

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März/mars 1988**

6. Jahrgang/6e année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	5
Sommaire	6
Sommario	7
Abstracts	8
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	34
<hr/>	
Pierre Languetin: Politique monétaire et croissance économique	61
<hr/>	
Michael Belongia: Stability of Swiss Money Demand: Evidence for 1982–87	68
<hr/>	
Urs W. Birchler: Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik	75
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	82
Chronique monétaire	82

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–33)

Der Aktienkurseinbruch vom Oktober, ein stark nachgebender Dollarkurs und ein im allgemeinen sinkendes Zinssatzniveau prägten das Geschehen auf den Finanzmärkten in den letzten Monaten des Jahres 1987. Das Wirtschaftswachstum verlief namentlich in Japan, in den Vereinigten Staaten und in Frankreich erfreulich. Die Nachfrageseite entwickelte sich hingegen von Land zu Land unterschiedlich. Die Preisentwicklung wies im OECD-Raum kein einheitliches Bild vor. Die Jahresteuierung betrug Ende 1987 4,0%. Die wirtschaftliche Aktivität in der Schweiz hat sich, nach einer Abschwächung in der ersten Jahreshälfte, wieder belebt. Die Erholung der industriellen Produktion begann um die Jahresmitte. Erfreulich war nach dem vorangegangenen starken Rückgang insbesondere die Zunahme der Exporte im dritten und vor allem im vierten Quartal. Auch bei der Inlandnachfrage ergab sich bis zum Jahresende ein insgesamt günstiges Bild.

Geldpolitik und Wirtschaftswachstum (S. 61–67)

Darf sich die Geldpolitik darauf beschränken, ein stabiles Preisniveau zu gewährleisten, oder soll sie auf eine Steigerung des Wirtschaftswachstums abzielen? Nach den Erfolgen an der Inflationsfront Anfang dieses Jahrzehnts wurden zahlreiche Stimmen laut, die eine stärkere Ausrichtung auf das Wachstum fordern. Theorie und Erfahrung zeigen jedoch, dass monetäre Impulse bloss vorübergehend auf das Wachstum wirken und langfristig zu Inflation führen. Das ist der Grund, weshalb die Nationalbank nicht bereit ist, die Geldmengenpolitik systematisch auf Konjunkturstimulierung auszurichten.

Der Fall des Dollars und der Börsenkurse haben das internationale Umfeld verändert. Eine expansivere Geldpolitik in Europa und in Japan bietet den Vereinigten Staaten die Gelegenheit, ihr Budgetdefizit zu verringern. Eine Defizitre-

duktion wird ihrerseits als Voraussetzung dafür betrachtet, dass die Finanzmärkte und die Devisenmärkte zu mehr Stabilität zurückkehren. Wenn die Währungsbehörden jedoch gezwungen wären, die heutige Geldmengenexpansion langfristig fortzusetzen, würden sie leicht die Preisstabilisierung aufs Spiel setzen.

Die Stabilität der Geldnachfrage: Empirische Evidenz in der Schweiz von 1982–87 (S. 68–74)

Sowohl die Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge als auch diejenige von M_1 wichen in den achtziger Jahren stark von ihrem vorherigen Trend ab. Dieser Artikel untersucht, ob ein einzelner Schock oder eher eine ganze Serie von Schocks für den beobachteten Rückgang der Geldnachfrage in der Schweiz verantwortlich ist. Die Untersuchung ergibt, dass eine ganze Serie von Schocks insgesamt die Nachfrage nach Notenbankgeld wie auch nach M_1 senkte. Sie stellen sich als Verschiebungen der Nachfrage nach Sichtdepositen und Postcheckguthaben heraus.

Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik (S. 75–81)

Mit der Änderung der Vorschrift über die Kassenliquidität dürfte die gesetzlich bedingte Nachfrage der Banken nach Giroguthaben weitgehend wegfallen. Dies erhöht längerfristig die Transparenz der Geldpolitik. Insbesondere verschwindet der die Geldpolitik in der Vergangenheit kurzfristig verfälschende Ultimoeffekt weitgehend. Vorübergehend führt die Umstellung der Banken auf die neuen Vorschriften und auf das SIC zu erhöhter Unsicherheit in bezug auf die Gironachfrage der Banken innerhalb des Monats. Diese Unsicherheit zwingt die Nationalbank dazu, vorläufig flexibel zu bleiben und nötigenfalls ein Unterschreiten ihres Geldmengenziels in Kauf zu nehmen.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 34–60)

Les derniers mois de 1987 ont été marqués par le krach boursier d'octobre, par la forte baisse du dollar sur les marchés des changes et par une tendance au repli des taux d'intérêt. La croissance économique a été réjouissante, notamment au Japon, aux Etats-Unis et en France. L'évolution de la demande a cependant varié d'un pays à l'autre. Dans la zone de l'OCDE, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 4% à la fin de l'année. En Suisse, la conjoncture s'est accélérée après l'affaiblissement observé au premier semestre. La production industrielle a augmenté de nouveau à partir du milieu de l'année. Fait réjouissant, les exportations ont progressé au troisième et, surtout, au quatrième trimestres, après avoir marqué un recul passager.

Politique monétaire et croissance économique (p. 61–67)

La politique monétaire doit-elle viser la stabilité des prix ou plutôt être mise au service de la croissance économique? Après les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation au début de cette décennie, de nombreuses voix se sont élevées pour que les autorités monétaires donnent plus de poids à la croissance. Tant l'expérience que la théorie montrent cependant que les impulsions monétaires ne sont que temporaires et que leurs effets à long terme se dissipent dans la hausse des prix. C'est pourquoi la Banque nationale se refuse à utiliser le contrôle de la masse monétaire pour essayer systématiquement de contrer l'évolution de la conjoncture, bien qu'elle n'ait jamais écarté de ses préoccupations la santé de l'économie réelle. En automne, la chute du dollar et l'effondrement des cours boursiers ont modifié l'environnement international. Il serait bon que les Etats-Unis profitent de l'orientation plus expansionniste des politiques monétaires en Europe et au Japon pour réduire leur déficit budgétaire. Sans un redresse-

ment budgétaire outre-Atlantique, les autorités monétaires européennes seraient impuissantes à stabiliser les marchés financiers, en particulier les cours de change. Pire, si elles se voyaient obligées de poursuivre longtemps le rythme actuel de création monétaire, elles mettraient rapidement en péril la stabilité des prix.

La stabilité de la demande de monnaie en Suisse: évidence empirique pour la période de 1982 à 1987 (p. 68–74)

Dans les années quatre-vingt, tant la vitesse de circulation de la monnaie centrale que celle de M_1 se sont écartées sensiblement de la tendance observée jusque-là. L'article vise à établir si un seul choc ou si une série de chocs est à l'origine du recul qu'a enregistré la demande de monnaie. L'étude montre que la diminution de la demande de monnaie centrale et de M_1 peut être attribuée à plusieurs chocs qui ont affecté la demande de dépôts à vue et d'avoirs en comptes de chèques postaux.

Nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités et politique monétaire (p. 75–81)

A la suite de la modification des prescriptions régissant la liquidité de caisse, la demande, pour des motifs légaux, d'avoirs en comptes de virements a probablement disparu dans une large mesure. Cela accroîtra la transparence de la politique monétaire. En particulier, les influences des échéances mensuelles ne se feront plus guère sentir; ces influences rendaient plus difficile l'interprétation de la politique monétaire à court terme. Comme les banques doivent encore s'adapter à ces nouvelles prescriptions et au SIC, une incertitude accrue caractérise temporairement la demande d'avoirs en comptes de virements au cours du mois. Cette incertitude contraint la Banque nationale à agir momentanément avec souplesse et, au besoin, à tolérer une progression de la monnaie centrale inférieure à son objectif.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 9–60)

Negli ultimi mesi del 1987 i mercati finanziari sono stati caratterizzati dal crac borsistico di ottobre, dal forte deprezzamento del dollaro e dal generale declino del livello dei tassi di interesse. La crescita economica è stata soddisfacente, soprattutto in Giappone, negli Stati Uniti e in Francia. Comunque, l'evoluzione della domanda è stata differenziata da paese a paese. Nella zona dell'OCSE alla fine del 1987 il tasso annuale di rincaro è stato del 4%. In Svizzera l'attività economica si è rinvigorita dopo il rallentamento osservato nel primo semestre. A partire da metà anno la produzione industriale è di nuovo aumentata. Particolarmente confortante, dopo un periodo di forte flessione, è stata la ripresa delle esportazioni nel terzo e soprattutto nel quarto trimestre.

Politica monetaria e crescita economica (p. 61–67)

La politica monetaria deve avere come obiettivo la stabilità dei prezzi o piuttosto deve essere al servizio della crescita economica? Dopo i successi ottenuti nella lotta contro l'inflazione all'inizio di questo decennio, molte voci si sono levate in favore di un sostegno più forte della politica monetaria alla crescita. Comunque, tanto l'esperienza quanto la teoria mostrano che gli impulsi monetari alla crescita non sono che temporanei e che nel lungo periodo essi portano ad un aumento dell'inflazione. È per questo motivo che la Banca nazionale, anche se molto interessata al buon andamento dell'economia, si rifiuta di utilizzare la politica monetaria per stimolare in maniera sistematica la congiuntura. La caduta del dollaro e il crollo dei corsi azionari hanno modificato il contesto economico internazionale. Una politica monetaria più espansiva in Giappone e in Europa fornisce agli Stati Uniti un'occasione favorevole per ridurre il loro disavanzo budgetario. Senza una riduzione di tale disavanzo, le autorità monetarie in Europa non sarebbero in grado di stabilizzare i mercati finanziari e i

mercati dei cambi. Nel caso dovessero essere costrette a continuare per un lungo periodo l'espansione monetaria ai ritmi attuali, la stabilità dei prezzi sarebbe rapidamente rimessa in pericolo.

La stabilità della domanda di moneta in Svizzera: evidenza empirica per il periodo 1982–87 (p. 68–74)

Negli anni ottanta, tanto la velocità di circolazione della moneta di banca centrale quanto quella di M_1 hanno fortemente deviato dalla tendenza fino ad allora osservata. Questo articolo cerca di stabilire se la diminuzione osservata nella domanda di moneta in Svizzera è dovuta ad un solo choc o piuttosto a tutta una serie di chocs. Lo studio mostra che la diminuzione della domanda di moneta di banca centrale, così come quella di M_1 , è imputabile a tutta una serie di chocs che hanno influenzato la domanda di depositi a vista e di averi in conto corrente postale. Per gli aggregati M_2 e M_3 tali variazioni della domanda non sono riscontrabili.

Nuove prescrizioni riguardanti la liquidità e politica monetaria (p. 75–81)

In seguito alle modificazioni delle prescrizioni che regolano la liquidità di cassa, la domanda dovuta a motivi legali d'averi in conto giro cesserà quasi completamente. Questo fatto migliorerà la trasparenza della politica monetaria. In particolare le distorsioni che le scadenze di fine mese esercitavano temporaneamente sulla politica monetaria saranno in gran parte eliminate. Essendo ancora in corso l'adattamento alle nuove prescrizioni e a SIC, per un certo periodo la domanda di averi in conto giro da parte delle banche nel corso del mese sarà caratterizzata dall'incertezza. Tale incertezza obbliga la Banca nazionale ad agire momentaneamente con flessibilità e a tollerare, se necessario, che la crescita monetaria sia inferiore all'obiettivo fissato.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 9–60)

In the last few months of 1987 developments on the financial markets were characterised by the collapse of share prices in October, a rapidly falling dollar and a generally declining interest rate level. Economic growth was gratifying, notably in Japan, in the United States and in France. Demand, however, varied from country to country. Prices showed irregular development in the OECD countries. The annual inflation rate at the end of 1987 stood at 4%.

After a slowdown in the first six months of the year, economic activity in Switzerland picked up again in the second half of 1987. Industrial production began to revive at about mid-year. Particularly gratifying, after a period of marked decline, was the growth of exports in the third and notably in the fourth quarter.

Monetary policy and economic growth (pp. 61–67)

May monetary policy confine itself to guaranteeing price stability or should it aim at promoting economic growth? Following the successes on the inflation front at the beginning of this decade there were numerous calls for a more growth-oriented policy. Both experience and theory, however, show that monetary stimuli only act temporarily on growth and lead to inflation in the long term. That is why the National Bank is not prepared to orient its money supply policy systematically to stimulating business activity even though it has a sound economy very much at heart. The fall of the dollar and of stock market prices has changed the international environment. A more expansive monetary policy in Europe and Japan provides the United States with a good opportunity to reduce its budget deficit. Without a reduction of the deficit, the monetary authorities in Europe would not be in a

position to stabilise either the financial markets or the foreign exchange markets. If they were forced to continue with the current expansion of the money supply in the long term, price stability might well be jeopardised.

