelöst, die das Gleichgewicht der Weltwirtschaft beeinträchtigen und deren Lösung notgedrungen mehr als lediglich eine Konjunkturspritze erfordert. Unter diesen Problemen gibt die internationale Verschuldung am meisten zu Besorgnis Anlass. Zwar hat sich die Lage im grossen und ganzen nicht verschlechtert. Keine der Katastrophen, die bei Ausbruch der Krise im Jahre 1982 befürchtet worden sind, ist eingetreten. Weder ist das internationale Finanzsystem zusammengebrochen, noch haben die Schuldnerländer ein allgemeines Moratorium beschlossen. Zahlreiche Umschuldungsabkommen wurden vereinbart und neue Kredite gewährt. Die so gewonnene Zeit wurde von den kreditgebenden Banken zur Verstärkung ihrer Rückstellungen und Eigenmittel genutzt. Leider werden diese positiven Aspekte durch schwerwiegende Mängel überschattet. Die Schuldnerländer haben kaum von den weltweiten Zinssenkungen profitieren können, da ihre Exporteinnahmen als Folge der fallenden Rohstoffpreise und des schwachen Wachstums der Weltwirtschaft sich ebenfalls vermindert haben. Somit hat die Verschuldung weiter zugenommen, anstatt sich zu stabilisieren, und auch der Zinsendienst hat sich nicht verringert. Die Massnahmen zur Restrukturierung und zur Wiederherstellung geordneter Verhältnisse waren lediglich von beschränkter Tragweite, während die Inflation weiterhin an der Wirtschaft der Schuldnerländer nagt.

Unter diesen Umständen ist es verständlich, dass Zeichen der Ungeduld und des Unmuts aufkommen. Die öffentliche Meinung in den Schuldnerländern findet sich nur schlecht ab mit den Opfern, die zur Ausgleichung des Budgets und zur Strukturbereinigung erbracht werden müssen. Der kürzliche Entscheid der brasilianischen Behörden, die Zinszahlungen an die kreditgebenden Banken einzustellen, zeigt, wie sehr sich das Klima verschlechtert hat. Es gibt jedoch keine Wunderkur in einer solchen Situation. Das Problem der internationalen Verschuldung lässt sich nicht von einem Tag zum andern lösen. Es braucht dazu guten Willen, Ausdauer und Phantasie auf beiden Seiten. Zweifellos können die Schuldnerländer nur über geordnete Verhandlungen und mit Hilfe von ausgewogenen Konzessionen an wirtschaftlicher und finanzieller Glaub-

würdigkeit gewinnen und, gestützt auf die internationale Zusammenarbeit, sich erneut ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum sichern.

Nebst der internationalen Verschuldung stellen noch andere Strukturprobleme eine Belastung für die Entwicklung des Welthandels dar. Die erzielten Fortschritte im Technologiesektor, das Auftreten neuer Industrienationen und die chronische Instabilität der Rohstoffmärkte erfordern eine neue geographische Verteilung der Produktion. Diese grundlegende Anpassung zwingt die Industrieländer – insbesondere kleine Volkswirtschaften wie die Schweiz – zu verstärkten Investitionen. Das wirtschaftliche Wachstum der Schweiz gibt in dieser Beziehung seit mehr als vier Jahren Anlass zu Befriedigung. Zwischen 1983 und 1986 stellten die Anlageinvestitionen – bei einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 8,3% – das dynamischste Element der Gesamtnachfrage dar, ein unbekannte Erscheinung in den bisherigen Wachstumsphasen, die unser Land seit dem zweiten Weltkrieg erlebt hat. Diese kräftige Belebung der Investitionstätigkeit ist um so erfreulicher, als sie nicht zu Lasten der Ausfuhr von Gütern und Dienstleistungen erfolgte, deren mittleres Wachstum 5% pro Jahr übertraf.

Diese zwei Faktoren, in Verbindung mit einem im Durchschnitt mässigen Wachstum des privaten und öffentlichen Konsums im gleichen Zeitraum und der stetigen und inflationsfreien Entwicklung im Baugewerbe, sind Zeichen eines ausgeglichenen Aufschwungs, der die reale wie finanzielle Widerstandskraft unserer Wirtschaft gegenüber äusseren Einwirkungen zweifellos erhöht hat. Zurzeit erscheinen die Konjunkturaussichten zwar weniger günstig als in den letzten zwei Jahren, doch sie sind noch durchaus befriedigend. Nachdem unsere Wirtschaft die Überhitzungsschwelle im Jahre 1985 erreicht hatte und sogar Gefahr lief, sie zu überschreiten, ist in dieser Entwicklung eher eine Rückkehr zu einem normalen Wachstumsrhythmus als ein eigentlicher Konjunkturumschwung zu sehen.

2. Geldpolitik, Wachstum und Inflation

Der geldpolitische Kurs der Nationalbank hat

diese günstige Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft ohne Zweifel positiv beeinflusst. Unser Ziel ist es ja bekanntlich, das Geldmengenwachstum in einer Grössenordnung zu halten, die mittelfristig mit stabilen Preisen und Kosten im Einklang steht. Tatsächlich bietet nur eine solche Politik den Unternehmen gute Aussichten, eine rationelle Produktions-, Investitions- und Verkaufspolitik zu führen, um sich auf diese Weise ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber der ausländischen Konkurrenz auf den inländischen Märkten und im Exportsektor zu erhalten. Diese Stabilität, die der Entwicklung harmonischer Beziehungen zwischen den Sozialpartnern förderlich ist, erleichtert zudem die finanzpolitische Aufgabe des Bundes und den Budgetausgleich. Aus diesen Überlegungen entschloss sich die Nationalbank zu Beginn der achtziger Jahre, angesichts der steigenden Inflationsrate in der Schweiz, die Teuerung mittels einer restriktiven Geldpolitik zu bekämpfen. Unsere Politik war indessen graduell, um die schweizerische Wirtschaft in die Lage zu versetzen, sich mit möglichst geringen Kosten den neuen Bedingungen anzupassen.

Diese Aufgabe hat die Nationalbank nun grösstenteils erfüllt und die geldpolitischen Ziele, die sie sich gesetzt hatte, weitgehend erreicht. Der Restriktionsgrad unserer Geldpolitik hat zu einer Rückbildung der Teuerung geführt, ohne indessen den wirtschaftlichen Aufschwung zu behindern. Das Wirtschaftswachstum, welches sich zwischen 1983 und 1986 auf durchschnittlich 2,5% belief, war allgemein befriedigend und ausgeglichen. Die Beschäftigung blieb sehr hoch, während der Produktionssektor im grossen und ganzen seine Schwierigkeiten überwinden und sich den veränderten Bedingungen der Weltwirtschaft anpassen konnte. Überdies hat unser geldpolitischer Kurs erheblich zur Senkung der Zinsen in der Schweiz beigetragen, die sich auf tiefem Niveau stabilisiert haben, während sich der Franken gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen innerhalb akzeptabler Grenzen bewegt.

Gleichzeitig hat sich die Teuerung sukzessive abgeschwächt. Die diesbezüglichen Zahlen sind jedoch teilweise irreführend. Im Jahre 1986 haben zwei aussergewöhnliche Faktoren die Stabi-

lität des Konsumentenpreisindexes begünstigt: der Zerfall der Erdölpreise und die rasche Abwertung des Dollars. Andererseits blieb die Teuerungsrate der schweizerischen Güter, trotz ihres parallel zum Weltindex verlaufenden Rückgangs seit 1982, noch über 2%. Mit dem Wegfall der positiven Einflüsse war der neuerliche Anstieg des Indexes seit Beginn dieses Jahres voraussehbar, nachdem gewisse Inflationstendenzen andauern. Daher wird die Nationalbank dem Kampf gegen die Teuerung weiterhin höchste Priorität einräumen und ihre straffe Geldpolitik in den kommenden Jahren weiterführen. Aus diesem Grunde hat sie das Geldmengenziel für das Jahr 1987 wie im Vorjahr auf 2% festgelegt.

Die Beibehaltung dieses Kurses auf mittlere Frist bedeutet indessen, dass unsere Politik jene Anpassungsfähigkeit aufweist, die angesichts der Ungewissheiten und der zeitweiligen Schwankungen auf den Geld- und Finanzmärkten erforderlich ist. Diese flexible Haltung der Nationalbank ist vor allem nötig im Hinblick auf die gelegentlichen erratischen Bewegungen des schweizerischen Geldmarktes einerseits und die Instabilität des Dollars andererseits.

3. Die Nationalbank, der Geldmarkt und der Interbankenzahlungsverkehr

Im Frühjahr 1986 traten unerwartet Spannungen auf dem Geldmarkt auf. Am Monatsende und insbesondere am Quartalsende haben die Banken einen erhöhten Liquiditätsbedarf, teilweise zur Erfüllung ihrer gesetzlichen Deckungspflicht und teilweise zur Abwicklung des höheren Volumens im Zahlungsverkehr. Um zu verhindern, dass der Tageszins auf ein übermässig hohes Niveau klettert, erhöht die Nationalbank jeweils vorübergehend das Volumen der gewährten Kredite. Doch sie kann nicht die gesamte Nachfrage decken, ohne die Kontrolle über das Geldangebot vollständig zu verlieren. Sie muss deshalb darauf achten, dass die zusätzliche Liquidität, die den Banken am Ultimo gewährt wird, mit dem allgemeinen geldpolitischen Kurs vereinbar ist. Dies heisst mit anderen Worten, dass sich ihre Politik am Monatsende wie auch im Laufe des Monats ähnlich restriktiv auf die Wirtschaft auswirken muss.

Angesichts der Schwankungen der Geldnachfrage am Ultimo ist dieses Prinzip nicht immer leicht einzuhalten. Im Frühjahr 1986 trat eine Veränderung im Verhalten der Banken ein, die nicht von Anfang an als dauerhafte Erscheinung erkannt werden konnte. Sobald dies klar wurde, änderte die Nationalbank im Juli ihren Kurs, was einen sukzessiven Abbau der Spannungen auf dem Geldmarkt zur Folge hatte. Wir gingen somit mit der nötigen Flexibilität vor, und es ist unsere Absicht, auch in Zukunft eine ähnliche Anpassungsfähigkeit wie in den letzten Monaten an den Tag zu legen.