Stability of Swiss money demand: evidence for 1982–77 (pp. 68–74)

Measures of velocity for both the monetary base and M_1 in Switzerland have deviated sharply in the 1980s from previous trends. This article examines whether an identifiable shock or series of shocks is responsible for the observed decline in Swiss money demand. The evidence indicates that a series of real shocks, rather than an isolated event, apparently has had the cumulative effect of reducing the demand for both central bank money and M_1 balances. Further investigation finds no similar shifts in the demands for broad money balances, M_2 and M_3 , but isolates the changes as shifts in the demands for sight deposits and postal checking accounts.

New liquidity requirements and monetary policy (pp. 75–81)

After the amendment of the requirement concerning cash liquidity the banks' demand for statutory sight deposits is expected to cease almost completely. In the longer term this will enhance the transparency of monetary policy. In particular, the distorting effect which end-of-month settlement has temporarily had on monetary policy will be largely eliminated. The adjustments made within the banks to comply with the new regulations and the introduction of SIC will, for some time, increase uncertainty with respect to banks' demand for sight deposits during the month. This uncertainty compels the National Bank to remain flexible for the time being and, if necessary, to accept the fact that the money supply target will not be reached.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 11. März 1988*

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

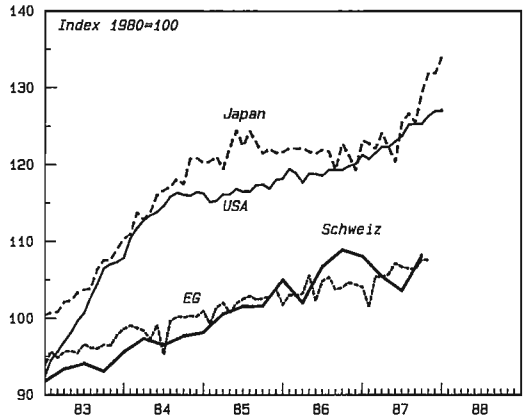
Konjunkturentwicklung

In den Industrieländern verlief die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 1987 insgesamt erfreulich. Besonders hohe Wirtschaftswachstumsraten konnten Japan, die Vereinigten Staaten und Frankreich ausweisen. Im Gegensatz zur gesamtwirtschaftlichen Produktion entwickelte sich die Nachfrage von Land zu Land unterschiedlich. In Japan und Grossbritannien nahm die Binnennachfrage deutlich zu, in den Vereinigten Staaten stagnierte sie. Auch auf dem Arbeitsmarkt zeigten sich Unterschiede. Während sich der Abbau der Arbeitslosenrate in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien fortsetzte, blieb sie in den übrigen grossen Industriestaaten unverändert. Das Defizit der amerikanischen Handelsbilanz verringerte sich im Dezember 1987 auf 12,2 Mrd. Dollar, verglichen mit 13,2 Mrd. im November und 17,6 Mrd. im Oktober.

Die Zunahme der Konsumentenpreise beschleunigte sich im OECD-Gebiet im letzten Jahr gegenüber 1986 leicht. Die Hauptursache dieser Entwicklung, die im übrigen kein einheitliches Bild vorwies, war der im ersten Halbjahr 1987 beobachtete Anstieg der Energiepreise. Die Jahreststeuerung betrug, gemessen am Konsumentenpreisindex, Ende 1987 im OECD-Raum 4,0% (2. Jahreshälfte 1987: 1,6%), in der Gruppe der sieben grossen Industrieländer 3,4%, in den Vereinigten Staaten 4,4% und in Japan 0,8%.

Die letzten Monate des Jahres 1987 waren vom Geschehen auf den Finanzmärkten geprägt, wo-

Grafik 1: Industrieproduktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Bundesamt für Statistik

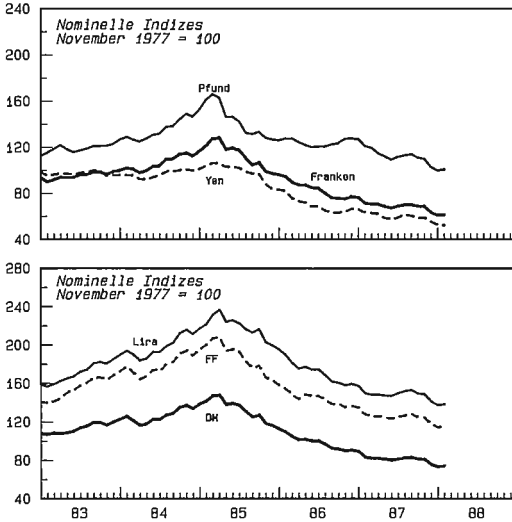
bei der Aktienkurseinbruch vom Oktober nicht das einzige wichtige Ereignis war. Der Dollarkurs ging ebenfalls stark zurück, und die Zinsen zeigten im allgemeinen eine sinkende Tendenz. Der Börsenkrach hat vielen Investoren vor Augen geführt, dass das Risiko von Aktienanlagen höher ist, als sie erwartet hatten. Diese Neueinschätzung führte zu einer stärkeren Berücksichtigung von festverzinslichen Wertpapieren in der Vermögenszusammensetzung. Deshalb stiegen die Kurse dieser Wertpapiere an, und die Zinssätze gingen zurück. Da das Misstrauen, das im vierten Quartal 1987 gegenüber dem Dollar herrschte, nicht durch einen entsprechenden Zinsvorteil kompensiert wurde, verlor die US-Währung in kurzer Zeit stark an Wert. Im Verlauf des vierten Quartals betrug der Rückgang gegenüber dem Schweizer Franken 16,3%.

Wirtschaftspolitik

Nach dem Kurssturz an den internationalen Aktienmärkten führte die amerikanische Zentralbank dem Bankensystem rasch und grosszügig

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November, Dezember 1987 und Januar 1988 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



zusätzliche Liquidität zu. Dadurch sanken die kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten stärker als in Japan und der Bundesrepublik Deutschland. Die geringere Zinsdifferenz zugunsten der Vereinigten Staaten trug zur weiteren Abwertung des Dollars bei, was zu Kursstützungsmassnahmen für die amerikanische Währung vor allem durch die Bank von Japan und durch europäische Zentralbanken führte. Die Diskontsatzsenkung durch die Deutsche Bundesbank Anfang Dezember wurde von Leitzinssenkungen in einer Reihe anderer europäischer Länder begleitet. Für das vierte Quartal ergab sich ein Wachstum der deutschen Zentralbankgeldmenge, das deutlich über den oberen Rand des vorgegebenen Zielkorridors hinausreichte. In derselben Periode wurde die abermals erhöhte quartalsweise Geldmengenprojektion der Bank von Japan von der tatsächlichen Entwicklung übertroffen.

In den Vereinigten Staaten hat das Federal Reserve Board seit Mitte November die nach dem Kurssturz gewährte zusätzliche Liquidität wieder abgebaut, was sich in einem Anziehen der kurzfristigen Zinssätze äusserte. Im vierten Quartal entsprachen die Wachstumsraten der weitgefassten Geldmengenaggregate nur noch etwa

der Hälfte der Zunahmen im Vorjahr. Die Geldmenge M_2 lag deutlich unter dem Zielbereich und M_3 an dessen unterem Rand. Im Januar 1988 stieg die saisonbereinigte Geldmenge M_1 innert Monatsfrist um 1,9%.

In der Finanzpolitik der wichtigsten Industrieländer liessen sich nur wenige Änderungen erkennen. In den Vereinigten Staaten wurde die nicht sehr weitgehende Kompromisslösung zwischen der Kongressführung und dem Präsidenten zur Begrenzung der bundesstaatlichen Defizite für das laufende und kommende Rechnungsjahr noch nicht durch den Kongress gutgeheissen. Anfang 1988 trat in der Bundesrepublik Deutschland die zweite Stufe der bereits 1985 beschlossenen dreistufigen Steuerentlastung in Kraft. Aus dem Voranschlag der japanischen Regierung für den Staatshaushalt des im April beginnenden Fiskaljahrs geht hervor, dass die Regierung bereit ist, den im laufenden Rechnungsjahr mit dem Zusatzbudget ausgelösten Wachstumsimpuls auch im kommenden Jahr fortzusetzen. Allgemein ist aufgrund der Finanzpläne und Konjunkturaussichten zu erwarten, dass bei der Budgetkonsolidierung der Zentralregierungen und der Gebietskörperschaften 1988 weder bei den grösseren noch bei den kleineren Industrienationen im Mittel weitere Fortschritte verzeichnet werden.

Devisenmarkt

Im vierten Quartal fiel der Dollar gegenüber den meisten Hartwährungen auf historische Tiefstwerte. Die unterschiedlichen Aufwertungsraten der einzelnen EWS-Währungen sowie Portefeuilleumschichtungen führten zu Spannungen innerhalb des Europäischen Währungssystems. Nach dem Jahreswechsel erholte sich der Dollar markant und stabilisierte sich danach weitgehend. Als Erklärung für diesen Wechselkursverlauf wurden die folgenden im Laufe des Dezembers bekanntgewordenen Informationen genannt: erstens die Bekräftigung des Louvre-Abkommens durch die Siebner-Gruppe kurz vor Weihnachten mit dem Ziel, die wichtigsten Wechselkurse des Dollars zu stabilisieren; zweitens die verschiedenen Anzeichen zu Haushalts-einsparungen durch die amerikanische Regie-

rung, zusammen mit flankierenden Konjunkturbelebungsmaßnahmen in Japan und der Bundesrepublik Deutschland; drittens schliesslich die Tatsache, dass eine Reihe von Zentralbanken im Dezember und Januar zwar mässig, doch stetig auf den Devisenmärkten zugunsten des Dollars intervenierten.

Das Europäische Währungssystem stand im Laufe der Monate November bis Januar unter leichten Spannungen. Während der ganzen Periode intervenierten mehrere Zentralbanken auf den Devisenmärkten, um die eigene Währung innerhalb der im EWS festgelegten Bandbreiten zu halten.

Im vierten Quartal wertete sich der Dollar im Vergleich zur Vorperiode auf handelsgewichteter Basis nominal um 11,9% und real um 10,4% ab. Der Aussenwert des japanischen Yen stieg hingegen in der gleichen Periode real um 6,9%. Die reale handelsgewichtete Aufwertung der D-Mark bzw. des Schweizer Frankens fiel demgegenüber mit 1,0% bzw. 3,1% etwas geringer aus.

Internationale Währungszusammenarbeit und Verschuldungsprobleme

Die Auslandschulden der Entwicklungsländer stiegen nach einer ersten Schätzung der Weltbank im Jahr 1987 um 6¼% auf 1190 Mrd. Dollar. Der finanzielle Nettoressourcentransfer (Bruttoauszahlungen minus Schuldendienst) fiel mit 29 Mrd. Dollar (1986: 31 Mrd.) erneut zugunsten der Gläubigerländer aus. Die Gruppe der hochverschuldeten Entwicklungsländer, die zuletzt 46% der gesamten Auslandschulden auf sich vereinigte, steht nach wie vor im Zentrum der Schuldendienstproblematik. Gemäss dem neusten Bericht der Weltbank über die Auslandsschulden ist keinem dieser Länder in den letzten fünf Jahren eine entscheidende Verbesserung der Schuldensituation gelungen, obwohl ihre Verpflichtungen seit 1982 zum Teil mehrmals umgeschuldet wurden und sich die meisten – zumindest im Urteil der Weltbank – um die geforderte strukturelle Anpassung bemüht haben.

Die wirtschaftspolitischen Probleme insbesondere in den Ländern südlich der Sahara führten in

den vergangenen Jahren zu verschiedenen Vorschlägen der Schuldendienstentlastung. Dazu zählte auch die Aufstockung der Strukturanpassungsfazilität des Internationalen Währungsfonds (IWF). Seit Ende Dezember 1987 ist der IWF grundsätzlich in der Lage, den ärmsten Staaten der Dritten Welt Spezialkredite zu besonders günstigen Zinsen anzubieten. Die Mitgliedsländer des IWF bewilligten für die sogenannte Erweiterte Fazilität zur Strukturanpassung (ESAF) rund 6 Mrd. SZR, so dass vorläufig mit schon vorhandenen Mitteln etwa 8,2 Mrd. SZR für das neue Programm bereitstehen. Die Kredite können nach Erfüllung bestimmter Kriterien beansprucht werden; sie sind nach 5½ Jahren in 10 gleichmässigen Halbjahresraten zurückzuzahlen. Der IWF beabsichtigt, die Kredite zum vergünstigten Zinssatz von 0,5% zur Verfügung zu stellen. Zum Kreis der Begünstigten zählen die 62 Entwicklungsländer mit dem niedrigsten Pro-Kopf-Einkommen (unter 400 Dollar im Jahr).