Im Bereich des Geldmarktes ist die Nationalbank um so vorsichtiger, als sie eine gesetzliche Verpflichtung mit Bezug auf den Zahlungsverkehr hat. Insbesondere hat sie eine Verantwortung gegenüber dem SIC-System (Swiss Interbank Clearing) übernommen, welches in naher Zukunft die Abwicklung des Interbankenzahlungsverkehrs mittels EDV vorsieht. Da dieses System mit Notenbankgeld arbeitet, müssen wir den grundlegenden Anforderungen von Gleichbehandlung, Sicherheit und Stabilität gerecht werden. In der Praxis bedeutet dies, dass alle Banken, die dies wünschen, sich dem System anschliessen können, dass sämtliche Transaktionen für alle Teilnehmer gleich durchgeführt werden und dass keine Kostendiskriminierung herrschen darf. Zudem wird die Nationalbank die Kompetenz haben, die internen Spielregeln des Systems gutzuheissen und das einwandfreie operationelle Funktionieren zu überwachen.

Die Inbetriebsetzung dieses Systems ist für Juni geplant und soll auf pragmatische Weise vor sich gehen. Während der ersten Jahre wird die Telekurs AG, ein von den Banken ins Leben gerufenes Unternehmen, von dem das Projekt ursprünglich stammt, im Auftrag der Nationalbank die notwendigen Dienstleistungen erbringen. Im Laufe der Zeit wird unsere Mitwirkung jedoch wachsen, wobei die Art unserer endgültigen Beteiligung noch nicht feststeht. Durch dieses unseren Aufgaben entsprechende Engagement wird den Schweizer Banken ein modernes, leistungsfähiges und sicheres Interbankenzahlungssystem zur Verfügung gestellt.

4. Die Nationalbank und der Devisenmarkt

Die Nationalbank schenkt auch den Wechselkurschwankungen ihre Aufmerksamkeit. Einmal bedrohen, dann wiederum begünstigen die Kurschwankungen die Preisstabilität und die Wettbewerbsfähigkeit unserer Wirtschaft. Nach dem vordringlichsten Ziel, der Teuerungsbekämpfung, stellt die Stabilisierung der Wechselkurse mittels intensivierter internationaler Zusammenarbeit die zweite grosse Sorge der Nationalbank dar. Heute geht es vor allem um das Problem der Dollarschwankungen. Die Situation ist somit grundlegend anders als 1978, als wir eine übermässige Höherbewertung des Frankens auf breiter Front hatten.

Während der siebziger Jahre wurde unsere Währung durch drei Einflussfaktoren in die Höhe getrieben. Einmal bestand ein gewisser Nachholbedarf, nachdem der Franken im Zeitpunkt, als die festen Wechselkurse abgeschafft wurden, beträchtlich unterbewertet war. Dann stellte der Schweizerfranken eine Zufluchtswährung dar, da bei den Kapitalbewegungen in der Schweiz damals relativ grössere Freiheit herrschte als anderswo. Schliesslich spielte eine gewisse Mystifikation eine Rolle angesichts der Erwartung der Märkte, dass sich die Aufwertung unserer Währung immer weiter fortsetzen werde. Diese drei Einflussfaktoren sind nunmehr verschwunden. Der Franken ist jedenfalls nicht unterbewertet, die Kapitalbewegungen sind für die wichtigsten Währungen liberalisiert worden, und die Erfahrungen der achtziger Jahre haben den Glauben an einen Dauerhöhenflug des Frankens zerstört. Unter diesen Umständen ist es folgerichtig, dass der Franken sich seit einigen Jahren parallel zu den wichtigsten europäischen Währungen entwickelt hat.

Diese Stabilität steht im Gegensatz zu den Kursbewegungen, denen der Dollar seit der Abschaffung des Bretton-Woods-Systems ausgesetzt ist – oder denen er die Welt aussetzt. Nachdem er sich zwischen 1971 und 1978 abschwächte, wertete er sich bis 1985 auf und erlebte in den letzten zwei Jahren wieder einen rapiden Kurszerfall. Die amerikanische Währung hat sich jedoch nicht nur innerhalb einer zwar ausgedehnten, aber noch einigermaßen akzeptablen

Bandbreite bewegt. Leider hat sie auch verschiedentlich Höhen und Tiefen erreicht, die keinen Bezug mehr zu den realwirtschaftlichen Grundgegebenheiten hatten. Unter diesen Umständen beschäftigt die Dollarschwäche der letzten Zeit die Wirtschaftsverantwortlichen aller Stufen. Angesichts des Ausmasses des Problems ist sich die Nationalbank jedoch bewusst, dass sie nicht im Alleingang handeln kann. Die Zusammenarbeit sämtlicher Währungsbehörden ist erforderlich, wenn verhindert werden soll, dass der Dollar eine Schwelle überschreitet, jenseits welcher Schaden für alle entsteht. Aus diesem Grunde haben wir mit Genugtuung vom Louvre-Abkommen Kenntnis genommen, das letzten Februar zwischen sechs wichtigen Ländern geschlossen wurde, ein Abkommen, welches das Prinzip der verstärkten internationalen Zusammenarbeit verankert. Wir sind entschlossen – wie wir es auch schon in der Vergangenheit getan haben –, uns im möglichen und wünschenswerten Ausmass an konzertierten Interventionen zu beteiligen.

Derartige Massnahmen erweisen sich wohl kurzfristig als nützlich, doch das Louvre-Abkommen kann keine dauerhaften Wirkungen zeitigen ohne Korrektur der grundlegenden Ungleichgewichte, ohne Abbau des amerikanischen Budgetdefizits und ohne stärkeres Wachstum in Europa und Japan. Wahrscheinlich drängt sich auch eine gewisse Änderung der allzu expansiven Geldpolitik auf. Es herrscht immer mehr die Meinung vor, dass sich die Geldmenge in den Vereinigten Staaten zu stark ausweitet. Wenn dies noch lange andauern sollte, könnte der Dollarkurs nur um den Preis einer beträchtlichen Lockerung der Geldpolitik seitens der anderen Zentralbanken stabilisiert werden, was wiederum die Grundlage für eine neue weltweite Inflationswelle schaffen würde.

Positiv zu vermerken ist, dass die Währungsbehörden der wichtigsten Länder ihre im Grundsatz antiinflationäre Politik nicht aufgegeben haben, auch wenn die angewendete Taktik nicht immer die gleiche war. Zur Sicherung eines dauerhaften Wirtschaftswachstums ist eine relative Preis-, Zins- und Währungsstabilität nötiger denn je. Dies ist mittel- und langfristig jedoch nur möglich, wenn die Wirtschaft auf stabilen Grundlagen funktionieren kann, was eine Konvergenz der

wirtschaftlichen Lage und der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder bedingt. Nur ein entschlossenes Engagement in dieser Richtung kann dazu führen, dass die Ungleichgewichte, welche die wichtigsten Volkswirtschaften bedrohen, sukzessive eliminiert und die internationale Verschuldung abgebaut werden und dass die Entwicklungsländer die Chance erhalten, den Anforderungen für ihr eigenes Wachstum gerecht zu werden. Ausserdem kann durch Zusammenarbeit der zunehmende Protektionismus in Schach gehalten werden. Dies ist von den Regierungen übrigens anerkannt worden; äusseres Zeichen dafür sind die im vergangenen Herbst in Punta del Este im Rahmen des GATT aufgenommenen neuen Verhandlungen über die Handelsbeziehungen.

Die Einsicht hat in den letzten Jahren an Boden gewonnen und erhält international zunehmend Unterstützung, dass die Weltwirtschaft wieder einen stabilen Rahmen braucht, innerhalb dessen sie normal funktionieren kann. Die Nationalbank setzt sich wo immer möglich für nicht-inflationäre, konvergente und aufeinander abgestimmte wirtschaftspolitische Massnahmen ein.

5. Die Zusammensetzung der Reserven der Nationalbank

Anlässlich der Generalversammlung ist es üblich, die aussergewöhnlichen Aspekte, welche im abgelaufenen Geschäftsjahr die Jahresrechnung der Nationalbank geprägt haben, zu erläutern. Im Jahre 1986 haben wir auf unserem Devisenbestand als Folge des Dollarkursrückgangs einen Buchverlust von 3,7 Mrd. Franken erlitten. Dieser Rückgang bildet das Gegenstück zum Kursanstieg in den Jahren 1982 bis 1984, als sich die amerikanische Währung ebenso kräftig und rasch aufwertete. Um das Ausmass dieser Bewegungen zu begrenzen, ist verschiedentlich der Vorschlag gemacht worden, wir sollten unsere Devisenreserven in der Art eines Privatunternehmens verwalten und sie flexibler auf die verschiedenen Währungen aufteilen. Als Zentralbank hat die Nationalbank jedoch nicht eine gleich freie Hand wie andere Finanzinstitutionen, ihre Aktiven zu diversifizieren, mindestens nicht auf breiter Basis.

Zum einen können wir unsere Reserven angesichts ihres Umfangs nur auf einem genügend grossen Markt plazieren, wo unsere Entscheidungen keinen Einfluss auf den Zinssatz haben, um nicht störend auf die Politik der betreffenden Zentralbank einzuwirken. Bis heute wird diese Bedingung lediglich vom amerikanischen Geldmarkt und, parallel dazu, vom Eurodollarmarkt erfüllt. Dies zeigt zudem die wichtige Rolle auf, welche die amerikanische Währung im internationalen Zahlungsverkehr spielt, was ein zweiter Grund für die gegenwärtige Zusammensetzung unserer Reserven ist. Wenn unsere Wirtschaft im Falle einer Krise oder eines Krieges unvermittelt die von uns geäußerte internationale Liquidität benötigen sollte, würde sie von uns fast ausschliesslich Dollar verlangen. Schliesslich darf auch nie vergessen werden, dass unsere Devisenkäufe und -verkäufe, besonders wenn sie einen grösseren Umfang erreichen, als Wechselkursinterventionen betrachtet werden. Unsere Reserven in grossem Ausmass diversifizieren heisst im Grunde, auf Hausse oder Baisse einer Währung zu spekulieren. Ein solches Vorgehen birgt somit die Gefahr in sich, die Devisenmärkte zu destabilisieren, die Politik anderer Zentralbanken zu durchkreuzen und uns von der Zusammenarbeit zwischen den Währungsbehörden auszuschliessen, die heute mehr denn je unerlässlich ist.

Während eine Diversifikation im grossen Stil nicht in Betracht gezogen werden kann, sind weniger umfassende Änderungen möglich. So nehmen wir bereits seit einigen Jahren eine regelmässige Aufstockung unseres Wertschriftenportefeuilles in Schweizerfranken vor. Wir werden dies mit der gebotenen Vorsicht und Flexibilität fortsetzen. Es ist jedoch klar, dass die Nationalbank ihre Aktiven nicht auf aggressive Weise verwalten darf und dass Änderungen in deren Zusammensetzung schrittweise und sukzessive erfolgen müssen.