Kurz vor Neujahr stellte eine amerikanische Grossbank zusammen mit Mexiko und dem US-Schatzamt eine weitere Initiative vor. Dem Plan zufolge verzichtet die Grossbank auf die Rückzahlung eines Teils ihrer mexikanischen Bankguthaben. Die Restschuld wird in handelbare, von Mexiko zu emittierende Obligationen umgewandelt, welche mit 1½% über Libor verzinst werden. Als Sicherheit dienen 20jährige US-Zerobonds im Nennwert von 10 Mrd. Dollar, die das US-Treasury der mexikanischen Regierung zu einem Kaufpreis von rund 2 Mrd. Dollar offeriert. Die US-Zerobonds sind nicht handelbar. Der Plan erlaubt Mexiko, seine Auslandschulden zu reduzieren. Zudem sollte das Land trotz höherem Zinssatz für die neuen Obligationen insgesamt weniger Währungsreserven für Zinsdienste aufwenden müssen. Vorläufig hat dieses Programm noch keinen grossen Erfolg auszuweisen. Einige amerikanische Regionalbanken haben sich inzwischen dazu entschlossen, umfangreiche Kredite an Entwicklungsländer abzuschreiben und ihre Rückstellungen auf über 25% ihrer Guthaben gegenüber Ländern mit Schuldendienstschwierigkeiten zu erhöhen.

Die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) hat den Schweizer Banken empfohlen, den

Wertberichtigungssatz für alle ausstehenden Forderungen in 50 Problemländern auf Ende 1988 von bisher 30 auf mindestens 35% zu erhöhen.

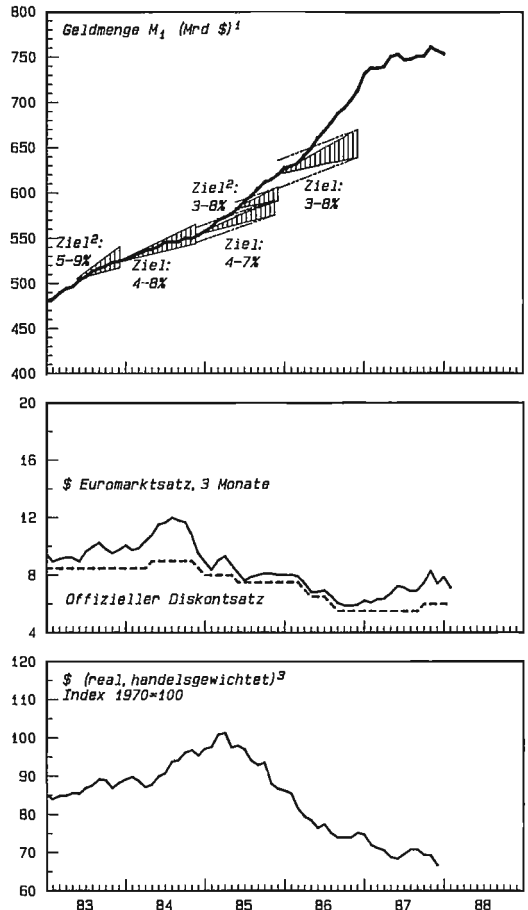
2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Während das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal zunehmend vom Export gestärkt wurde, gingen besonders der private Konsum, aber auch die Anlageinvestitionen zurück. Das reale Bruttosozialprodukt nahm saisonbereinigt mit einer Jahresrate von 4,2% zu. Eine Untersuchung der Nachfragekomponenten zeigte, dass die inländische Endnachfrage das Wachstum nicht mehr stützte. Anstelle des gewohnten hohen Zuwachses des privaten Konsums ergab sich im vierten Quartal ein Rückgang von 3,8%. Dieser starke Einbruch zeichnete sich bereits im Spätsommer ab. Die privaten Haushalte scheinen ihren Bedarf an dauerhaften Konsumgütern weitgehend gedeckt zu haben, denn die Nachfrage nach Gebrauchsgütern ging um 20% zurück. Auch die Bruttoanlageinvestitionen nahmen ab (0,8%); einzig der öffentliche Konsum stieg an (5,9%). Im Gegensatz zur Inlandnachfrage verlief der Aussenhandel erfreulich. Dank einer starken Zunahme der realen Exporte von 15,2% und eines deutlich geringeren prozentualen Anstiegs der realen Importe (6,3%) ergab sich ein Wachstumsbeitrag des Aussenhandels von 0,8%.

Trotz der verminderten Binnennachfrage lief die Produktion auf Hochtouren. Die Industrieproduktion stieg vom dritten auf das vierte Quartal saisonbereinigt mit einer Jahresrate von 6%. Die Produktionskapazitäten waren zu 82% ausgelastet, ein Wert, der seit fast sieben Jahren nicht mehr erreicht worden war. Die Differenz zwischen Inlandnachfrage und Produktion erklärt sich vor allem durch einen ungewollten Lageraufbau im Detailhandel. Nur rund 15% der Produktionszunahme vom dritten auf das vierte Quartal wurde verkauft. Deshalb wird eine Konjunkturabschwächung erwartet. Die höhere Pro-

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

duktion führte auch zu einer Mehrnachfrage nach Arbeitskräften und einem Abbau der Arbeitslosenrate auf 5,8% im Dezember. Dies ist der tiefste Stand seit Ende der siebziger Jahre.

Der Fehlbetrag der Handelsbilanz ging im November auf 13,2 Mrd. Dollar zurück (Oktober: 17,6 Mrd. Dollar). Die starke Verbesserung kam durch eine Steigerung der nominalen Exporte und einen Rückgang der Importe zustande. Im

Dezember blieben die Importe stabil, während die Exporte um 4,2% zunahmen, so dass sich der Fehlbetrag weiter auf 12,2 Mrd. verringerte. Die Veröffentlichung der Handelsbilanz dieser drei Monate bewirkte jeweils deutliche Dollarkurskorrekturen.

Die starke Auslastung der Produktionskapazitäten und die ansteigenden Importpreise haben Befürchtungen, es drohe eine Kostendruckinflation, aufkommen lassen. Angesichts sinkender Stücklohnkosten und der restriktiven Geldpolitik scheint diese Angst jedoch unbegründet. Die Teuerung flachte im Verlauf der zweiten Jahreshälfte ab; die Konsumentenpreise lagen im Dezember um 4,4% über dem Vorjahresstand.

Die saisonbereinigte Geldmenge M_1 stieg im Jahresendquartal nur noch mit einer Jahresrate von 0,9%, nachdem sie bereits im dritten Quartal lediglich um 2,8% zugenommen hatte. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M_2 bezifferte sich für die Periode September bis Dezember 1987 auf 3,0% (Mai bis September: 3,8%). Auffallender ist vielleicht, dass die Geldmenge M_1 trotz der reichlichen Liquiditätsversorgung durch die amerikanische Zentralbank nach dem Schwarzen Montag in den Monaten November und Dezember – auf das Jahr hochgerechnet – um 5,5% zurückging. Ebenso bildete sich die monetäre Basis in den letzten zwei Monaten des Jahres 1987 deutlich zurück. Die Jahreswachstumsrate lautete auf 2,5%, nachdem sie im dritten Quartal 6,5% betragen hatte. Im Januar 1988 stieg die saisonbereinigte Geldmenge M_1 innert Monatsfrist deutlich um 1,9%. Der 3-Monats-Eurodollarsatz lag im Januar 1988 bei 7,2% (4. Quartal 1987: 7,9%).

Die Nachwirkungen der Aktienkurskorrektur äuserten sich im monetären Bereich zumindest in zwei Punkten. Zum einen stieg die Bargeldkomponente der monetären Basis. Die Zuwachsrate dieser Komponente kletterte in den 9 Wochen nach dem 19. Oktober auf 11,1%, nachdem sie in den vergangenen fünf Jahren durchschnittlich bei 8% gelegen hatte. Zum andern fiel der Geldmultiplikator von M_1 im Zuge der Portefeuilleumlagerungen von Banken, privaten Haushalten und Unternehmen zugunsten einer erhöhten Liquiditätshaltung um 1,5%.

Die US-Notenbank hat den Mittelpunkt des Geldmengen-Zielbandes für 1988 um rund einen Prozentpunkt gesenkt. Sie sieht für die Geldmengenaggregate M_2 und M_3 einen Zielkorridor von 4–8% vor. Für M_1 wurde wie im Vorjahr kein Ziel festgelegt.

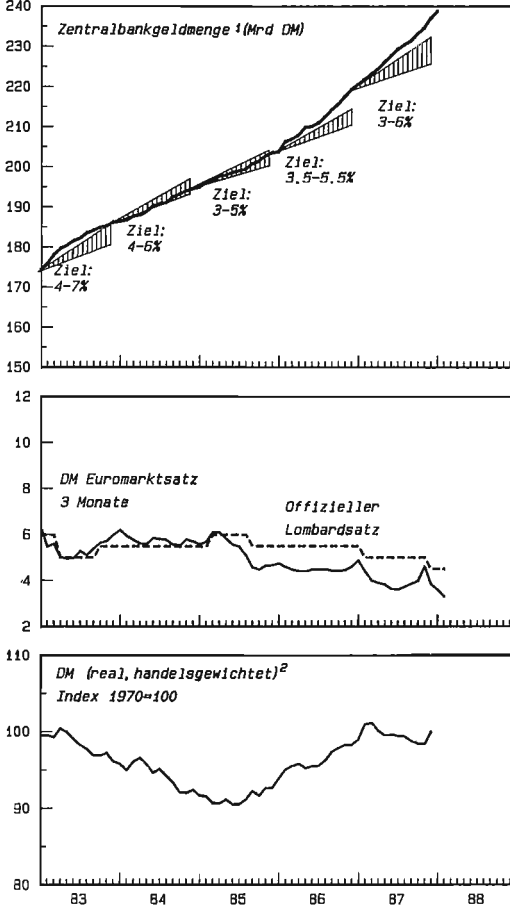
Bundesrepublik Deutschland

Das Wirtschaftswachstum der Bundesrepublik Deutschland hat sich verlangsamt. Vor allem der Aussenbeitrag ist kräftig gesunken; aber auch der private Konsum entwickelte sich nicht mehr so lebhaft wie im Vorjahr.

Das reale Bruttosozialprodukt stieg im dritten Quartal um 1,4% innert Jahresfrist. Das Statistische Bundesamt schätzt das Wachstum für das ganze Jahr 1987 auf 1,7% (1986: 2,5%). Dies ist seit 1982 die geringste Zunahme des Bruttosozialproduktes. Das Niveau der industriellen Produktion lag im vierten Quartal um 1,7% über dem Vorjahresstand (1987: 0,3%).

Die Zunahme der Inlandnachfrage blieb im dritten Quartal die wichtigste Stütze des abgeschwächten Wirtschaftswachstums. Die Binnen nachfrage stieg real um 2,7% gegenüber dem Vorjahresstand. Ebenso wurde die Wirtschaftsentwicklung für das Jahr 1987 fast ausschliesslich durch die Inlandnachfrage beeinflusst, die jedoch nur noch um 2,9% zunahm (1986: 3,6%). Der private Konsum, der 1986 die Haupttriebfeder der konjunkturellen Entwicklung war, nahm um 3,0% zu. Während die Baulinvestitionen im dritten Quartal stagnierten, erhöhten sich die Ausrüstungsinvestitionen um beinahe 7%. Die Exporte stiegen innert Jahresfrist im dritten Quartal um 0,6% und die Importe um 4,1%. Im Jahr 1987 standen den stagnierenden Exporten (0,4%) kräftig zunehmende Importe (4,6%) gegenüber. Der reale Aussenbeitrag war noch positiv, aber deutlich geringer als im Vorjahr.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt blieb gegen Jahresende stabil. Die saisonbereinigte Arbeitslosenrate lautete im vierten Quartal unverändert auf 8,9%, obwohl die Beschäftigung 1987 insgesamt um 0,3% zunahm. Die durchschnittliche Arbeitslosenrate betrug 1987 8,9%.

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

Die Bundesrepublik Deutschland erreichte 1987 einen Rekordüberschuss im Aussenhandel. Der nominale Handelsbilanzüberschuss betrug 117,5 Mrd. Mark (4. Quartal: 29,8 Mrd.). Dabei nahm der Handel insgesamt nicht mehr zu. Die Exporte waren mit 527 Mrd. Mark nur um 0,1% höher als im Vorjahr, und die Importe fielen sogar um 1% auf 409,5 Mrd. Mark. Der Grund für die weitere Aktivierung war der stärkere Preisrückgang der Importe im Vergleich zu jenem der Exporte. Während die Importpreise 1987 durchschnittlich um 6% sanken, gaben die Exportpreise nur um 2,6% nach. Das Importvolumen stieg

mit 5% fast doppelt so stark wie das Exportvolumen (2,7%). In der Bilanz der laufenden Transaktionen ist der Überschuss mit 79,5 Mrd. Mark zwar immer noch sehr hoch ausgefallen, jedoch leicht hinter dem Rekordergebnis von 1986 (82,4 Mrd. Mark) zurückgeblieben.

Der Konsumentenpreisindex lag im Dezember um 1% höher als der Vorjahresstand (1. Quartal 1987: -0,5%). Im Jahresdurchschnitt stieg er 1987 um 0,2% (1986: -0,2%). Ausser beim Einzelhandelspreisindex lagen die Preise im Jahresdurchschnitt auf allen übrigen Wirtschaftsstufen unter dem Vorjahreswert. Einen wesentlichen Beitrag zur Stabilisierung des Preisniveaus leisteten der Anstieg des Aussenwertes der D-Mark und die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise, die 1987 um 3% sanken.