Schlussfolgerungen

Die Weltwirtschaft ist mit ernsten und teilweise auch beunruhigenden Problemen konfrontiert. Die Aussichten für unser Land sind nichtsdestoweniger positiv. Es wäre demnach genauso

falsch, unsere wirtschaftliche Zukunft in Frage zu stellen wie die Anstrengungen zu unterschätzen, die weiterhin notwendig sind, um die Konkurrenzfähigkeit und die Wachstumsmöglichkeiten unserer Wirtschaft zu erhalten. Unser Einfluss auf die Weltlage ist beschränkt, doch unser eigenes Schicksal liegt nach wie vor in unserer Hand. Unsere Fähigkeit, uns den ständig ändernden Verhältnissen anzupassen, ist nicht zuletzt angesichts der Herausforderung der siebziger und achtziger Jahre grösser geworden. Die schweizerische Wirtschaft wird weiterhin das Kapital zu nutzen wissen, das in ihren Traditionen, der Zuverlässigkeit ihrer Institutionen und der Kontinuität und Glaubwürdigkeit unserer Wirtschaftspolitik steckt.

Schweizerische Rechtsgrundlagen der internationalen Währungshilfe

Peter Klausner*

1. Einleitung

Die Zahlungsschwierigkeiten einer Reihe hochverschuldeter Länder sind seit 1982 zum dominierenden Thema der internationalen Währungszusammenarbeit geworden. Auch heute noch bilden die Verschuldungsprobleme osteuropäischer, lateinamerikanischer, afrikanischer und asiatischer Länder eine ernsthafte Bedrohung für die Stabilität des internationalen Finanzsystems. Nach den Statistiken der Weltbank betrug die externe Verschuldung der Länder der Dritten Welt Ende 1986 nicht weniger als 1035 Mrd. Dollar. Der Zinsendienst der 17 am höchsten verschuldeten Länder belief sich 1985 im Durchschnitt auf 23,5% ihrer Erlöse aus dem Export von Gütern und Dienstleistungen¹.

Die Schweiz hat in den vergangenen Jahren substantielle Beiträge zur Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite überschuldeter Länder und zur Erleichterung der währungspolitischen Zusammenarbeit zwischen den Industriestaaten geleistet. Sie beteiligte sich nicht nur an zahlreichen international koordinierten Finanzierungsaktionen, sondern leistete auch gezielt bilaterale Währungshilfe. Nach Bundesrecht obliegt es der Schweizerischen Nationalbank (SNB), internationale Währungsbeihilfen durchzuführen. Sie handelt dabei autonom, soweit sie die Massnahmen gestützt auf das Nationalbankgesetz (NBG) trifft; sie ist eigenständiges Vollzugsorgan des Bundes im Bereiche völkerrechtlicher Abmachungen, soweit die internationale Währungshilfe im Rahmen besonderer Bundesbeschlüsse gewährt wird².

Bereits mit der Revision des Nationalbankgesetzes von 1978 ist der notenbankpolitische Handlungsspielraum in der internationalen Währungshilfe ausgeweitet worden³. Der Bundesbeschluss über den Beitritt zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des Internationalen Währungsfonds (vom 14. Dezember 1983)⁴ und die Verlängerung des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen (vom 22. März 1985)⁵ sichern den Bundesbehörden zusätzliche Möglichkeiten der Teilnahme an internationalen Beistandsaktionen. So dürfte es reizvoll sein, dem Zusammenspiel dieser drei Rechtsgrundlagen der internationalen Währungshilfe einige grundsätzliche Gedanken zu widmen.

2. Begriff und Arten der internationalen Währungshilfe

Die internationale Währungshilfe der Schweiz ist in den einschlägigen Rechtserlassen des Bundes nirgends definiert. In einem sehr weiten Sinn verstanden bedeutet Währungshilfe das leihweise Zurverfügungstellen von Währungsreserven durch eine Zentralbank zum Zweck, das gute Funktionieren des internationalen Währungs- und Finanzsystems sicherzustellen. Nach ihrer Zielsetzung heben sich die Währungshilfemass-

* Direktor und Stellvertreter des Vorstehers des I. Departements der Schweizerischen Nationalbank. Leicht überarbeitete Fassung eines Beitrags zur Festschrift «Staat und Gesellschaft», herausgegeben zum 70. Geburtstag von Prof. Leo Schürmann von der jur. Fakultät der Universität Freiburg (1987).

¹ World Debt Tables, International Bank for Reconstruction and Development, Washington DC 1986/87.

² L. Schürmann, Wirtschaftsverwaltungsrecht, 2. Aufl. Bern 1983, S. 309; Jubiläumsschrift «75 Jahre Schweizerische Nationalbank», Zürich 1982, S. 120.

³ Änderung von Art. 14 Ziff. 3, 14 NBG. Dazu Botschaft des Bundesrates über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 27. Februar 1978 (BBl 1978 I 829/30); L. Schürmann, Kommentar zum Nationalbankgesetz, Bern 1980, Art. 14, N. 42, 71–73.

⁴ AS 1984 845. Dazu Botschaft des Bundesrates vom 29. Juni 1983 (BBl 1983 II 1367).

⁵ AS 1985 1036. Dazu Botschaften des Bundesrates vom 27. Januar 1975 (BBl 1975 I 614) und vom 5. September 1984 (BBl 1984 II 1486).

nahmen einer Zentralbank von ihren Devisenanlagegeschäften deutlich ab. Devisenanlagen werden in der Regel nach den betriebswirtschaftlichen Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag getätigt und sind somit nicht währungspolitisch begründet⁶.

Die Anfänge der internationalen Währungshilfe gehen auf die sogenannte Pfundkrise von 1961 zurück. Seither ist die Währungshilfe, zum grösseren Teil völkerrechtlich institutionalisiert, von der SNB in vielfältigen Formen praktiziert worden. Mit der wachsenden Bedeutung, welche internationale Währungsorganisationen wie der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bei der Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen erlangten, änderten sich die Parteien der Währungshilfevereinbarungen, die Art und Laufzeit der eingegangenen Verpflichtungen und – in der Schweiz wie in anderen Ländern – tendenziell die Rollenverteilung zwischen Regierung und Notenbank.

Wenn hier der Versuch unternommen wird, quasi «empirisch» eine Typologie der Währungshilfeoperationen zu entwickeln, geschieht dies, ohne ökonomische Durchdringung, allein in der Absicht, das Verständnis für das Ineinandergreifen der verschiedenen Rechtsgrundlagen zu erleichtern. Als internationale Währungshilfe lassen sich folgende Finanzgeschäfte bezeichnen:

- *Bilateral oder multilateral vereinbarte Kredite der SNB an ausländische Zentralbanken.* Diese Kredite sind zumeist kurzfristiger Natur. Unter dem System fester Wechselkurse bezeichnete man sie mitunter als «Stützungskredite», weil der Kreditbetrag vom schuldnerischen Noteninstitut zur Verteidigung der Wechselkursparität seiner Währung eingesetzt wurde⁷.
- *Kredite der SNB an den IWF, welcher die Mittel seinerseits überschuldeten Ländern zur Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten zur Verfügung stellt.* In diese Kategorie fallen zunächst Kreditverträge, welche die Schweiz direkt mit dem IWF abschliesst⁸, ferner Kreditvereinbarungen, welche die SNB zusammen mit andern Notenbanken durch Ver-

mittlung der BIZ mit dem IWF eingeht⁹ sowie schliesslich Kreditaufnahmen des IWF unter den sog. «General Arrangements to Borrow» (Allgemeine Kreditvereinbarungen: AKV), denen die SNB seit dem 10. April 1984 als teilnehmende Institution angehört¹⁰.

- *Garantiezusagen der SNB an die BIZ* für sogenannte Überbrückungskredite an die Zentralbanken hochverschuldeter Länder¹¹. Derartige Überbrückungskredite dienen der Behebung unvermittelt auftretender Liquiditätsschwierigkeiten. Die Kredite werden von der BIZ aus eigenen Mitteln finanziert; mit einer «Substitutionsklausel» wird indessen das Kreditrisiko dergestalt an eine Mehrzahl von Zentralbanken weitergegeben, dass im Falle der Nichterfüllung der Verpflichtungen des Schuldners die beteiligten Zentralbanken nach einem festgelegten Verteilungsschlüssel in die Rechte und Pflichten der kreditgebenden Organisation eintreten¹².
- *Direktkredite an ausländische Staaten, welche die SNB im Auftrag des Bundes gestützt auf multilaterale oder bilaterale staatsvertragliche*

⁶ In der Jahresrechnung unterteilt die SBN seit 1983 ihren Devisenbestand in «Währungskredite» und «Devisenanlagen», um die währungs- beziehungsweise anlagepolitische Zielsetzung der jeweiligen Aktiven kenntlich zu machen: vgl. 76. Geschäftsbericht SNB 1983, S. 42; 77. Geschäftsbericht SNB 1984, S. 37; 78. Geschäftsbericht SNB 1985, S. 41; 79. Geschäftsbericht SNB 1986, S. 40.

⁷ Beispiele in Jubiläumsschrift SNB (Anm. 2), S. 245, 246, 249f: Swap-Kredit 1962 an die Federal Reserve Bank of New York; Stützungskredite 1964 an die Banca d'Italia, 1966 an die Banque de France und 1976 an die Bank of England.

⁸ Beispiele in Jubiläumsschrift SNB (Anm. 2), S. 248, 251, und im 74. Geschäftsbericht SNB 1981, S. 39: Kredite 1976, 1977, 1979 und 1981 an den IWF.

⁹ 77. Geschäftsbericht SNB 1984, S. 34: Kredit 1984 an den IWF.

¹⁰ AS 1984 847, 855. Zu Entstehungsgeschichte und Assoziierung der Schweiz mit den General Arrangements to Borrow: J. Gold, *Legal and Institutional Aspects of the International Monetary System: Selected Essays*, Washington D.C. 1979, S. 448 ff., 460.

¹¹ Beispiele im 76. Geschäftsbericht SNB 1983, S. 38: Garantiezusagen 1982/1983 für Kredite der BIZ an Mexiko, Ungarn, Brasilien, Argentinien und Jugoslawien (vgl. auch BBl 1984 II 1498 ff.); ferner Garantiezusagen 1986/87 für Kredite der BIZ an Mexiko und Argentinien (Quartalshefte SNB Nr. 3/1986, S. 200, und Nr. 1/1987, S. 72).

¹² Quartalsheft SNB Nr. 2/1983, S. 67.

Abmachungen gewährt. Es handelt sich ihrer Natur nach um mittelfristige Kredite an ärmere Industrieländer zur Milderung von Zahlungsbilanzungleichgewichten (sogenannte Zahlungsbilanzhilfen)¹³.