Das Budgetdefizit im Bundeshaushalt fiel 1987 mit 27,5 Mrd. Mark um rund 5 Mrd. Mark höher als geplant aus. Dafür verantwortlich waren der auf knapp 400 Mio. Mark (statt 6 Mrd. Mark) geschmolzene Bundesbankgewinn, die erhöhten Verpflichtungen gegenüber der Europäischen Gemeinschaft und die Ausfälle bei den Steuereinnahmen infolge abgeschwächter Konjunkturentwicklung. Die Gesamtausgaben stiegen um 2,9% auf 269,1 Mrd. Mark und stießen damit nur geringfügig über das Planungsziel hinaus.

Die Geldmenge M_1 lag Ende 1987 knapp 8% über dem Vorjahresstand. Die Wachstumsraten der weitergefassten Geldmengenaggregate M_2 und M_3 betragen 6%. Im Durchschnitt des vierten Quartals erreichte die Zentralbankgeldmenge einen um 8% höheren Stand als im Vorjahresquartal. Infolge der gesunkenen Zinssätze im kurzfristigen Bereich reduzierten sich im vergangenen Jahr die Kosten der Bargeldhaltung deutlich, was aber nur einen Teil der überdurchschnittlich raschen Ausweitung des Bargeldumlaufs erklärt. Der Bargeldumlauf, der etwas mehr als die Hälfte der Zentralbankgeldmenge ausmacht, stieg im Dezember innert Jahresfrist um 10,5%, das Mindestreserve-Soll auf Inlandverbindlichkeiten um knapp 6%. Folglich führte insbesondere der starke Zuwachs des Bargeldumlaufs zur massiven Überschreitung des Zielkorridors. Bei der diesmal erst im Januar erfolgten Bekanntgabe des Geldmengenziels für 1988

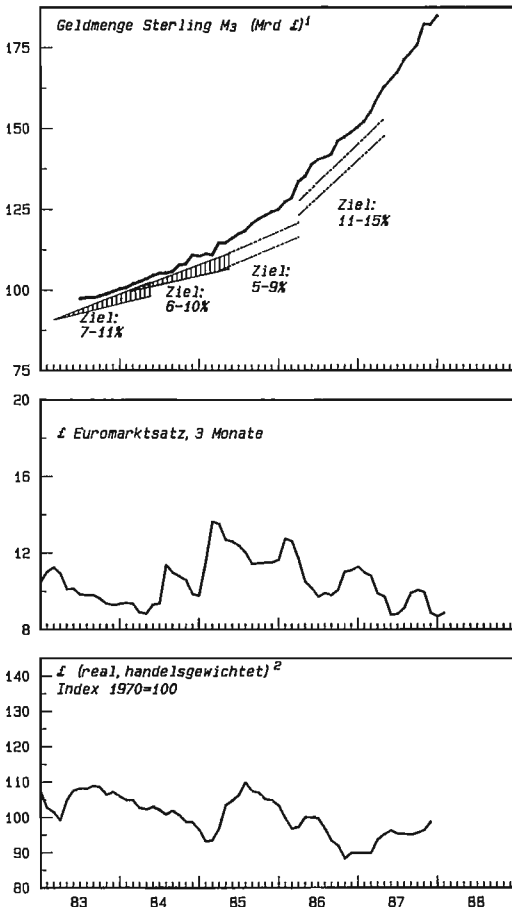
wurde der Zielkorridor von 3–6% Jahreswachstum bis zum vierten Quartal beibehalten. Diese Spanne bezieht sich jedoch nicht mehr auf die Zentralbankgeldmenge, sondern auf die Geldmenge M_3 . Die neugewählte Orientierungsgröße enthält dieselben Komponenten wie die bisherige, aber mit einer wesentlich höheren Gewichtung der Termingelder und Spareinlagen. Ihr Anteil beträgt 64,4% in der Geldmenge M_3 , gegenüber 29,5% in der Zentralbankgeldmenge. Der Euromarktzinssatz für Dreimonatsgelder lag im Dezember bei 3,7%, gegenüber 4,7% im Oktober.

Grossbritannien

Die Wirtschaftsentwicklung Grossbritanniens zeigte im dritten Quartal konjunkturelle Überhitzungssymptome. Das saisonbereinigte Bruttoinlandprodukt lag real um 5,3% über dem Vorjahresstand (2. Quartal: 3,9%). Damit wuchs die britische Wirtschaft rascher als zu irgendeinem Zeitpunkt seit 1973 und als die anderen Industrieländer. Die Hauptstütze des hohen Wirtschaftswachstums blieb der private Konsum (5,7%). Während die Anlageinvestitionen und die Staatsausgaben um 2% bzw. 1% stiegen, leistete der Aussenhandelssektor erneut einen negativen Wachstumsbeitrag.

Der Anstieg im Wechselkurs des Pfundes beflügelte die Einfuhr von Konsum- und Investitionsgütern noch mehr und dämpfte das ohnehin bescheidene Exportwachstum zusätzlich. Eine im vierten Quartal durchgeführte Umfrage des britischen Industrieverbandes deutete bereits die ersten Folgen der veränderten Wechselkursrelationen an. Während die zahlreichen Inlandbestellungen die industriellen Auftragsbücher insgesamt auf den höchsten Stand seit einem Jahrzehnt gebracht haben, ging das Exportordervolumen im Dezember auf den Stand vom Spätsommer zurück. Das Einzelhandelsvolumen erreichte im November einen Rekord und lag im vierten Quartal fast 6% höher als der Umsatz im Vorjahresquartal. Der zunehmende Lagerbestand und der markante Rückgang der Detailhandelsumsätze im Dezember sind jedoch Zeichen einer möglichen Abschwächung der Wirtschaftsaktivität.

Grafik 5: Grossbritannien



¹ Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; 1986: April 1986 bis März 1987, Veränderungen gegenüber Vorjahresmonat; seit April 1987 wird kein Ziel mehr für Sterling M_3 bekanntgegeben (Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

Die Arbeitslosenrate betrug im Dezember 9,2% der Arbeitnehmer (September: 9,8%) gegenüber 11% zum Jahresbeginn 1987. Der Rückgang kann nur teilweise einer Revision der Arbeitslosenstatistik zugeschrieben werden. Die Zahl der erwachsenen Stellungslosen (ohne Schulentlassene) blieb mit 2,6 Millionen trotz eines neuen Beschäftigungsprogramms der Regierung weiterhin relativ hoch. Die Zuwachsrate der Lebenshaltungskosten stabilisierte sich bei 4,2% im

vierten Quartal (3. Quartal: 4,3%). Dank der weiterhin erfreulichen Zunahme der industriellen Produktivität und einer Senkung der Importpreise wirkte sich der auf breiter Front beschleunigte Lohnauftrieb (+8%) bisher nicht in einer höheren Inflationsrate aus.

Das Defizit der Bilanz der laufenden Transaktionen erhöhte sich nach vorläufigen Berechnungen im vierten Quartal 1987 saisonbereinigt auf 1,5 Mrd. Pfund (3. Quartal: 1,2 Mrd.). Für das ganze Jahr stieg somit der Fehlbetrag auf 2,7 Mrd. Pfund, nachdem 1986 ein Defizit von 1,0 Mrd. Pfund entstanden war. Der wachsende Fehlbetrag wurde durch die Entwicklung der Handelsbilanz verursacht, die im vierten Quartal ein Defizit von 3,3 Mrd. Pfund (3. Quartal: 3,1 Mrd.) und für das ganze Jahr ein solches von 9,8 Mrd. Pfund auswies. Die ungünstigen Aussenhandelszahlen konnten durch die Überschüsse bei den übrigen Auslandstransaktionen nicht wettgemacht werden; für 1987 wurde dafür ein Aktivsaldo von 7,1 Mrd. Pfund geschätzt.

Die britische Regierung beabsichtigt an ihrer Finanzpolitik festzuhalten, d.h. die Staatsausgaben zu begrenzen und die Neuverschuldung abzubauen. In einem im Januar 1988 vorgelegten Weissbuch über die Ausgabenpläne der Regierung sind für die nächsten drei Haushaltsjahre Ausgaben zwischen 157 und 176 Mrd. Pfund vorgesehen. Der Anteil der Staatsausgaben am BIP soll bis zum Haushaltsjahr 1990/91 um 1,3 Prozentpunkt auf 41,3% gesenkt werden. Dem Ziel, den Staatsanteil zu reduzieren, stehen Forderungen nach zusätzlichen Staatsausgaben für den nationalen Gesundheitsdienst, das Erziehungswesen und die Infrastruktur entgegen.

Die Bank von England war im vierten Quartal neben der Aufrechterhaltung stabiler Wechselkursverhältnisse vorrangig darum bemüht, nach dem Aktienkurseinbruch eine ausreichende Geldversorgung im Bankensektor sicherzustellen. In den Monaten Oktober und Dezember sah sie sich zu massiven Devisenmarktinterventionen veranlasst, um der Aufwertung des Pfund Sterling und dem weiteren Dollarzerfall zu begegnen. Nachdem die Bank von England nach dem Kurssturz die Zinsen in drei Schritten um jeweils 0,5% auf 8,5% heruntergedrückt hatte,

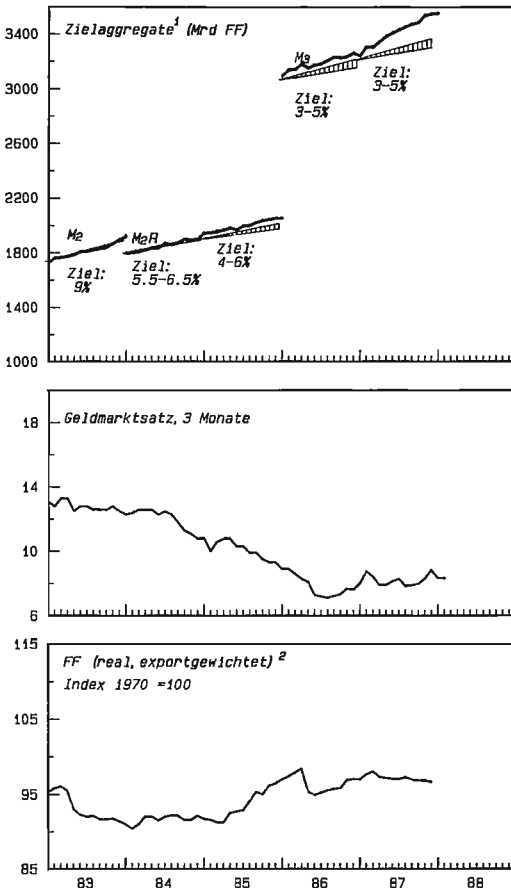
erhöhte sie am 1. Februar 1988 ihre Interventionsätze am Geldmarkt wieder. Dies veranlasste die grossen Banken, ihren Basiszinssatz von 8,5% auf 9% zu erhöhen. Die englische Zentralbank begründete ihr Vorgehen mit den wachsenden Inflationstendenzen und den konjunkturellen Überhitzungserscheinungen.

Im vierten Quartal nahm die monetäre Basis M_0 mit einer Jahresrate von 4,9% zu. Sie bewegte sich weiterhin in der oberen Hälfte des Zielkorridors von 2–6%. Die Geldmenge M_3 erhöhte sich andererseits mit einer Jahresrate um mehr als 22%, was einer leichten Beschleunigung gegenüber der Vorquartalsrate gleichkommt. Für diese Zunahme sind insbesondere die massiven Devisenmarktinterventionen und die erhöhte Liquiditätshaltung des privaten Sektors, vor allem der «building societies», nach der markanten Aktienkurskorrektur verantwortlich. Diese Entwicklungen überwogen den dämpfenden Einfluss des Budgetüberschusses, welcher einen negativen Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand zur Folge hat, und der Verkäufe langfristiger Regierungsanleihen («gilts»).

Frankreich

Das Wirtschaftswachstum beschleunigte sich im dritten Quartal. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich saisonbereinigt innert Jahresfrist um 2%. Diese Zunahme erklärt sich im wesentlichen durch die wiederum steigenden Exporte, nachdem diese während drei aufeinanderfolgenden Quartalen zurückgegangen waren. Ferner trugen der private Konsum und die Anlageinvestitionen zu einer wirtschaftlichen Belebung bei. Die realen Einfuhren lagen erneut um 3,9% über dem Stand des dritten Quartals 1986.

Die in den letzten Monaten des Jahres 1987 durchgeführten Konjunkturumfragen zeigten, dass die Wirtschaftsaktivität, besonders im Industriesektor, gegenüber dem Vorquartalsstand stagnierte. Immerhin belebte sich in den Monaten Oktober und November wegen der gesenkten Mehrwertsteuer die Nachfrage der privaten Haushalte nach Gebrauchsgütern, insbesondere nach Automobilen. Die befragten Unternehmen nahmen in bezug auf ihre Investitionsabsichten

Grafik 6: Frankreich


¹ Saisonbereinigt; 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

tendenziell eine abwartende Haltung ein. Die Situation auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich leicht. Die saisonbereinigte Arbeitslosenrate lag in den Monaten Oktober, November und Dezember bei 10,4%, gegenüber 10,8% im März 1987.