Die internationale Währungshilfe muss von Massnahmen des Bundes zur Exportförderung und zur Entwicklungshilfe abgegrenzt werden. Denn die Bundeserlasse, welche die SNB zur Gewährung internationaler Währungshilfe ermächtigen, stützen sich allein auf den Notenbankartikel (Art. 39 BV) als materielle Verfassungsgrundlage. Die bundesrätliche Botschaft zur Verlängerung und Änderung des Währungshilfebeschlusses¹⁴ hat hier eine seit längerem fällige Klärung gebracht: Währungskredite und Garantiezusagen der SNB dürfen nicht an die Bezüge von schweizerischen Gütern und Dienstleistungen gebunden werden¹⁵. Eine derartige Bindung wäre den Bemühungen zur Aufrechterhaltung eines freien internationalen Zahlungsverkehrs diametral entgegengesetzt. Die internationale Währungshilfe unterliegt aber auch anderen Voraussetzungen als die staatliche Entwicklungshilfe; Währungskredite zugunsten von Entwicklungsländern sind auf jene fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu beschränken, die nicht in den Genuss schweizerischer Zahlungsbilanzhilfe im Rahmen der Entwicklungszusammenarbeit¹⁶ gelangen können.

Begrifflich umfasst der Terminus «Internationale Währungshilfe» demnach Kredite und Garantiezusagen der Nationalbank an ausländische Zentralbanken, Staaten oder internationale Organisationen zur Verhütung oder Behebung von Wechselkursverzerrungen, Liquiditätskrisen oder Zahlungsbilanzungleichgewichten.

3. Art. 14 Nationalbankgesetz

Die SNB greift zur Erfüllung ihres öffentlichen Auftrags in weitem Umfang auf rechtsgeschäftliche Mittel zurück. Gesetzliche Grundlage für die rechtsgeschäftliche Beeinflussung von Geldmenge, Wechselkurs und Zinsniveau bildet Art. 14 NBG¹⁷. Die dort abschliessend aufgezählten Geschäfte wickelt die Notenbank im Rahmen der Parteiautonomie ab, wobei sie allerdings kei-

ne uneingeschränkte Privatrechtsautonomie besitzt¹⁸. Mitwirkungs- und Aufsichtsbefugnisse des Bundes bestehen hier – sieht man von der Genehmigung des Geschäftsberichts und der Jahresrechnung einmal ab (Art. 25 NBG) – grundsätzlich keine¹⁹. Weil auch Währungshilfeleistungen eine rechtsgeschäftliche Komponente aufweisen, liegt die Frage nahe, ob sich im Nationalbankstatut, das heisst unter Art. 14 NBG, Bestimmungen finden, die als Rechtsgrundlage dafür herangezogen werden können.

Fast zwangsläufig richtet sich das Augenmerk dabei auf die *dritte Ziffer von Art. 14 NBG*. Diese Vorschrift gruppiert das Devisengeschäft der Notenbank in drei Bereiche. Die SNB ist berechtigt zum An- und Verkauf von

- Wechseln und Checks auf das Ausland
- leicht realisierbaren Schuldverschreibungen bestimmter ausländischer Schuldnerkategorien (Staaten, internationale Organisationen, Banken)
- andern Guthaben auf das Ausland mit einer Laufzeit von maximal 12 Monaten

«Auf das Ausland» heisst, dass die Forderung auf fremde Währung lauten und im Ausland zahl-

¹³ Beispiele im 76. Geschäftsbericht SBN 1983 (S. 38): Bilaterale Zahlungsbilanzhilfen an Portugal 1977, Türkei 1979/80 und Jugoslawien 1983 (vgl. auch BBl 1984 II 1497).

¹⁴ BBl 1984 II 1491.

¹⁵ Der Exportwirtschaft kann aufgrund der Förderungskompetenz in Art. 31bis Abs. 2 BV Bundeshilfe zuteil werden: F. Gygi, *Wirtschaftsverfassungsrecht*, Bern 1981, S. 135. Das BG über ausserwirtschaftliche Massnahmen vom 25. Juni 1982 (SR 946.201; BBl 1982 I 61) ermächtigt jedoch den Bundesrat nicht zur Gewährung von Finanzkrediten an das Ausland im Rahmen schweizerischer Wirtschaftshilfe.

¹⁶ BG über die internationale Entwicklungszusammenarbeit und humanitäre Hilfe vom 19. März 1976 (SR 974.0; BBl 1975 I 487).

¹⁷ Schürmann (Anm. 3), Art. 14, N. 7; B. Kleiner, *Die Gesetzgebung über das Bankwesen in Bund und Kantonen*, 2. Aufl., Zürich 1979, S. 119f.; P. Nobel, *Praxis zum öffentlichen und privaten Bankenrecht der Schweiz*, Bern 1979, S. 52ff.

¹⁸ Nach BGE 109 Ib 155 hat die SNB in ihrem privatrechtlichen Handeln sinngemäss die verfassungsmässigen Grundrechte zu beachten: «Sie darf auch als Subjekt des Privatrechts insbesondere nicht rechtsungleich oder willkürlich Rechte erteilen oder Pflichten auferlegen.»

¹⁹ Schürmann (Anm. 3), Art. 14, N. 6; P. Merz, *Notenbankpolitik mit Vereinbarungen*, Diss. St. Gallen 1981, S. 162ff.

bar sein muss²⁰. Der Erwerb von Aktiven, die auf Schweizerfranken lauten, ist nicht Gegenstand der Ziff. 3 von Art. 14 NBG.

Der Wortlaut des dritten Geschäftsbereichs könnte den *Eindruck einer Generalklausel* erwecken, die jegliche Art von Guthaben gegenüber ausländischen Schuldern (mit einer Laufzeit bis zu zwölf Monaten) zulässt. Wollte man den Bedeutungsgehalt der «andern Guthaben» so weit fassen, könnte die SNB kurzfristige Währungshilfekredite – sei es an internationale Organisationen wie den IWF, sei es an ausländische Zentralbanken oder Staaten – ohne besondere Rechtsgrundlage direkt gestützt auf das Nationalbankgesetz gewähren. Die Bundesbeschlüsse über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen und über den Beitritt zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen wären alsdann auf die Funktion einer Rechtsgrundlage für die mittelfristige Währungshilfe reduziert. Ansatzpunkte für eine solche Betrachtungsweise scheinen sich nicht zuletzt aus einzelnen Materialien zur Verlängerung des Währungshilfebeschlusses zu ergeben²¹.

Bei *entstehungsgeschichtlicher Auslegung* von Art. 14 Ziff. 3 NBG wird jedoch klar, dass der Geltungsberich dieser Bestimmung nicht derart weit ist. Bis zur Revision 1976 des Nationalbankgesetzes konnte die SNB «Sichtguthaben auf das Ausland» unterhalten. Mit den Gesetzesänderungen vom 11. März 1976 und vom 15. Dezember 1978 wurde diese Möglichkeit erweitert auf «andere Guthaben auf das Ausland» mit einer maximalen Verfallzeit von zunächst drei, dann zwölf Monaten²². Erklärtes Ziel des Gesetzgebers war es, der SNB damit Handlungsspielraum für den Abschluss von Devisentermingeschäften zu schaffen²³. So spricht denn auch die Botschaft zur Revision 1978 in diesem Zusammenhang von «Buchgeldguthaben bei ausländischen Banken»²⁴.

Die *systematische Auslegung* führt zum gleichen Ergebnis. Während die ersten beiden Anlageformen wertpapierverbriefte Forderungen zum Gegenstand haben, ist am Schluss von Art. 14 Ziff. 3 NBG offenbar von einer anderen Form die Rede. Es geht um Guthaben, die auf Konten gehalten werden (Buchforderungen). Mit ande-

ren Worten: Fremdwährungsanlagen in Wertpapieren sind abschliessend am Anfang von Art. 14 Ziff. 3 NBG geregelt; Wertpapieranlagen in weiteren Schuldnerkategorien sind nicht erlaubt. Der Begriff «andere Guthaben» meint somit Buchgeldforderungen der SNB auf Sicht oder Termin bei Banken im Ausland.

Diese Auffassung wird schliesslich durch die Zweckanalyse (*teleologische Auslegung*) bestätigt. Mit den Geschäften gemäss Art. 14 NBG soll die SNB in die Lage versetzt werden, ihre geld- und währungspolitischen Aufgaben zu erfüllen. Langfristige Geschäfte oder solche, die ein besonderes Risiko in sich schliessen, eignen sich dazu schlecht und haben daher für die Notenbank ausser Betracht zu fallen²⁵. Neben der kurzfristigen Verfügbarkeit stellt somit die Sicherheit der Wertanlage ein massgebliches funktionelles Kriterium für die Auslegung von Art. 14 Ziff. 3 NBG dar. Buchgeldforderungen gegenüber Banken können im Vergleich zu anderen Buchguthaben einen durchschnittlich höheren Grad an Sicherheit beanspruchen, indem Liquidität und Solvenz dieser Unternehmungen in nahezu allen Ländern einer staatlichen Aufsicht unterliegen. Auch vom Normzweck her drängt es sich auf, den Geltungsbereich von Art. 14 Ziff. 3 NBG auf die Begründung obligatorischer Restitutionsforderungen gegenüber ausländischen Banken zu begrenzen.

Kehren wir zu unserer eingangs formulierten Fragestellung zurück, so ergibt sich als vorläufige Folgerung, dass Art. 14 Ziff. 3 NBG höchstens für kurzfristige Direktkredite der SNB an ausländische Zentralbanken eine tragfähige Rechtsgrundlage bilden kann. Im Vordergrund stehen

²⁰ Schürmann (Anm. 2), S. 315; Ders. (Anm. 3), Art. 14, N. 40; Zum Begriff von Devisen und Devisenschuld: B. Kleiner, Internationales Devisenschuldrecht, Zürich 1985, S. 49ff.; B. Wettenschwiler, Das Recht im Devisenhandel, Diss. Zürich 1974, S. 2.

²¹ So wird in der Botschaft vom 27. Januar 1975 die Anwendung des Bundesbeschlusses auf Währungshilfeaktionen ausserhalb der AKV damit begründet, dass die Nationalbank nur kurzfristige Darlehen (damals mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten) gewähren könne: BBl 1975 I 615, 616.

²² AS 1976 1460, 1979 983.

²³ BBl 1975 II 1436.

²⁴ BBl 1978 I 629.

²⁵ Schürmann (Anm. 3), Art. 14, N. 2; BBl 1953 I 907.

dabei Swap-Kredite, die zwecks Erleichterung von Interventionen am Devisenmarkt zwischen Zentralbanken bilateral vereinbart werden²⁶. Da mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestattete Zentralbanken – obwohl in der Regel hoheitliche Aufgaben erfüllend – keine Völkerrechtssubjekte sind²⁷, geraten derartige Währungshilfeleistungen der SNB auch nicht in Konflikt mit der Staatsvertragskompetenz des Bundes (Art. 85 Ziff. 5, 102 Ziff. 8 BV).

Gewährt die SNB einen kurzfristigen Währungskredit an eine ausländische Zentralbank im Rahmen einer multilateralen Vereinbarung, an deren Zustandekommen Regierungsstellen beteiligt sind, so dürfte Art. 14 Ziff. 3 NBG als Rechtsbasis nicht mehr ausreichen. Die Kreditgewährung wird dann vom Niveau eines zweiseitigen Rechtsgeschäfts auf die Ebene staatsvertraglichen Handelns gehoben. Aus dem Umstand, dass Art. 14 Ziff. 3 NBG der Notenbank grenzüberschreitende Finanzgeschäfte eröffnet, auf eine (stillschweigende) Ermächtigung des Gesetzgebers zu staatsvertraglichem Handeln zu schliessen, wäre nach der geltenden Praxis der Bundesbehörden nur zulässig, wenn die Verwirklichung des Landesrechts den Abschluss völkerrechtlicher Vereinbarungen praktisch zwingend erforderte²⁸. Obgleich die Währungspolitik heute nicht mehr bloss innerhalb der Landesgrenzen geführt werden kann, ginge eine derartige Folgerung mit Bezug auf Art. 14 Ziff. 3 NBG meines Erachtens zu weit. Denn im geltenden Währungshilfebeschluss (Art. 1) finden sich «internationale Stützungsaktionen» ausdrücklich genannt, und dem Bundesrat wird eine Kompetenz zum Abschluss völkerrechtlicher Vereinbarungen in diesem Sachgebiet erteilt. Für kurzfristige Währungskredite der SNB an ausländische Zentralbanken, die im Rahmen multilateraler Vereinbarungen unter Regierungen oder internationalen Organisationen wie dem IWF vereinbart werden, hat der Währungshilfebeschluss – im Sinne einer «lex specialis» zum Nationalbankgesetz – dem Art. 14 Ziff. 3 NBG vorzugehen.

4. Währungshilfebeschluss

Der ursprüngliche «Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Wäh-

rungsmassnahmen» (vom 4. Oktober 1963: BB) war geschaffen worden, um der Schweiz die Assoziation an die Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF zu ermöglichen²⁹. Bei der erstmaligen Verlängerung im Jahre 1975 fasste die Bundesversammlung die Ermächtigung an den Bundesrat allgemeiner und beschränkte sie nicht länger auf die Mitwirkung an Währungshilfeaktionen im Rahmen der AKV³⁰.

Der etwas schwammige materielle Geltungsbereich des Bundesbeschlusses wurde auch beibehalten, als dessen Aktionsradius sich durch die Schaffung einer eigenen Rechtsgrundlage für die schweizerische Teilnahme an den AKV verkleinerte und die Zahlungsbilanzhilfe zur Entschärfung der Schuldenkrise sich schon deutlich als neue Hauptstossrichtung der internationalen Währungskooperation abzuzeichnen begann. In der Fassung vom 22. März 1985³¹ lautet Art. 1 Währungshilfebeschluss:

«Der Bundesrat wird ermächtigt, zur Verhütung oder Behebung ernsthafter Störungen der internationalen Währungsbeziehungen an internationalen Stützungsaktionen zugunsten anderer Währungen mitzuwirken und in diesem Rahmen Vereinbarungen mit internationalen Organisationen und mit anderen Staaten abzuschliessen.»

Damit vermag der Bundesbeschluss Währungskredite und Garantiezusagen unabhängig von

²⁶ Ende 1986 hatte die SNB Swap-Vereinbarungen mit der Federal Reserve Bank of New York (4 Mrd. \$), der Bank of Japan (200 Mrd. Yen) und der BIZ (600 Mio. \$) abgeschlossen, doch waren diese Kreditlimiten nicht benützt: 79. Geschäftsbericht SNB 1986, S. 38.

²⁷ BGE 110 Ia 43 E. 4.

²⁸ Vgl. L. Caffisch, La pratique suisse en matière de droit international public 1984, Schweizerisches Jahrbuch für internationales Recht 1985, Zürich 1986, S. 145ff., 151 (einen Anwendungsfall aus der Postgesetzgebung betreffend).

Ferner: J.P. Müller/L. Wildhaber, Praxis des Völkerrechts, 2. Aufl. Bern 1982, S. 55/56.

²⁹ AS 1964 457; BBl 1963 I 349ff. IMF-Decision No 1712-(64/29) vom 8. Juni 1964. Die Zuständigkeit des IWF zur Assoziation der Schweiz als eines Nichtmitglieds des Fonds war vorgängig durch den Rechtsberater des IWF geklärt worden: J. Gold (Anm. 10), S. 462.

³⁰ AS 1975 1293. BBl 1975 I 614ff.; 1979 II 348ff.

³¹ AS 1985 1036. Dazu BBl 1984 II 1494; Quartalsheft SNB Nr. 4/1984, S. 71f.

der völkerrechtlichen Form (Staatsvertrag, internationale Verwaltungsvereinbarung), in der sie gekleidet sind, abzudecken. Im Unterschied zum Nationalbankgesetz (Art. 14 Ziff. 3) muss es sich indessen um *international koordinierte* Finanzierungsaktionen handeln. Auf die Finanzierung oder Besicherung von Krediten, die zwischen der SNB und einer ausländischen Zentralbank beziehungsweise dem Bundesrat und einer ausländischen Regierung bilateral – das heisst losgelöst von einer internationalen Beistandsaktion – vereinbart werden, ist der Währungshilfebeschluss nicht anwendbar.

Unter den Instrumenten der internationalen Währungshilfe nennt Art. 1 BB nunmehr an erster Stelle die «Vereinbarungen mit internationalen Organisationen». Die zentrale Rolle des IWF, der seine mittelfristigen Zahlungsbilanzkredite an überschuldete Länder aufgrund seiner Statuten mit wirtschaftspolitischen Auflagen versieht³², findet mithin ihren sichtbaren Niederschlag in der schweizerischen Gesetzgebung. Die Botschaft des Bundesrates zum Währungshilfebeschluss³³ macht nämlich deutlich, dass dem IWF auch hinfort Kredite ausserhalb der AKV – etwa wenn die Voraussetzungen zu deren Aktivierung nicht erfüllt sind³⁴ – sollen gewährt werden können. Mittelfristige Kredite an den IWF und Garantiezusagen an die BIZ für sogenannte Überbrückungskredite an Schuldnerländer, die mit Liquiditätsschwierigkeiten zu kämpfen haben, dürften die Hauptanwendungsfälle innerhalb der Kategorie «Vereinbarungen mit internationalen Organisationen» bilden. In die Form von «zwischenstaatlichen Vereinbarungen», die in Art. 1 BB an zweiter Stelle figurieren, werden nach bisheriger Praxis vorab international koordinierte Direktkredite an ausländische Staaten zur Milderung von Zahlungsbilanzungleichgewichten gekleidet. Die internationale Koordination erfolgt hier ebenfalls im Schosse supranationaler Gebilde, wie etwa der OECD³⁵. Der Gesamtbetrag der Kredit- und Garantieverpflichtungen darf 1000 Millionen Franken nicht übersteigen, wogegen die Laufzeit sich bis zu sieben Jahren erstrecken kann (Art. 2 BB).

Der Anwendungsbereich des Währungshilfebeschlusses ist so umschrieben, dass er Raum lässt für weites Ermessen. Um so grössere Be-

deutung kommt damit der Frage zu, wie denn die *Kompetenzen zwischen Bundesrat und SNB* beim Vollzug des Bundesbeschlusses geordnet sind. Art. 4 BB hält in aller Knappheit fest:

«Der Bundesrat kann die Schweizerische Nationalbank mit der Kredit- oder Garantiegewährung aufgrund dieses Bundesbeschlusses beauftragen. In diesem Fall garantiert der Bund der Nationalbank die fristgerechte Erfüllung der Vereinbarung.»

Aus dem ersten Satz ergibt sich klar, dass die SNB selbst nicht zum Abschluss völkerrechtlicher Vereinbarungen ermächtigt ist³⁶. Die Formulierung «kann beauftragen» muss des weitern im Lichte der historischen Erfahrung verdeutlicht werden: Seit 1963 ist die gesamte Kreditgewährung der Schweiz unter diesem Bundesbeschluss aus den Währungsreserven der SNB finanziert worden³⁷. Die Materialien zum Währungshilfebeschluss 1985 lassen keinen Zweifel offen, dass der Bund auch inskünftig nicht in der Lage sein dürfte, Währungshilfeleistungen aus Bundesmitteln zu finanzieren³⁸. Die interessante Frage lautet nun, ob der Bundesrat die SNB auch gegen ihren Willen zur Kreditgewährung im Rahmen internationaler Stützungsoperationen verhalten kann. Ist dem so, beinhaltet der Währungshilfebeschluss ein (betraglich beschränktes) Verfügungsrecht des Bundesrates über die Devisenreserven der Notenbank.

Der Wortlaut «beauftragen» vermöchte wohl nur vordergründig die Annahme zu stützen, für die Durchführung von Währungshilfemassnahmen

³² Art. V Abschnitte 3 und 7 IWF-Statuten. Über Entwicklung und Tragweite der «Konditionalität» von IWF-Krediten: M. Guitian, *Fund Conditionality: Evolution of Principles and Practices*, IMF Pamphlet Series No 38, Washington D.C. 1981.

³³ BBl 1984 II 1491.

³⁴ §§ 6, 21 AKV (AS 1984 849, 855).

³⁵ Im Rahmen der OECD wurden zum Beispiel die Zahlungsbilanzhilfen an die Türkei vereinbart: BBl 1984 II 1497.

³⁶ Eine solche Ermächtigung hätte der SNB direkt von der Bundesversammlung eingeräumt werden müssen: vgl. U. Häfelin/W. Haller, *Schweizerisches Bundesstaatsrecht*, Zürich 1984, S. 307.

³⁷ Jubiläumsschrift SNB (Anm. 2), S. 246–257; BBl 1975 I 615ff., 622; BBl 1979 II 354, 356; BBl 1984 II 1490, 1496ff.

³⁸ BBl 1984 II 1492.

sei – in Analogie zum Privatrecht – ein Konsens zwischen Auftraggeber (Bundesrat) und Beauftragtem (SNB) erforderlich. Das Verhältnis zwischen Bund und Notenbank wird vom öffentlichen Recht bestimmt, und es ginge meines Erachtens zu weit, in Art. 4 (1. Satz) BB eine Verweisung im Sinne der Übernahme privatrechtlicher Auftragsformen zu sehen³⁹.