Vom Aussenhandel gingen im vierten Quartal keine stimulierenden Impulse aus. Das saisonbereinigte Handelsbilanzdefizit betrug wie im Vorquartal nominal 6,5 Mrd. französische Fran-

ken. Der Fehlbetrag für das gesamte Jahr 1987 bezifferte sich trotz geringerer Energierechnung auf 32,1 Mrd., gegenüber einem kleinen Überschuss im Jahre 1986. Der Industriegütersaldo schloss 1987 mit einem Fehlbetrag von 11,5 Mrd. französische Franken ab, gegenüber einem Überschuss von 31,8 Mrd. im Vorjahr.

Die Jahreststeuerung schwächte sich im vierten Quartal auf 3,2% ab, nachdem sie im zweiten und dritten Quartal 3,4% betragen hatte. Die Inflationsrate von 3,3% für 1987 (1986: 2,7%) blieb trotz der Ende 1986 erfolgten Freigabe der Preise für zahlreiche Dienstleistungen relativ klein.

Die Ereignisse an den internationalen Devisen- und Aktienmärkten beeinflussten die französische Geldpolitik. Um die Bandbreite des französischen Frankens innerhalb des EWS zu verteidigen, erhöhte die Banque de France am 5. November in einer mit der Deutschen Bundesbank abgestimmten Massnahme ihre Interventionsätze um 0,75 Prozentpunkt. Nachdem sich der Druck auf den französischen Franken abgeschwächt hatte, senkte sie ihre Sätze am 24. November, am 3. Dezember 1987 und am 5. Januar 1988 wieder jeweils um 0,25 Prozentpunkt. Angesichts der günstigen Preisentwicklung kündigte sie am 25. Januar 1988 eine weitere Reduktion ihrer Geldmarkt-Interventionssätze an: Der «taux des appels d'offres» wurde auf 7,25% und der 7-Tage-Satz auf 7,75% gesenkt.

Die Geldmengenaggregate spiegelten zu Beginn des vierten Quartals – als Folge des Aktienkurssturzes – eine erhöhte Haltung liquider Finanzanlagen. Im Mittel des vierten Quartals erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M_2 , berechnet auf der Basis des vierten Quartals 1986, um 0,4 Prozentpunkt auf 4,1%. Die Geldmenge M_2 lag damit wiederum am unteren Rand des anvisierten Ziels (4–6%). Die Geldmenge M_3 stieg im Oktober um 9,3% und im November um 9,2% (3. Quartal: 9,3%). Sie lag damit weit über dem von der Banque de France festgelegten Zielkorridor von 3–5%.

Die französische Zentralbank hält auch für 1988 an der Festlegung eines Zielkorridors für die Geldmenge M_2 fest. Sie strebt, wie bereits 1987,

eine Zuwachsrate von 4–6% an. Auf die Veröffentlichung eines Geldmengenziels für M_3 wurde verzichtet.

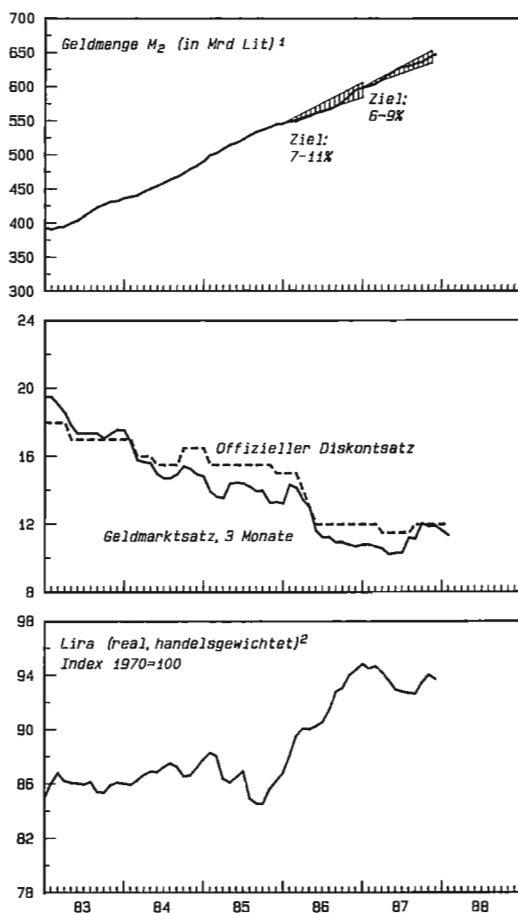
Italien

Die italienische Wirtschaft wuchs in der zweiten Hälfte des Jahres stark. In den ersten neun Monaten lag das reale saisonbereinigte Bruttoinlandprodukt um 2,9% über dem Vorjahresstand. Als Folge der Ende August eingeleiteten Fiskalmassnahmen sowie der geld- und kreditpolitischen Beschlüsse vom September ging der Einfluss der Inlandnachfrage auf das Wachstum zurück, während sich gleichzeitig jener der Nettoexporte verstärkte.

Im vierten Quartal zeichnete sich eine Tendenzänderung ab. Die zunehmende Industrieproduktion ging mit stark steigenden Importen einher. Diese Entwicklung schlug sich in einem erhöhten Defizit der Aussenhandelsrechnung nieder. Der kumulierte Fehlbetrag der Handelsbilanz von September bis Dezember von rund 3930 Mrd. Lire überstieg das Defizit der entsprechenden Vorjahresperiode (305 Mrd. Lire) um ein Mehrfaches. 1987 verdreifachte sich das Defizit der Handelsbilanz (11 140 Mrd. Lire) gegenüber 1986. Zwei Gründe trugen im wesentlichen zu dieser Verschlechterung bei. Erstens stieg die Inlandnachfrage weit kräftiger als die Produktion. Entsprechend nahmen die realen Importe deutlich schneller zu (8,5%) als die realen Exporte (3,5%). Zweitens verringerte sich der traditionelle Aussenhandelsüberschuss – unter Ausklammerung der Energierechnung – 1987 um mehr als die Hälfte. Die stark auslandsabhängige Energieversorgung Italiens sorgt schliesslich dafür, dass die Energierechnung jeweils defizitär ausfällt (1987: 18 850 Mrd. Lire).

Im November und Dezember betragen die Überschüsse der Kapitalverkehrsbilanz 1371 bzw. 1188 Mrd. Lire, während 1986 Fehlbeträge von 133 bzw. 728 Mrd. Lire verbucht werden mussten. Diese Entwicklung der Kapitalverkehrsbilanz zu Jahresende beruhte in erster Linie auf einer Festigung der Lira im Paritätengitter des EWS und auf der internationalen Zinsentwicklung. Es gelang der italienischen Währungsbehörde, die

Grafik 7: Italien



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

² Quelle: OECD

Abwertungserwartungen des vergangenen Sommers zu brechen. Denn die italienische Lira notierte gegenüber der Leitwährung des EWS, der D-Mark, in der Berichtsperiode fest. Dieser Umstand ermöglichte es, einen Teil des am 13. September 1987 beschlossenen Lira-Schutzdispositives zwei Monate früher als geplant, nämlich am 31. Januar 1988, aufzuheben. Einzige Bankkreditplafonierung blieb weiterhin in Kraft.

Nach dem Anstieg der Inflationsrate im September stabilisierte sich die Teuerung bis zum Jah-

resende bei rund 5,1%. Die Jahreststeuerung war, am Konsumentenpreisindex gemessen, für 1987 mit 4,6% die niedrigste seit 18 Jahren. Die Arbeitslosenrate stieg nach vorläufigen Berechnungen im vierten Quartal innert Jahresfrist um 0,6 Prozentpunkt auf über 12%.

Die Staatsrechnung fiel Ende 1987 wenig zufriedenstellend aus. Der Fehlbetrag von 113 700 Mrd. Lire übertraf sowohl das Budgetziel von 100 000 Mrd. Lire als auch die im Dezember 1987 getroffenen Schätzungen bei weitem. Angesichts dieser finanzpolitischen Entwicklung erscheint das festgelegte Defizit im Haushaltsvorschlag 1988 von 103 500 Mrd. Lire als optimistisch.

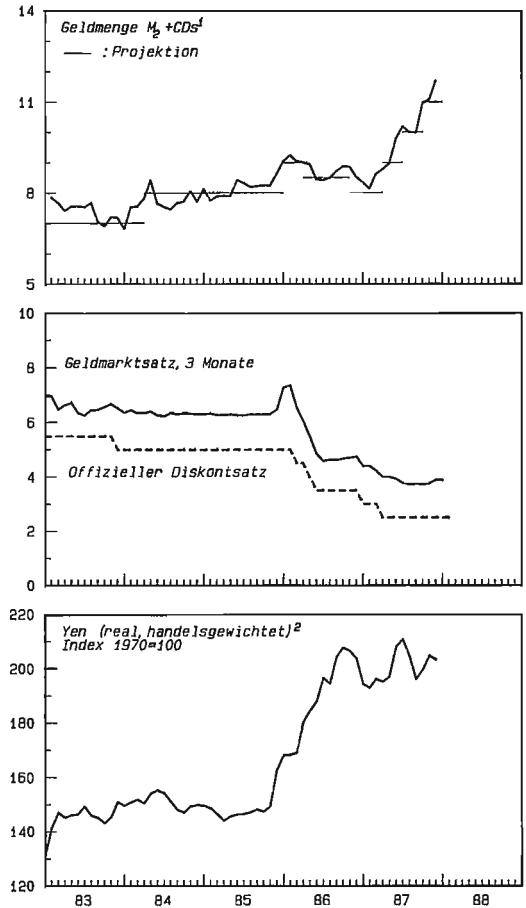
In den Monaten September und Oktober kam das Wachstum der Geldmenge M_2 mit über 8% an den oberen Rand des Zielkorridors von 6–9% zu liegen. Die Zinsentwicklung zeigte im vierten Quartal eine sinkende Tendenz. Im Dezember lag der Dreimonatssatz bei 11,6% und der Zinssatz für öffentliche Anleihen bei 10,5%.

Japan

Die japanische Konjunktur ist nach wie vor von einem kräftigen Aufschwung geprägt. Im dritten Quartal stieg das reale Bruttosozialprodukt saisonbereinigt nach einer Stagnation im Vorquartal um 2,0%. Vor dem Hintergrund dieses hohen Wirtschaftswachstums von 4,1% innert Jahresfrist fürchtete die japanische Regierung die Auswirkungen einer konjunkturellen Überhitzung.

Das eigentliche Rückgrat des raschen Aufschwungs im dritten Quartal bildete die Inlandnachfrage, die zusätzlich angeregt wurde durch die niedrigen Zinsen und die diversen Konjunkturpakete, die in Abweichung vom staatlichen Sparkurs während der letzten Jahre geschnürt wurden. Die preis- und saisonbereinigten Quartalsdaten liessen besonders starke Wachstumsbeiträge des privaten Konsums sowie der Anlageinvestitionen und der fiskalisch geförderten Wohnbautätigkeit erkennen. Die einzelnen Nachfragekomponenten stiegen im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahresstand wie folgt: privater Konsum 3,0%, Anlageinvestitionen 11,2%,

Grafik 8: Japan



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

² Quelle: OECD

Wohnbauinvestitionen 21,0%, Exporte 6,7% und Importe 10,6%. Obwohl sich die Exporte von der Yen-Aufwertung zusehends erholten, leistete der Aussenhandel nur einen geringen Wachstumsimpuls. Denn der Wachstumsbeitrag der Exporte (1,1%) wurde durch jenen der Importe (-0,9%) weitgehend kompensiert. Insgesamt lag der Saldo des realen Aussenhandels um 17,0% unter dem Stand des dritten Quartals 1986.

Der Aktienkurseinbruch seit dem 19. Oktober hielt sich an den japanischen Börsen vergleichs-

weise in engen Grenzen. Das Kursniveau bewegte sich am Jahresende noch immer rund 20% über dem Stand von Ende 1986. Konjunkturpolitische Konsequenzen dürften ausbleiben, auch weil der Anteil des Aktienvermögens am Finanzvermögen privater Haushalte im internationalen Vergleich klein ist. Die Konjunkturbelebung spiegelt sich in einer seit den Sommermonaten markant steigenden Industrieproduktion (+9% innert Jahresfrist im 4. Quartal), in weiterhin zunehmenden Detailhandelsumsätzen, in der regen Bautätigkeit und in einer verbesserten Arbeitsmarktlage. Im Dezember ging die Arbeitslosenrate saisonbereinigt auf 2,6% zurück (November: 2,7%, Mai: 3,2%).

Die Jahresteuierung erreichte im Dezember 0,8%. Die insgesamt geringe Teuerung ist auf die starke Yen-Aufwertung zurückzuführen, die zu einer Verbilligung der Importe führte. Zudem blieben die Lebensmittelpreise stabil. Die Inflationsrate sank 1987 um 0,1% auf den tiefsten Stand seit 29 Jahren.