Für die Auslegung der Beschlusssnorm sind vorweg *die Materialien* beizuziehen. Nach der bundesrätlichen Botschaft ist ein enges Zusammenwirken von Bundesrat und Direktorium «unerlässlich und deckt sich mit dem Kooperationsmuster, das dem Nationalbankgesetz (Art. 2 Abs. 2) und dem Bundesbeschluss über den Beitritt der Schweiz zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (Art. 1 Abs. 3) zugrunde liegt⁴⁰». Dieser Doppelverweis trägt nun freilich den Keim des Widerspruchs in sich. Während nämlich Art. 2 Abs. 2 NBG die Koordination wirtschaftspolitischer Entscheidungen zwischen Bundesrat und SNB auf der Basis der Gleichrangigkeit regelt⁴¹, weist Art. 1 Abs. 3 AKV-Beschluss dem Bundesrat unverkennbar eine gewisse Führungsrolle zu. Die Einzelheiten der Teilnahme an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF werden vom Bundesrat «nach Absprache mit der Schweizerischen Nationalbank» festgelegt⁴².

Funktional liegt der Währungshilfebeschluss näher beim AKV-Beschluss als beim Nationalbankgesetz. Beide Rechtserlasse haben zum Ziel, schwerwiegende Störungen der weltweiten Finanzbeziehungen durch die Mitwirkung an internationalen Beistandsaktionen zu vermeiden. Es drängt sich daher auf, der Zusammenarbeit zwischen Bundesrat und Notenbank bei der Durchführung von Währungshilfeleistungen eine einheitliche Grundrichtung zu geben. Sicherlich hat die SNB – als Beraterin des Bundes in Währungsfragen (Art. 2 Abs. 1 NBG) – ein gewichtiges Wort mitzureden, wenn es darum geht zu beurteilen, ob eine Störung der internationalen Währungsbeziehungen droht oder bereits eingetreten ist und ob diese als so ernsthaft erscheint, dass die mittelfristige Bindung von Währungsreserven in einer internationalen Beistandsaktion verantwortet werden kann. Der Bundesrat hat diese Fachmeinung zu würdigen («nach Absprache»), bevor er über die Mitwirkung der Schweiz

an einer internationalen Finanzierung entscheidet und die SNB mit der Kredit- oder Garantiegewährung «beauftragt». Die letzte Verantwortung für einen derartigen Entscheid verbleibt jedoch beim Bundesrat.

Sozusagen als Korrelat zu seiner begrenzten Verfügungsbefugnis über Währungsreserven hat der Bundesrat der SNB gegenüber Garantien abzugeben. Über *Bedeutung und Tragweite der Bundesgarantie* ist dem Art. 4 (2. Satz) BB freilich nichts zu entnehmen. Ob der Wortlaut («garantiert») bereits eine ausdrückliche Verweisung auf das Zivilrecht stipuliert, ist zweifelhaft. Die sinngemässe Anwendung der privatrechtlichen Regeln über die Bankgarantie⁴³ müsste sich wohl auf dahingehende HInweise in den Materialien abstützen können. Daran fehlt es aber. Die Entstehungsgeschichte des Bundesbeschlusses zeigt, dass der Bund anfänglich in erster Linie für *die Liquidität* der durch die Nationalbank gewährten Kredite einzustehen hatte⁴⁴; die «Rücknahmegarantie» sollte sicherstellen, dass die SNB unter dem Währungshilfebeschluss begründete Forderungen jederzeit dem Bund abtreten konnte. Demgegenüber hatte die Haftung des Bundes für *die Bonität* des jeweiligen Schuldners damals, als vorab grosse Industrieländer in den Genuss von Währungskrediten gelangten, eine eher untergeordnete Bedeutung. Erst im Laufe

³⁹ Die sinngemässe Übernahme zivilrechtlicher Institutionen ins Verwaltungsrecht ist am ehesten zur Füllung echter Lücken denkbar: M. Imboden/R.A. Rhinow, Schweizerische Verwaltungsrechtsprechung, Bd. I, Basel 1976, S. 149/50.

⁴⁰ BBl 1984 II 1492.

⁴¹ Es besteht kein Weisungsrecht des Bundesrates: Schürmann (Anm. 3), Art. 2, N. 6; G. Lazzarini, Öffentlich-rechtliche Anstalten des Bundes im Vergleich, Diss. Zürich 1982, S. 294f.

⁴² Dazu nachstehend Ziff. 5.

⁴³ Dazu: B. Kleiner, Bankgarantie, 3. Aufl. Zürich 1979, S. 24ff.; D. Guggenheim, Die Verträge der schweizerischen Bankpraxis, 3. Aufl. Zürich 1986, S. 141ff.

⁴⁴ BBl 1963 I 359: «Um der Nationalbank die Mitwirkung auch an Stützungsaktionen zu ermöglichen, die eine längere Bindung aufweisen, ist es notwendig, ihr eine Rücknahmegarantie zu gewähren, die dem Erfordernis der Kurzfristigkeit (von Notenbankgeschäften: Red.) Rechnung trägt. Demnach hätte sich der Bund bereit zu erklären, der Nationalbank die von ihr im Rahmen derartiger Hilfeleistungen aufgewendeten Schweizerfranken auf Begehren zurückzuerstatten... Mit einer derartigen Zusicherung würde die Forderung im Sinne des Nationalbankgesetzes kurzfristig» (ähnlich BBl 1975 I 621).

der siebziger Jahre, als die unter dem Bundesbeschluss gewährten Kredite vermehrt dazu dienten, die Zahlungsbilanzanpassung in wirtschaftlich weniger entwickelten Ländern zu erleichtern, wurde man sich bewusst, dass auch Schuldner von Währungskrediten zahlungsunfähig werden können⁴⁵. Und bei der Verlängerung des Währungshilfebeschlusses vom 22. März 1985 wurde Art. 4 BB schliesslich so geändert, dass die Garantie des Bundes zweifelsfrei die Erfüllung der gesamten Kreditvereinbarung, unter Einschluss der Zinsen, erfasst⁴⁶.

Der inhaltliche Wandel, den die Bundesgarantie im Laufe der Jahre durchlebte, spricht gegen die Annahme, Art. 4 BB verweise für Einzelheiten auf die zivilrechtlichen Garantieregeln. Vielmehr dürfen wir *lückenhaftes öffentliches Recht* annehmen, das durch generell abstrakte Regeln in sachgerechter Interessenabwägung zu vervollständigen ist⁴⁷. Auch für das Garantieverhältnis zwischen Bund und SNB dürfte gelten, dass die Leistungspflicht ausgelöst wird durch die Mitteilung der SNB, die für einen bestimmten Kredit vereinbarte Fälligkeit sei ohne Zahlung verstrichen. Es entspricht dem Interesse des Bundes, dass nicht jede Zahlungsverzögerung, etwa ein Verzug von bloss wenigen Tagen, die Leistungspflicht begründet. Bei Eintritt des Garantiefalles hat die SNB im Prinzip Anspruch auf Zahlung. Die Erfüllung der Leistungspflicht würde alsdann unmittelbar die Finanzrechnung des Bundes belasten; seine Liquidität würde dadurch verringert. Bei der SNB bewirkte die Zahlung eine Verkürzung der Bilanz⁴⁸. Es sind indessen Umstände denkbar, unter denen der Bund seine Leistungspflicht statt durch Zahlung durch Begebung einer Schuldverschreibung erfüllen könnte⁴⁹, wodurch anstelle der Finanzrechnung die Vermögensrechnung des Bundes belastet würde. In der Bilanz der SNB ergäbe sich ein Aktivtausch⁵⁰. Jedenfalls sind die Modalitäten der Erfüllung im Einzelfall zu vereinbaren; dabei können geldpolitische Vorgaben den Spielraum der SNB begrenzen. Nach Erfüllung der Garantie ist die SNB verpflichtet, die ausstehende Kreditforderung an den Bund abzutreten⁵¹.

5. AKV-Beschluss

Der «Bundesbeschluss über den Beitritt zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des Internationalen Währungsfonds» (vom 14. Dezember 1983)⁵² bildet die innerstaatliche Rechtsgrundlage dafür, dass die Schweiz diesem Währungskreditabkommen der führenden Industrieländer als Vollmitglied beitreten konnte. Der Genehmigungsbeschluss war nicht referendumspflichtig (Art. 89 Abs. 3 BV), da die AKV auf fünf Jahre befristet sind, keine multinationale Rechtsvereinheitlichung herbeiführen und nicht den Beitritt zu einer internationalen Organisation vorsehen⁵³.

Die AKV selber sind ein *Vertragswerk von komplexer juristischer Struktur*. Sie bestehen aus einer Präambel, 23 zumeist längeren Paragraphen und 2 Anhängen. Ihr Zweck ist die Stärkung des IWF durch die Bereitschaft der Unterzeichner, ihm rückzahlbare Kredite zu gewähren, «falls zusätzliche Mittel erforderlich sind, um

⁴⁵ BBl 1979 II 357: «Belastungen für den Bundeshaushalt könnten sich jedoch dann ergeben, wenn Kredite nicht zurückbezahlt würden und die Nationalbank für die entstandenen Verluste von ihrem Rückgriffsrecht auf den Bund Gebrauch machen würde.»

⁴⁶ AS 1985 II 1036, BBl 1984 II 1492.

⁴⁷ Imboden/Rhinow (Anm. 39), S. 147ff.; U. Häfelin, Zur Lückenfüllung im öffentlichen Recht, in: Festschrift zum 70. Geburtstag von Hans Nef, Zürich 1981, S. 113; A. Meier-Hayoz, Berner Kommentar, N. 318–322 zu Art. 1 ZGB.

⁴⁸ Wegfall der Kreditforderung auf der Aktivseite, Verminderung des Bundeskontos auf der Passivseite: vgl. 79. Geschäftsbericht SNB 1986, S. 52/53.

⁴⁹ Art. 14 Ziff. 2 NBG ermächtigt die SNB zum An- und Verkauf von «Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen des Bundes.» Dazu Schürmann (Anm. 3), Art. 14, N. 25, 29.

⁵⁰ Ersatz der überfälligen Kreditforderung durch eine Forderung gegenüber dem Bund: vgl. 79. Geschäftsbericht SNB 1986, S. 52.

⁵¹ Die Abtretung, die im Währungshilfebeschluss ebenfalls nicht geregelt ist, wurde bereits in der Botschaft vom 1. März 1963 erwähnt: BBl 1963 I 359.

⁵² AS 1984 II 845; BBl 1983 II 1367.