Die realwirtschaftliche Aussenhandelsanpassung äussert sich zusehends in den nominalen Werten. Der Aussenhandelsaldo lag zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal mit 23,2 Mrd. Dollar im vierten Quartal unter dem Vorjahresstand. Trotzdem ergab die Handelsbilanz für 1987 einen Rekordüberschuss von 96,5 Mrd. Dollar. Die Importe stiegen wertmässig um 13,5% und die Exporte um 9,2%. Der Ertragsbilanzüberschuss kletterte innert Jahresfrist um 1,0% auf 86,7 Mrd. Dollar (4. Quartal: 21 Mrd. Dollar). Im Dezember stieg erstmals seit 7 Monaten der im Trend rückläufige Überschuss im Vorjahresvergleich um 1% auf 9,4 Mrd. Dollar. Möglicherweise ist diese Entwicklung auf den «J-Kurven-Effekt» zurückzuführen.

Der Budgetentwurf für das im April 1988 beginnende Fiskaljahr sieht gegenüber dem vor einem Jahr verabschiedeten Vorschlag eine Steigerung der Gesamtausgaben um 4,8% auf 56 700 Mrd. Yen vor. Dies entspricht der stärksten Zunahme seit 1982 (6,2%). Dieses Ausgabenwachstum signalisiert kaum eine vorübergehende Abkehr vom einschneidenden Sparkurs, der die letzten Jahre geprägt hatte. Denn die Ausgabensteigerung beträgt knapp 1%, sofern das im letzten

Sommer verabschiedete Zusatzbudget der Zentralregierung zum ursprünglich beschlossenen Haushaltsplan für das laufende Fiskaljahr miteinander geschlossen wird. Ferner soll das die öffentlichen Kredite enthaltende Sonderbudget um 6,2% auf 28 754 Mrd. Yen und damit deutlich weniger stark als im Vorjahr (+22,2%) ausgeweitet werden. In Anbetracht der hohen Staatsverschuldung und eines wieder überaus kräftigen Konjunkturaufschwungs sieht die japanische Regierung keinerlei Anlass, über den bisherigen Expansionskurs hinauszugehen.

Die expansive Geldpolitik der Bank von Japan wurde im vierten Quartal fortgesetzt. Obwohl das Wachstumsziel des Geldmengenaggregats $M_2 + CD$ s für das Jahresendquartal um drei Prozentpunkte höher lag als zu Beginn des Jahres, wurde auch diese Projektion von 11% um knapp einen Prozentpunkt übertroffen. Die Bank von Japan erhöhte die Projektion dieser Zielgrösse für das erste Quartal 1988 abermals um einen weiteren Punkt auf 12%. Trotz des beschleunigten Geldmengenwachstums lagen die kurzfristigen Zinssätze Ende Jahr etwas höher als drei Monate zuvor. Die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen sank dagegen während des vierten Quartals merklich.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1987			1987			1988
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	
USA	3,5	1,9	–	3,8	4,1	4,5	4,5	4,5	4,4	–
BRD	2,2	–0,2	0,2	0,1	0,7	1,0	0,9	1,0	1,0	0,7
Grossbritannien	6,1	3,4	4,2	4,2	4,3	4,1	4,5	4,1	3,7	3,3
Frankreich	5,8	2,7	3,1	3,4	3,4	3,2	3,2	3,2	3,2	–
Italien	8,6	6,1	4,6	4,2	4,6	5,2	5,3	5,2	5,1	5,0
Japan	2,1	0,4	0,1	0,1	0,4	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Schweiz	3,4	0,8	1,4	1,1	1,8	2,0	2,0	2,1	1,9	1,6

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1987			1987			1988
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	
USA	7,1	6,9	6,2	6,2	6,0	5,9	6,0	5,9	5,8	–
BRD e)	9,3	9,0	8,9	8,9	9,0	8,9	8,9	8,9	9,0	–
Grossbritannien b), d)	11,1	11,4	10,2	10,5	10,0	9,4	9,6	9,3	9,2	–
Frankreich b)	10,2	10,5	10,6	10,7	10,6	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Italien b)	10,6	11,0	–	11,7c)	12,4c)	–	–	–	–	–
Japan	2,6	2,8	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	–
Schweiz	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
e) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

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

	1985	1986	1987a)	1986			1987a)			
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	–117,7	–140,6	–	–34,4	–36,6	–38,0	–37,1	–41,2	–43,4	–
BRD	13,4	37,1	44,1	8,1	11,3	9,5	10,9	10,7	10,6	11,3
Grossbritannien	3,8	–1,4	–4,2	0,2	–1,4	–1,4	0,9	–1,1	–1,9	–2,5
Frankreich	–0,2	2,9	–	0,1	1,1	0,7	–0,3	–1,2	–1,3	–
Italien	–4,1	4,1	–	0,8	3,4	1,5	0,3	–0,9	–	–
Japan	49,2	85,8	86,7	21,6	23,8	24,3	24,9	20,9	19,9	21,0
Schweiz b)	5,1	6,8	–	1,6	1,8	1,9	1,7	1,4	1,4	–

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Das Wirtschaftswachstum hat sich in der Schweiz im zweiten Halbjahr 1987 beschleunigt. Damit wurde die in der ersten Jahreshälfte feststellbare Abschwächung überwunden. Gemessen am Bruttoinlandprodukt betrug die reale Jahreszuwachsrate 2,7%, gegenüber 2,4% im ersten Halbjahr 1987.

Der Kurssturz an den Aktienbörsen und der Zerfall des Dollarkurses schlugen sich bisher kaum in den Wirtschaftsdaten nieder. Im Konjunkturtest der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) zeigte der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» einen unveränderten Stand. Sowohl die Produktion als auch die Kapazitätsauslastung nahmen zu. Allerdings stagnierte der Bestellungseingang, und die Antworten auf die zukunftsbezogenen Fragen machten deutlich, dass nicht mit einer Verbesserung der Wirtschaftslage gerechnet wird.

Im Dezember führte die KOF-ETH eine Zusatzbefragung zu ihrem regelmässig im Frühjahr publizierten Investitionstest durch, um die Auswirkungen der jüngsten Ereignisse an den Aktien- und Devisenmärkten auf die Investitionsneigung abschätzen zu können. Daraus geht hervor, dass nur ein kleiner Teil der befragten Unternehmen ihre Investitionspläne nach unten korrigiert hat. Ein Vergleich mit der Umfrage vom Frühjahr 1987 zeigte insgesamt sogar leicht erhöhte Investitionspläne, was auf die Belebung der Konjunktur in der zweiten Hälfte des Jahres 1987 zurückzuführen sein dürfte.

Die Nationalbank dehnte die Notenbankgeldmenge im Laufe der Monate November und Dezember um rund 1 Mrd. Franken über das saisonale Normalniveau aus, um die erhöhte Liquiditätsnachfrage nach dem Börsensturz zu befriedigen. In zwei Schritten – Anfang November und Dezember – senkte die Nationalbank den offiziellen Diskont- und Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt. Da die Geldpolitik bereits im ersten Halbjahr 1987 leicht gelockert worden war, ergab sich ein Anstieg der bereinigten No-

tenbankgeldmenge von 2,9% im Jahresdurchschnitt gegenüber dem Vorjahresstand, womit das Ziel von 2% überschritten wurde.

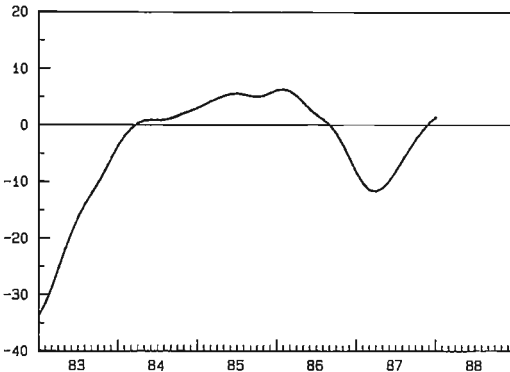
Die Zinssätze am Geld- und Kapitalmarkt bildeten sich zwischen Oktober 1987 und Januar 1988 deutlich zurück. Die Gründe liegen in der grosszügigen Liquiditätsversorgung des Bankensystems durch die Nationalbank und in der erhöhten Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren durch die Anleger nach dem Aktienkurseinbruch. Damit weitete sich die Zinsdifferenz zu Dollaranlagen und – nachdem die deutschen Zinssätze gegen Ende Jahr im kurzfristigen Bereich vorübergehend unter die Frankenzinsen gefallen waren – zu Anlagen in D-Mark aus. Gleichzeitig verminderte sich der Druck auf die Fremdwährungskurse des Schweizer Frankens: Nachdem der reale Aussenwert des Frankens im Laufe des vierten Quartals 1987 um 4% gestiegen war, blieb er im Januar 1988 weitgehend stabil.

Die Jahresteuersatzrate betrug im Durchschnitt des vierten Quartals 1987, gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise, rund 2%. Auf der Grosshandelsstufe erreichte das Preisniveau denselben Stand wie vor Jahresfrist.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

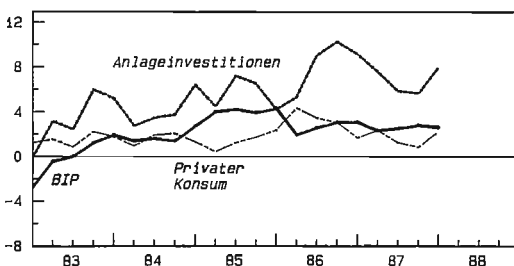
Bruttoinlandprodukt und Industrielle Produktion

Das reale Bruttoinlandprodukt lag im vierten Quartal um 2,6% (3. Quartal: 2,8%) über dem Vorjahresniveau. Wie bereits in der ersten Jahreshälfte wurde das Wachstum vor allem durch die Binnennachfrage gestützt, obschon auch die realen Exporte mit +8,1% die seit dem zweiten Quartal 1985 höchste Zuwachsrate aufwiesen. Nachdem die Wachstumsrate des privaten Konsums im zweiten und dritten Quartal deutlich unter derjenigen des Bruttoinlandprodukts lag, erhöhte sie sich im vierten Quartal mit 2,2% annähernd gleich stark wie die inländische Produktion. Mit einer Zunahme von 8,0% innert Jahresfrist verzeichneten die Anlageinvestitionen weiterhin eine ansehnliche Zuwachsrate.

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 Fertigfabrikatelager – zusammensetzt.
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Die Industrieproduktion wies im dritten Quartal einen Rückgang von 2,5% gegenüber dem Vorjahr aus, nachdem bereits im zweiten Quartal eine Abnahme um 3% festgestellt worden war. Der Auftragseingang erhöhte sich leicht, im Gegensatz zur Stagnation im ersten Halbjahr. Die durch die KOF-ETH vierteljährlich erhobene Kapazitätsauslastung in der Industrie ergab im vierten Quartal einen Wert von 86,1% (3. Quartal: 86,5%). Damit wurde im zweiten Halbjahr das Vorjahresniveau übertroffen. Im ersten Halbjahr 1987 hatte sich der Auslastungsgrad noch unter

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

dem Vorjahresstand befunden, wobei für das erste Quartal ein Tiefstwert notiert worden war. Gemäss dem von der KOF-ETH erstellten Indikator «Geschäftsgang» wurde die Konjunkturlage in der Industrie insgesamt im dritten und vierten Quartal besser als in der ersten Jahreshälfte bewertet. Im Dezember lag die Beurteilung leicht unter den Werten der Monate Oktober und November. Der Bestellungseingang wurde im dritten und vierten Quartal als zufriedenstellend bezeichnet. Im Dezember stagnierte er jedoch für die exportorientierten Unternehmungen, was zu einer pessimistischeren Beurteilung der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung führte.

Privater Konsum

Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahresstand um 2,2%, womit die Abschwächung des Wachstums im zweiten und dritten Quartal (+1,2% bzw. +0,8%) überwunden wurde.

Die Beschleunigung des Wachstums zeichnete sich bereits in den monatlich verfügbaren Konjunkturindikatoren ab. Die Einfuhren von Konsumgütern lagen im vierten Quartal um 11,9% über dem Vorjahresniveau. Ausserordentlich hohe Zuwachsraten verzeichneten namentlich die Importe von Personenwagen und Produkten der Unterhaltungselektronik. Auch die von der KOF-ETH monatlich durchgeführte Umfrage über den Geschäftsgang im Detailhandel liess in allen drei Monaten des vierten Quartals auf eine lebhafte Nachfrage schliessen. Das Umsatzvolumen lag deutlich über dem Vorjahresstand. Sowohl der Handel mit Nahrungsmitteln als auch die übrigen Bereiche meldeten eine Nachfragezunahme. Die Bestellungseingänge entwickelten sich ebenfalls erfreulich. Das Weihnachtsgeschäft übertraf zum Teil die hochgesteckten Verkaufserwartungen, womit sich die nach dem Aktienkurssturz aufgetretenen Befürchtungen nicht bestätigten.