⁵³ Obwohl im sogenannten «Baumgartner-Brief» vom 15. Dezember 1961 ein Konsultationsverfahren unter den Teilnehmern für die Mittelaufnahme des IWF im Rahmen der AKV vorgesehen ist (BBl 1983 II 1396), kommt der «Zehnergruppe» keine Kollektivpersönlichkeit zu; sie ist nicht als internationale Organisation zu betrachten: J. Gold, *Legal and Institutional Aspects of the International Monetary System: Selected Essays*, Vol. II, Washington D.C. 1984, S. 492; L. Caffisch, *La pratique suisse en matière de droit international public* 1983, Schweizerisches Jahrbuch für internationales Recht 1984, Zürich 1985, S. 144f.

einer Beeinträchtigung der internationalen Währungsordnung entgegenzuwirken oder sie abzuwenden» (Präambel). Vertragsparteien sind acht Staaten, «Teilnehmer» genannt, (USA, Grossbritannien, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, Niederlande und Belgien) sowie drei Zentralbanken, «Teilnehmende Institutionen» genannt, (Deutsche Bundesbank, Schwedische Reichsbank und Schweizerische Nationalbank), die zusammen gemeinhin als «Zehnergruppe» bezeichnet werden. Die Hauptverpflichtung der Vertragsparteien geht dahin, dem Fonds ihre Währungen unter genau umschriebenen Umständen und Bedingungen als Kredit zur Verfügung zu stellen, und zwar bis zu einem bestimmten Höchstbetrag, ausgedrückt in Sonderziehungsrechten (§ 2 AKV)⁵⁴. Die Darlehenszusagen aller elf Vertragsparteien zusammen belaufen sich auf 17 000 Mio. SZR, jene der SNB auf 1020 Mio. SZR⁵⁵.

Die Voraussetzungen für die Aktivierung der AKV sind verschieden, je nachdem, ob die vom IWF zu refinanzierende Zahlungsbilanzhilfe einem AKV-Teilnehmer oder einem «normalen» IWF-Mitglied gewährt werden soll. Bei AKV-Teilnehmern genügt es, dass die IWF-Hilfe «zur Verhütung oder Behebung von Störungen im internationalen Währungssystem» notwendig ist und eine Aufstockung der Fondsmittel aus den Quotenanteilen der Fondsmitglieder angebracht erscheint (§ 6 AKV). An strengere Bedingungen ist die Beanspruchung von AKV-Mitteln für Nichtteilnehmer geknüpft. Hier darf das Abrufverfahren nur eingeleitet werden, wenn – erstens – die ordentlichen Mittel des Fonds für die vorgesehene Finanzierung nicht ausreichen und – zweitens – eine derartige Gefährdung der Stabilität der internationalen Währungsordnung vorliegt, dass von einer Ausnahmesituation gesprochen werden muss (§ 21 AKV). Aus dieser einschränkenden Abfassung der Aktivierungsbedingungen erhellt, dass die AKV eine Art «elsterne Reserve» des IWF darstellen. Obwohl die Umschreibung der geforderten Währungsstörung in § 6 AKV mit dem Wortlaut von Art. 1 Währungshilfebeschluss weitgehend übereinstimmt, ist der AKV-Beschluss im Grunde eine Spezialnorm zum allgemeinen Währungshilfebeschluss des Bundes. Schuldner der SNB in einem Kreditverhältnis unter den AKV ist nämlich stets der IWF, unab-

hängig davon, welchem Land die Zahlungsbilanzhilfe der «Zehnergruppe» letztlich zukommt.

Die Rechtsnatur der AKV ist nicht eindeutig. Der Form nach handelt es sich um einen Beschluss des Internationalen Währungsfonds⁵⁶. Er stützt sich auf Art. VII Abschnitt 1 der IWF-Statuten, welcher den Fonds ermächtigt, Massnahmen zur Wiederauffüllung seiner Währungsbestände zu treffen⁵⁷. Der Beschluss ist jedoch keine einseitige Anordnung, sondern wurde im Einvernehmen mit allen Teilnehmern gefasst und kann während der festgelegten Laufzeit nur mit ihrer Zustimmung geändert werden (§§ 5, 15 AKV). Unzweifelhaft sind die AKV demnach ein Konsensualinstrument⁵⁸. Ob es sich um eine völkerrechtlich bindende Vereinbarung handelt, ist in der Literatur – etwa vom ehemaligen Chefjuristen des IWF⁵⁹ – bezweifelt worden. Die Intensität der Kreditverpflichtung erscheint in der Tat leicht vermindert durch das Recht eines jeden AKV-Teilnehmers, mit Rücksicht auf seine Zahlungsbilanz- und Reserveposition einen Abruf abzulehnen oder eine Reduktion des für ihn vorgeschlagenen Anteils zu verlangen (§ 7d AKV). Eine bilaterale Vertragsbeziehung zwischen dem IWF und einem Teilnehmer kommt – formalrechtlich – erst zustande, wenn letzterer einen Abrufvorschlag des geschäftsführenden Direktors akzeptiert. Der Vorbehalt allfälliger Rücksichtnahme auf Zahlungsbilanz und Reserven eines Teilnehmers macht die Kreditzusagen indes kaum zu rechtlich unverbindlichen Erklärungen. Die Teilnehmer haben ihre Beltrittserklärung im Willen abgegeben, dem IWF im Krisenfall Mittel über ihre statutarischen Zahlungspflichten hinaus verfügbar zu machen. Auch unter Berücksichtigung der völkerrechtlichen Auslegungsregeln⁶⁰ kann

⁵⁴ Zur Rechtsnatur der Sonderziehungsrechte (SZR): J. Gold, Special Drawing Rights: The Role of Language, IMF Pamphlet Series No 15, Washington D.C. 1971; Kleiner (Anm. 20), S. 56ff.; Schürmann (Anm. 3), Art. 14, N. 72.

⁵⁵ AS 1984 II 857; dazu BBl 1983 II 1376, 1380.

⁵⁶ IMF-Decision No 1289-(62/1) vom 5. Januar 1962; IMF-Decision No 7337-(83/37) vom 24. Februar 1983.

⁵⁷ Über die fondsrechtliche Grundlage der AKV: Gold (Anm. 10), S. 450ff.

⁵⁸ Die bundesrätliche Botschaft schliesst daraus bereits auf die Rechtsnatur einer völkerrechtlichen Vereinbarung: BBl 1983 II 1375.

⁵⁹ Gold (Anm. 10), S. 457–460; Ders. (Anm. 53), S. 494/5.

das Engagement der Teilnehmer nicht anders aufgefasst werden denn als feste Zusage: Nach Wortlaut, Sinn und Zweck haben sie sich verpflichtet, dem IWF bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen anteilmässig begrenzte Kredite unter breiter Konsultation und konkreter Mitbestimmung zu gewähren⁶¹. Fragen kann man sich, ob der IWF mit jedem Teilnehmer einen separaten Vertrag oder mit allen zusammen einen mehrseitigen Vertrag abgeschlossen hat. Da die einzelnen Höchstbeträge als wohl wichtigstes materielles Element der Regelung nur mit der Zustimmung aller Beteiligten (IWF und Teilnehmer) geändert werden können (§ 5 AKV), scheint es richtig, die AKV als *mehrseitige völkerrechtliche Vereinbarung* zu qualifizieren.

Betrachtet man nun den *Genehmigungsbeschluss des Bundes* näher, so fällt zunächst auf, dass in Art. 1 Abs. 2 BB der Bundesrat – nicht die SNB – ermächtigt wird, den Beitritt für eine Teilnahme während der neuen, fünfjährigen Laufzeit der AKV zu erklären⁶². § 22 AKV, die Sondernorm über die Teilnahme der Schweizerischen Nationalbank, besagt dagegen, dass die SNB als teilnehmende Institution die Beitrittsurkunde beim Fonds zu hinterlegen hat. Über diesen offenkundigen Widerspruch zwischen völkerrechtlicher und landesrechtlicher Norm könnte man – im Hinblick auf das Prinzip der transformationslosen, direkten Geltung völkerrechtlicher Verträge in der Schweiz⁶³ – mit Stillschweigen hinweggehen, hätten die eidgenössischen Räte den Bundesrat nicht gleichzeitig beauftragt, in seiner Beitrittserklärung zu Händen des IWF auf die Grundsätze des Bundesgesetzes über die internationale Entwicklungszusammenarbeit und humanitäre Hilfe hinzuweisen, «die bei Aktionen zugunsten von Entwicklungsländern beachtet werden sollen» (Art. 2 BB). Ist ein derartiger Hinweis eines AKV-Teilnehmers vom IWF bei künftigen Zahlungsbilanzhilfen, die durch Kreditabrufe im Rahmen der AKV refinanziert werden sollen, zu beachten? Die Antwort auf diese Frage muss negativ ausfallen. Eine direkte Einflussnahme der Teilnehmer auf die Kreditpolitik des IWF ist im Text der AKV ausdrücklich ausgeschlossen⁶⁴. Art. 2 BB beinhaltet demnach bloss den Auftrag an den Bundesrat, den IWF bei Anlass des Beitritts zu den AKV über die Grundsätze zu informieren, welche *die Schweiz* bei der Gewährung

von Zahlungsbilanzhilfen an Entwicklungsländer zu beachten pflegt⁶⁵. Einen entsprechenden Brief liess der Bundesrat dem Geschäftsführenden Direktor des IWF durch den Schweizerischen Botschafter in Washington am 10. April 1984 überreichen⁶⁶. In materieller Hinsicht erfolgte der Beitritt indessen vorbehaltlos, indem die SNB in ihrer Beitrittsurkunde vom 4. April 1984⁶⁷ – den Wortlaut von § 3c AKV aufnehmend – erklärte, dass sie in Übereinstimmung mit den schweizerischen Gesetzen beitrete und alle erforderlichen Schritte unternommen habe, um die Regeln und Bedingungen der AKV erfüllen zu können.

Die SNB hat die Rechte und Pflichten, die ihr nach den AKV als «teilnehmende Institution» zukommen, in eigenem Namen – und nicht etwa als «fiscal agent» des Bundes – auszuüben⁶⁸. Im *Aussenverhältnis*, das heisst gegenüber dem IWF und den anderen AKV-Teilnehmern, ist demnach allein die SNB völkerrechtlich handlungsfähig (Abgabe von Erklärungen, Benachrichtigungen und so weiter). Im *Innenver-*

⁶⁰ Müller/Wildhaber (Anm. 28), S. 70ff.; vgl. auch L. Wildhaber, Das neue Staatsvertragsreferendum, in: Festschrift für R. Bindschedler, Bern 1980, S. 207.

⁶¹ Dass das Konsultations- und Abstimmungsverfahren in einem separaten Dokument zu den AKV («Baumgartner-Brief») geregelt ist, erscheint für die materielle Qualifikation nicht ausschlaggebend: a.A. Gold (Anm. 10), S. 459: «... it would seem that the letters must be regarded as extrinsic to the General Arrangements and without legal effect on them (res inter alios acta).»

⁶² Eine direkte Ermächtigung der SNB enthält beispielsweise der BB über die Beteiligung der Schweizerischen Nationalbank an der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vom 26. Juni 1930 (SR 951.19; BBl 1930 I 701).

⁶³ BGE 103 Ia 200, 101 Ia 526, 98 Ib 387, 97 I 572, 96 I 747, 75 I, 94 I 672.

⁶⁴ § 10 AKV (2. Satz): «Die Befugnisse des Fonds hinsichtlich von Anträgen auf Inanspruchnahme seiner Mittel durch einzelne Mitglieder werden durch diesen Beschluss nicht berührt, und der Zugang der Mitglieder zu diesen Mitteln richtet sich nach den Geschäftsgrundsätzen und Gepflogenheiten des Fonds und hängt nicht davon ab, ob der Fonds Kredite aufgrund dieses Beschlusses aufnehmen kann.» Zu den Grundsätzen des IWF bei Vergabe seiner Mittel: Gold (Anm. 10), S. 41ff., 489ff.

⁶⁵ Konkret: Art. 2 BG über die internationale Zusammenarbeit und humanitäre Hilfe vom 19. März 1976 (SR 974.0).

⁶⁶ Text in BBl 1984 II 1162.

⁶⁷ Text in BBl 1984 II 1164.

⁶⁸ Über die rechtliche Stellung der Zentralbank als «teilnehmende Institution» der AKV: Gold (Anm. 10), S. 452.

hältnis dagegen ist die Zusammenarbeit zwischen Bund und SNB, gestützt auf Art. 1 Abs. 3 BRB, in einem speziellen Bundesratsbeschluss geordnet⁶⁹. Die im BRB festgelegten «Einzelheiten der Teilnahme» beinhalten im wesentlichen die Orientierungspflicht der SNB gegenüber dem Eidg. Finanzdepartement (EFD), die Rolle des EFD bei der Koordination der Haltung des Bundes, die wechselseitige Konsultation von Bund und SNB im Hinblick auf schweizerische Stellungnahmen und Begehren sowie schliesslich die Vertretung der Schweiz in der «Zehnergruppe» bei Sitzungen auf Ministerebene und auf Stellvertreterebene.

Für das *Verhältnis von Regierung und Notenbank* besonders bedeutsam ist die Ausgestaltung des Konsultationsverfahrens (Art. 3 BRB), die hier kurz beleuchtet werden soll. Vorauszuschicken ist, dass sich die «Zehnergruppe» bereits in den sechziger Jahren zu einem wichtigen Diskussionsforum der internationalen Währungspolitik zu entwickeln begann⁷⁰. Die Aussprachen in diesem Gremium dienen schon seit längerem nicht bloss der Anwendung der AKV, sondern berühren auch Fragen wie etwa die Abstimmung der nationalen Geld- und Wechselkurspolitiken, die Rolle der SZR im internationalen Währungssystem o.ä.⁷¹. Von daher erklärt es sich, dass der *Gegenstand* der Konsultation breit gefasst ist: Nicht nur über Stellungnahmen zu Abrufvorschlägen des Geschäftsführenden Direktors (§§ 7a, 11e, 21 AKV), zu Auslegungsfragen (§ 20 AKV) und zu Vorschlägen und Beschlüssen über Änderungen der AKV (§§ 5, 15, 19 AKV) hat die SNB sich mit dem Bund abzustimmen (Art. 3 Abs. 1 BRB); auch Meinungsäusserungen zu Diskussionsthemen «von grundsätzlicher Bedeutung» erfordern das vorgängige Einvernehmen, «wenn ein Departement dies verlangt» (Art. 3 Abs. 2 BRB). Auf den ersten Blick scheint der Handlungsspielraum der SNB in der internationalen Währungspolitik durch diese Neuregelung begrenzt worden zu sein. Indessen führt das *Verfahren* der Konsultation nicht zu einer Unterordnung notenbankpolitischer Vorstellungen unter jene der Landesregierung. In Art. 3 Abs. 3 BRB heisst es:

«Können sich das Eidgenössische Finanzdepartement und die Vertreter der Nationalbank nicht

auf eine gemeinsame Haltung einigen, stellen eine Delegation des Bundesrates und das Direktorium der Nationalbank das Einvernehmen her.»

Bleiben die Auffassungen divergent, so dürfte die Konfliktlösung in differenzierter Weise vorzunehmen sein: Geht es um die Stellungnahme zu Auslegungsfragen oder zu Vorschlägen für Änderungen der AKV (wie Beitritt neuer Teilnehmer, Änderungen der zugesagten Beträge, Laufzeitverlängerungen und so weiter) – mithin um vorbereitende Schritte zur Umgestaltung des völkerrechtlichen Rahmens der Kreditfazilität –, so wird der Bundesrat aufgrund seiner Handlungskompetenz in auswärtigen Angelegenheiten (Art. 102 Ziff. 8 BV) das letzte Wort zu sprechen haben. Steht dagegen zur Beurteilung an, ob einer Störung des internationalen Währungssystems durch Aktivierung des Kreditmechanismus der AKV entgegengewirkt werden soll, wird der Bundesrat kaum über die Meinung der Notenbank als verfassungsrechtlich eingesetzter Fachinstitution⁷² hinweggehen können. Die SNB hat die letzte Verantwortung für die Annahme oder Ablehnung von Abrufvorschlägen zu tragen, was auch deshalb sachgerecht erscheint, weil sie die Kredite im Rahmen der AKV – anders als jene unter dem Währungshilfebeschluss – ohne Garantie des Bundes zu gewähren hat (Art. 1 Abs. 4 BB)⁷³.

⁶⁹ BRB über die Durchführung der Teilnahme an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des Internationalen Währungsfonds vom 4. April 1984 (BBl 1984 II 1160). Dazu Quartalsheft SNB Nr. 2/1984, S. 73f.

⁷⁰ Zur Funktion der «Zehnergruppe» als Forum der Meinungsäusserung und Dialogpartner des IWF anschaulich: Gold (Anm. 53), S. 496f.

⁷¹ In der Botschaft zum AKV-Beitritt wird, in fast visionärer Sicht, sogar davon geredet, dass «die allgemeinen Debatten im Rahmen der Zehnergruppe vermehrt über die Sicherung des internationalen Währungssystems hinausreichende Aspekte der Weltwirtschaft und der zwischenstaatlichen Beziehungen berühren werden» (BBl 1983 II 1381).

⁷² Art. 39 Abs. 3 BV. Dazu: Schürmann (Anm. 2), S. 301; P. Richli, Die Leitung der Wirtschaftspolitik durch Verfassungsgrundsätze, Bern 1983, S. 162ff.

⁷³ Die Botschaft begründet den Verzicht auf die Bundesgarantie schlicht damit, dass die SNB aufgrund ihrer Rückstellungen in der Lage sei, «diese zusätzlichen Risiken zu übernehmen» (BBl 1983 II 1383).

6. Schlussbemerkung

Die schweizerischen Rechtsbestimmungen über die internationale Währungshilfe tragen Züge der Antinomie. Den stark ins Detail gehenden Vertragsgrundlagen zur Einräumung von Währungskrediten (AKV, Garantiezusagen an die BIZ, Kredite unter Zentralbanken) stehen überaus knapp gehaltene, teilweise lückenhafte interne Verwaltungsvorschriften gegenüber. Manches bleibt hier der Konkretisierung durch Interpretation und gegenseitige Verständigung überlassen. Bundesrat und SNB sind jedenfalls im Bereich der

internationalen Währungshilfe in einem Mass zur Zusammenarbeit verpflichtet, das über die allgemeine Koordinationsverpflichtung im Zweckartikel 2 des Nationalbankgesetzes hinausreicht. Im Spannungsfeld nicht immer parallel laufender Interessen gewährleisten die flexiblen innerstaatlichen Vorschriften, dass Landesregierung und Notenbank ihren wechselseitigen Handlungsspielraum je nach Situation differenziert gestalten und so einen optimalen Beitrag der Schweiz zur internationalen Währungskooperation erbringen können.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Meldung von Zinsfusserhöhungen für Kassenobligationen

Mit Wirkung ab 25. Mai 1987 verkürzte das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank die Wartefrist für Zinsfusserhöhungen auf Kassenobligationen. Die neue Regelung erlaubt Erhöhungen des Zinsfusses innerhalb eines Zeitraumes von zwei bis zehn Arbeitstagen nach der Meldung an die Schweizerische Nationalbank. Ausserdem werden alle laufend am Kassenschalter ausgegebenen Schuldverschreibungen der Banken – ohne Rücksicht auf deren Laufzeit – als Kassenobligationen betrachtet.

Neudefinition der bankähnlichen Finanzgesellschaften

In ihrem Rundschreiben vom 5. Juni 1987 änderte die Schweizerische Nationalbank die Anforderungen, welche die den Artikeln 7 und 8 des Bankengesetzes unterstellten Finanzgesellschaften zum Nachweis einer bankähnlichen Geschäftstätigkeit zu erfüllen haben. Die Änderung betrifft die Mindestanlagen, die bisher weitgehend als Kredite gehalten werden mussten. Bankähnliche Finanzgesellschaften können künftig die geforderten Mindestanlagen wahlweise in Form von Krediten oder von Wertpapieren halten. Der Mindestbetrag muss das Doppelte des Aktienkapitals – wenigstens aber 10 Mio. Franken – betragen.

Annonce des hausses de taux appliqués aux bons de caisse

Avec effet au 25 mai 1987, la Direction générale de la Banque nationale suisse a réduit le délai d'attente pour les augmentations des taux d'intérêt des obligations de caisse. La nouvelle réglementation permet de relever les taux d'intérêt au plus tôt deux jours ouvrables et au plus tard dix jours ouvrables après l'annonce à la Banque nationale. En outre, toutes les obligations que les banques émettent en permanence à leurs guichets sont considérées, quelle que soit leur durée, comme des obligations de caisse.

Nouvelle définition des sociétés financières à caractère bancaire

Par circulaire du 5 juin 1987, la Banque nationale suisse a modifié les exigences auxquelles les sociétés financières soumises aux articles 7 et 8 de la loi sur les banques doivent satisfaire pour fournir la preuve d'une activité à caractère bancaire. La modification porte sur les placements minimaux qui, jusque-là, devaient être détenus dans une forte proportion sous forme de crédits. Les sociétés financières à caractère bancaire peuvent maintenant détenir ces placements minimaux à leur choix sous forme de crédits ou de papiers-valeurs. Le montant minimum des placements doit atteindre le double du capital social, mais au moins 10 millions de francs.