Im Fremdenverkehr erhöhte sich die Zahl der Logiernächte im Vorjahresvergleich sowohl im Oktober als auch im November. Mit 2,62 Mio. Logiernächten wurde ein neuer Oktoberhöchststand erreicht. In den Monaten Oktober und November wurden gesamthaft 3,9 Mio. Übernachtungen

tungen registriert, womit das Ergebnis der Vorjahresperiode um 1,5% übertroffen wurde. Während im Oktober die Zunahme auf die grössere Zahl ausländischer Gäste zurückzuführen war, profitierte das Hotelgewerbe im November vom regeren inländischen Fremdenverkehr. So lag im Oktober die Gästezahl aus Übersee um 14% über, im November um 6,9% unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Investitionen

Die realen Investitionen stiegen im vierten Quartal um 8,0% über den Vorjahresstand. Dabei nahmen die Bauinvestitionen um 4,1% zu. Die seit dem dritten Quartal 1986 beobachtete positive Entwicklung im Baugewerbe (Zuwachsraten von mehr als 4%) setzte sich damit fort. Bei den Ausrüstungsinvestitionen war nach einem etwas schwächeren Wachstum im zweiten und dritten Quartal (8,7% bzw. 6,7%) erneut eine kräftige Zunahme (+14%) festzustellen. Überdurchschnittliche Wachstumsraten wiesen die Käufe von Baumaschinen, Lastwagen und Büromaschinen auf. Während erstere die günstige Konjunkturlage im Baugewerbe widerspiegeln, deutet die Entwicklung bei den Büromaschinen auf eine weiterhin kräftige Nachfrage nach Computerausrüstungen hin. Um die Auswirkungen der Ereignisse an den Finanzmärkten auf die Investitionspläne für die Jahre 1988/89 zu beurteilen, führte die KOF-ETH im Dezember eine Zusatzbefragung zum regelmässig im Frühjahr erhobenen Investitionstest durch. Gemäss den Ergeb-

nissen reduzierten bisher nur wenige Unternehmen ihre Investitionspläne. Für die Bauwirtschaft wird, mit Ausnahme des Wohnungsbaus, mit einer weiteren Zunahme der Auftragseingänge gerechnet. Im Bereich der Ausrüstungsgüter wird eine Fortsetzung der Wachstumsverlangsamung erwartet, doch kein Konjunkturreinbruch. Die Hauptziele der Investitionen sind die Rationalisierung sowie die Ersatzbeschaffung. Die Ungewissheit hinsichtlich der Absatzperspektiven und der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften wurden als wichtigste Hemmnisse für weitere Investitionspläne genannt.

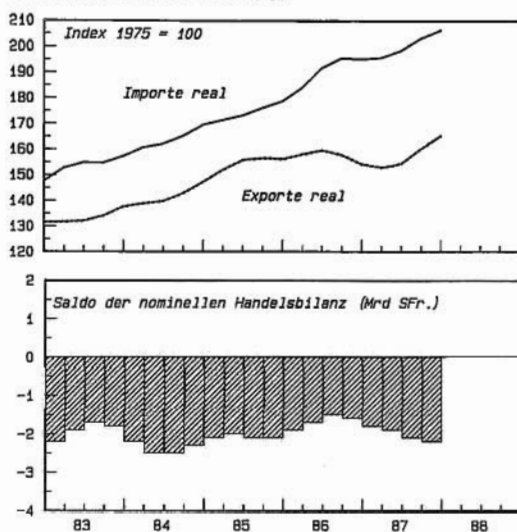
Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die reale Ausfuhr stieg im vierten Quartal 1987 im Vergleich zur Vorjahresperiode um 9,6% an. Dieser unerwartet hohe Zuwachs lässt sich zum Teil auf Sonderfaktoren, z. B. die grössere Anzahl der Arbeitstage, zurückführen. Des weiteren wurden viele Exportgeschäfte noch vor Jahresende abgewickelt, weil das ab 1. Januar geltende neue Zolltarifsystem wegen einer ungefähren Verdoppelung der Zahl der Zolltarife einen grösseren administrativen Aufwand beinhaltet. Nach Berücksichtigung dieser Effekte dürfte hingegen immer noch eine reale Zuwachsrate verbleiben, die in der Grössenordnung derjenigen des Bruttoinlandprodukts liegt. Über das ganze Jahr gesehen ergab sich deshalb für die Exportwirtschaft unerwartet ein günstigeres Bild als im Vorjahr.

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987	1986		1987			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,6	8,7	14,5	10,0	21,7	5,8	2,8	10,9	5,7	19,0
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	-6,4	-15,0	3,2	-	-2,2	4,4	-1,2	-16,8	-0,2	-
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,9	-2,3	-1,5	-	-5,7	-10,1	-27,2	-16,1	-6,8	-
Geplante industrielle Bauten ¹	-8,0	34,4	21,8	-0,1	99,4	-27,1	35,2	7,5	-25,0	-3,5
Raumvolumen	31,5	12,6	5,2	0,1	24,7	-10,6	0	13,1	-10,8	-0,6

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Grafik 11: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Das hohe Wachstum der realen Exporte im vierten Quartal wurde vor allem von der Metallindustrie (8,7%), insbesondere der Uhrenindustrie (10,9%) und der chemischen Industrie (10,5%), getragen. Nach dem Verwendungszweck der Waren gegliedert, stiegen die Exporte von Konsumgütern mit 13,2% am stärksten, nachdem sie bereits im dritten Quartal um 3,1% gewachsen waren. Die realen Einfuhren erhöhten sich im

vierten Quartal im Vergleich zur Vorjahresperiode noch stärker als die realen Ausfuhren. Gleichzeitig sanken die Einfuhrpreise um 1,8%, weil sich der Schweizer Franken auch im zweiten Halbjahr gegenüber allen wichtigen Währungen ausser dem britischen Pfund real aufgewertet hatte.

Der Zuwachs der realen Importe von insgesamt 12,7% wurde vor allem durch den Anstieg der Importe von Investitionsgütern (19%) und Energieträgern (15,8%) getragen. Bei den Energieträgern stand saisonbedingt die Einfuhr von Heizöl im Vordergrund.

Im vierten Quartal ergab sich ein Ertragsbilanzüberschuss von 2,7 Mrd. Franken, gegenüber 3,2 Mrd. in der entsprechenden Vorjahresperiode (3. Quartal: 1,9 Mrd.). Zur Verminderung des Aktivsaldo im vierten Quartal trug im wesentlichen die starke Ausweitung der Güterimporte bei. Die Einnahmen und Ausgaben aus dem Dienstleistungsverkehr veränderten sich gesamthaft nur geringfügig. Die ans Ausland bezahlten Arbeitseinkommen waren wiederum deutlich höher als vor Jahresfrist. Trotzdem verzeichnete die Bilanz der Faktoreinkommen dank höherer Zinszahlungen aus dem Ausland einen um 0,1 Mrd. Franken höheren Überschuss. Für das Jahr 1987 zeigt das vorläufige Ergebnis einen Rückgang des Überschusses der Ertragsbilanz von 12,1 Mrd. auf 10,4 Mrd. Franken.

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987a)	1986		1987a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Reale Ausfuhr	6,4	9,1	0,6	1,5	1,6	-2,2	0,2	-4,4	0,4	9,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	9,8	7,9	0,0	1,6	-1,4	-1,2	2,4	-4,5	0,0	8,5
Investitionsgüter	3,1	10,7	3,9	1,6	6,4	-0,7	1,0	-3,1	-0,6	8,1
Konsumgüter	6,4	8,8	-2,7	1,7	-0,4	-5,5	-3,6	-6,2	3,1	13,2
Ausfuhrpreise	4,5	1,9	0,8	-1,1	1,0	-0,2	-0,8	0,3	-0,5	-2,9
Reale Einfuhr	7,3	5,2	8,2	6,4	11,3	3,5	6,9	3,3	2,7	12,7
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	10,1	7,6	3,7	3,2	5,8	1,4	4,4	-2,0	2,7	8,2
Investitionsgüter	3,6	8,7	14,5	10,0	21,7	5,8	2,8	10,9	5,7	19,0
Konsumgüter	9,6	2,5	9,0	8,1	12,6	3,8	12,1	3,6	5,1	11,9
Einfuhrpreise	4,0	4,7	-9,4	-4,2	-11,6	-9,4	-8,6	-5,8	-0,2	-1,8

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: Ertragsbilanz¹

	1984	1985	1986a)	1987*)	1986a)		1987*)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Warenexporte	55,8	69,1	69,2	69,5	16,5	18,0	16,5	17,3	16,4	19,3
Spezialhandel	53,7	66,6	67,0	67,5	16,0	17,5	16,0	16,8	15,9	18,8
Übrige Warenexporte ²	2,1	2,4	2,2	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Dienstleistungsexporte	16,0	20,0	19,9	20,0	5,9	3,9	5,1	4,8	6,2	3,9
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	23,4	28,6	27,0	28,2	6,8	6,6	6,9	6,9	7,2	7,2
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,0	2,5	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Total Einnahmen	97,2	120,1	118,8	120,7	29,9	29,2	29,2	29,7	30,5	31,2
Warenimporte	63,6	77,8	76,4	77,8	18,4	18,9	18,7	19,5	18,9	20,8
Spezialhandel	61,1	74,8	73,5	75,2	17,8	18,1	18,0	18,8	18,3	20,2
Übrige Warenimporte ²	2,6	3,0	2,9	2,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7
Dienstleistungsimporte	8,2	10,3	10,1	10,4	4,0	2,0	1,5	2,7	4,1	2,0
Faktoreinkommen an das Ausland ³	13,4	15,2	15,4	16,9	3,8	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,9	4,5	4,7	5,1	1,3	1,2	1,2	1,3	1,4	1,2
Total Ausgaben	89,1	107,7	106,7	110,2	27,6	26,0	25,4	27,7	28,6	28,5
Ertragsbilanzsaldo	8,1	12,4	12,1	10,4	2,3	3,2	3,8	2,0	1,9	2,7

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 Konjunkturfragen

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung lag im letzten Quartal 1987 um 0,9% über dem Vorjahresstand. Nach wie vor expandierte sie im Dienstleistungsbereich stark um 2%, während sie in der Industrie um 0,4%

zurückging. Im Jahresdurchschnitt stieg die Zahl der Beschäftigten 1987 um 1,3%, wobei der Zunahme von 1,9% im Dienstleistungssektor eine Abnahme von 0,1% in der Industrie gegenüberstand. Im Bausektor wurde eine Erhöhung um 1,1% notiert.

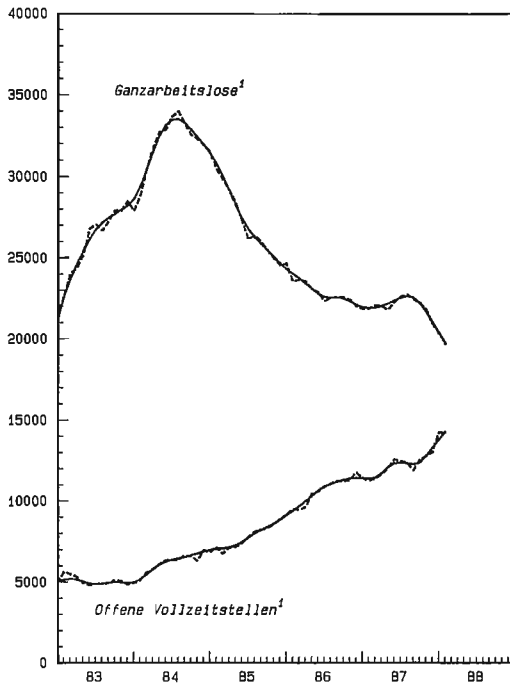
Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt

(Nicht saisonbereinigt)

	1983	1984	1985	1986	1987						1988
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	
Index der Beschäftigten ¹	- 1,3	- 0,4	0,8	1,0	1,2	1,3	0,9	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Ganzarbeitslose ³	26 288	32 061	27 025	22 770	21 579	19 837	21 045	19 708	21 004	22 423	24 188
Kurzarbeiter ³	48 930	11 231	2 133	2 058	4 278	3 129	4 602	4 813	4 807	4 186	-
Offene Vollzeitstellen ³	5 084	6 269	7 898	10 734	12 886	12 975	12 496	13 019	12 425	12 043	12 550

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode² Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1980 (3 091 694 Erwerbspersonen)³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Grafik 12: Arbeitsmarkt

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Gemäss saisonbereinigten Daten nahm die Zahl der Erwerbslosen gegen Jahresende ab und sank schliesslich unter den Vorjahresstand. Die Arbeitslosenrate blieb jedoch bei 0,8%. Die Zahl der Kurzarbeiter nahm im vierten Quartal ebenfalls leicht ab, lag aber über dem Vorjahresniveau. Die weiterhin angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt zeigte sich auch in einer Zunahme der Zahl der offenen Stellen während der letzten Monate 1987 gegenüber dem Vorjahresstand.

Preise und Löhne

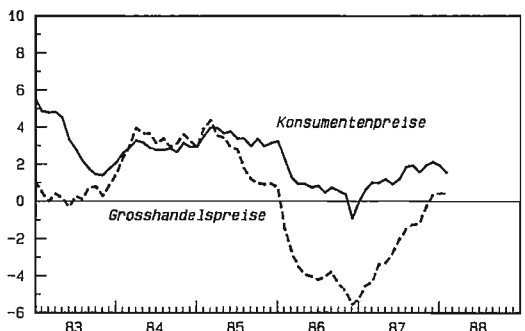
Die Teuerung erhöhte sich gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise im Laufe des Jahres 1987. Der bereits im dritten Quartal festgestellte Preisanstieg für sämtliche Kategorien bestätigte sich im vierten Quartal, als die Zunahme des Index gegenüber dem Vorjahresstand 2% erreichte. Bei den Waren betrug die Preis-

erhöhung 1,5% und bei den Dienstleistungen 2,4%. Die Erhöhung war besonders bei den Wohnungsmieten, im Gesundheitswesen und bei den Aufwendungen für Heizung und Beleuchtung spürbar. Im gleichen Zeitabschnitt verteuerte sich der Teilindex für die inländischen Waren und Dienste um 2,2%, während die Importgüterkomponente um 1,3% anstieg.

Im Durchschnitt des Jahres 1987 lagen die Konsumentenpreise um 1,5% über dem Vorjahresstand. Die Zunahme war deutlich höher als im Jahre 1986, als sich Importwaren wesentlich verbilligt hatten.

Mit einem Anstieg von 0,1% blieb der Index der Grosshandelspreise im letzten Quartal 1987 nur knapp über dem Vorjahresstand. Während bei den einheimischen Produkten eine leichte Preiserhöhung um 0,6% zu beobachten war, ergab sich bei den Importwaren ein Preisrückgang um 1,1%, gegenüber 2,6% im dritten Quartal. Der Totalindex sank im vergangenen Jahr durchschnittlich um 2%.

Nach Berechnungen des BIGA erhöhten sich die Arbeitnehmerverdienste im vierten Quartal um 2,1% gegenüber dem Vorjahresstand. Unter Berücksichtigung des Anstiegs der Konsumentenpreise ergab sich eine Reallohnsteigerung von 0,1%.

Grafik 13: Preisentwicklung¹

¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge betrug im Durchschnitt des vierten Quartals 3% gegenüber dem Vorjahresstand. Im Laufe des Novembers und Dezembers stiegen die Giro Guthaben rasch an, da die Nationalbank den nach dem Aktienkurseinbruch stark erhöhten Liquiditätsbedarf akkommodierte. Wie bereits im vorangegangenen Quartal, lag die Zunahme des Notenumlaufs gegenüber dem Vorjahresstand bei 4%. Einer kräftigen Nachfragesteigerung nach allen Abschnitten im Oktober und November folgte im Dezember eine schwächere Entwicklung. Dies lässt sich zum Teil mit der Tatsache erklären, dass 1987 in den meisten Landesteilen kein Steuerdeklarationsjahr war. Die durchschnittliche Zunahme der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Vorjahresstand betrug im Jahre 1987 2,9%, womit das ursprünglich auf 2% festgelegte Geldmengenziel überschritten wurde.

Im vierten Quartal lag die Geldmenge M_1 um 9,3%, M_2 um 11,8% und M_3 um 11,1% über dem

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M_1	M_2	M_3
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,6	5,6	6,2
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987 ²	7,4	9,7	9,5
1987 1. Q. ²	6,1	9,2	8,2
1987 2. Q. ²	6,2	9,0	8,8
1987 3. Q. ²	8,1	8,9	9,7
1987 4. Q. ²	9,3	11,8	11,1
1987 April ²	5,9	9,7	8,9
1987 Mai ²	6,3	9,1	8,7
1987 Juni ²	6,5	8,1	8,7
1987 Juli ²	8,4	7,7	9,0
1987 August ²	8,8	9,1	9,9
1987 September ²	7,1	9,9	10,3
1987 Oktober ²	7,1	10,9	10,7
1987 November ²	10,5	12,8	11,5
1987 Dezember ²	10,4	11,7	11,1

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate. Revidierte Zahlen; vgl. Quartalsheft I/1985, «Revision der Geldmengenstatistik». Ab 1986 inkl. Liechtenstein.

² provisorisch

M_1 = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M_3 = M_2 + Spareinlagen

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giro Guthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1984	23 263	2,1	7 826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	724	32 708	2,9
1987 1. Q.	24 639	3,0	8 406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2. Q.	24 473	3,0	8 557	6,7	762	32 268	2,6
1987 3. Q.	24 547	3,9	8 430	1,7	670	32 306	3,0
1987 4. Q.	25 481	4,0	9 195	4,5	1001	33 675	3,0
1987 März	24 448	2,3	8 560	8,0	676	32 332	3,0
1987 April	24 525	3,1	8 705	9,7	1004	32 226	2,4
1987 Mai	24 347	2,4	8 256	4,7	329	32 274	2,7
1987 Juni	24 546	3,6	8 711	5,6	952	32 305	2,7
1987 Juli	24 682	3,8	8 791	7,3	888	32 585	3,8
1987 August	24 462	4,1	8 086	1,9	456	32 092	2,8
1987 Sept.	24 496	3,9	8 413	- 4,2	667	32 242	2,3
1987 Okt.	24 707	4,2	8 275	- 1,8	791	32 191	1,7
1987 Nov.	24 934	4,4	8 668	2,1	741	32 861	2,8
1987 Dez.	26 802	3,3	10 643	13,2	1471	35 974	4,5

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giro Guthaben - Ultimokredite

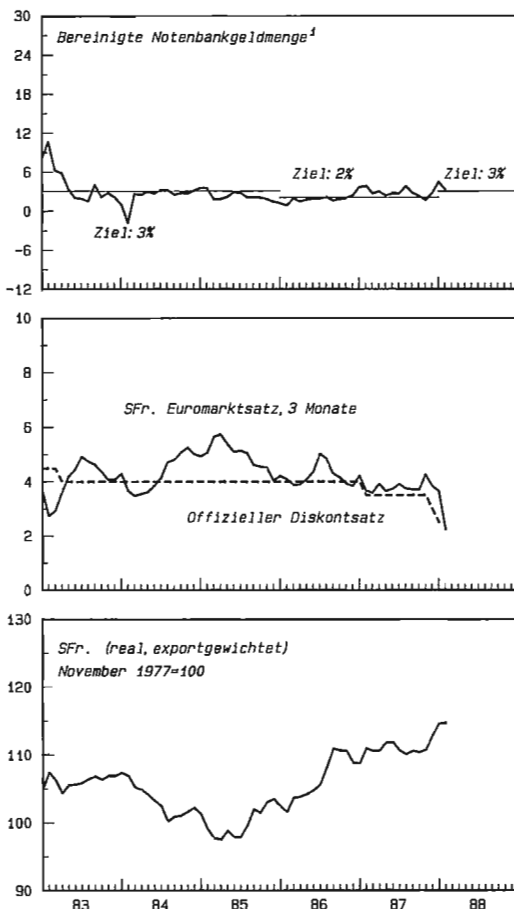
Vorjahresstand. Damit ergab sich bei allen drei Aggregaten eine Beschleunigung gegenüber dem Vorquartal. Die Wachstumssteigerung bei der Geldmenge M_1 leitete sich hauptsächlich von der Entwicklung der Sichteinlagen ab, deren durchschnittliche Zunahme sich im vierten Quartal auf 12,6% belief. Die noch stärkere Wachstumsbeschleunigung beim Aggregat M_2 erklärt sich durch die Zunahme der Festgelder, die sich nach 9,8% im dritten Quartal um 14,6% im vierten Quartal erhöhten. Die Entwicklung der Sicht- und Termingelder widerspiegelte den erhöhten Liquiditätsbedarf nach dem Aktienkurseinbruch. Die Zuwachssteigerung der Geldmenge M_3 schliesslich leitete sich zur Hauptsache aus der Entwicklung des Aggregats M_2 ab, da sich die Zunahme der Spargelder auf einem bereits in den Monaten Juli bis September beobachteten hohen Niveau von 10,5% hielt.

Geldmarkt

Zwischen November 1987 und Januar 1988 reduzierten sich die Zinssätze am Geldmarkt markant und erreichten den tiefsten Stand seit 1979. Den Ausgangspunkt bildete der Kurseinbruch an den Aktienmärkten am 19. Oktober, der eine starke Verunsicherung der Anleger auslöste und zu einer höheren Nachfrage nach festverzinslichen Anlagen und zinslosen Kassamitteln führte. Die Nationalbank beschloss darauf, den Banken rund 1 Mrd. Franken zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen. Diese Massnahme wurde im Laufe der Monate November und Dezember mit Hilfe von Swap-Krediten durchgeführt.

Die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank betragen im Durchschnitt des vierten Quartals 9,2 Mrd. Franken und lagen damit um 4,8% über dem Vorjahresstand. Zum Jahresende, an dem die Nationalbank die Banken nochmals grosszügig mit zusätzlichen Mitteln versorgte, stiegen die Giro Guthaben auf 17,0 Mrd. Franken, 2,1 Mrd. mehr als vor Jahresfrist. Der Zinssatz für Ultimogeld sank in den letzten Tagen vor dem Jahreswechsel, als eine problemlose Abwicklung des Ultimos abzusehen war, auf 0%. Gemessen an der Entwicklung der Zinssätze, blieb die Liquiditätsversorgung der Banken auch zu Beginn des neuen Jahres reichlich. Ende Januar

Grafik 14: Schweiz



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

fiel der Bedarf der Banken an flüssigen Mitteln aufgrund der Änderung der Liquiditätsvorschriften geringer aus als an vergleichbaren früheren Monatsenden, so dass der erste Ultimo des Jahres 1988 bei tiefen Marktzinssätzen ohne zusätzliche Lombardkredite abgewickelt werden konnte. Das bisherige Zinsmuster für Tagesgeld, das durch niedrige Zinssätze unter dem Monat und extrem hohe Zinssätze am Monatsende gekennzeichnet war, dürfte mit den neuen Liquiditätsvorschriften für Banken, die am 1. Januar 1988 in Kraft traten, der Vergangenheit angehören. Nach den neuen Vorschriften sind die Mindestanforde-

rungen für die greifbaren Mittel in Schweizer Franken nicht wie bisher allein an einem Stichtag, dem Monatsende, sondern im Monatsdurchschnitt zu erfüllen.

Die Zinssätze am Eurofrankenmarkt sanken zwischen Mitte Oktober 1987 und Ende Januar 1988 um durchschnittlich 2 Prozentpunkte. Dabei bildeten sich die kurzfristigen Sätze deutlich stärker zurück als die langfristigen. Mitte Oktober hatten die Zinssätze für Eurofrankenanlagen von 3–12 Monaten einheitlich knapp 4½% betragen. Ende Januar lagen die Zinssätze für dreimonatige Eurofranken bei 1¼%, während für Jahresgeld knapp 3% geboten wurde. Die Auffächerung des Zinsspektrums zeigte sich auch bei den Festgeldzinsen der Grossbanken. Diese hatten Mitte Oktober für alle Laufzeiten 3¾% betragen. Nach insgesamt sieben Anpassungen an die Entwicklung am Eurofrankenmarkt lagen sie Ende Januar je nach Laufzeit bei 1½%–2¼%.

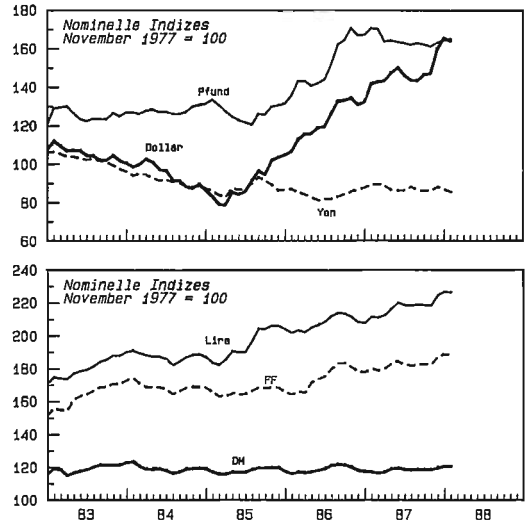
Der markante Zinsrückgang für Frankenanlagen bewirkte eine vergrösserte Differenz zwischen Dollar- und Frankenzinsen. Nachdem die Zinssätze für D-Mark-Anlagen am Euromarkt im November und Dezember vorübergehend unter jene vergleichbarer Frankenanlagen gefallen waren, bildete sich in den folgenden Wochen wieder das übliche Zinsgefälle zugunsten der D-Mark.

Nach der Reduktion im November senkte die Nationalbank am 4. Dezember den Diskont- und Lombardsatz für Notenbankkredite um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 2½% bzw. 4%. Die Senkung erfolgte in Absprache mit anderen europäischen Notenbanken.

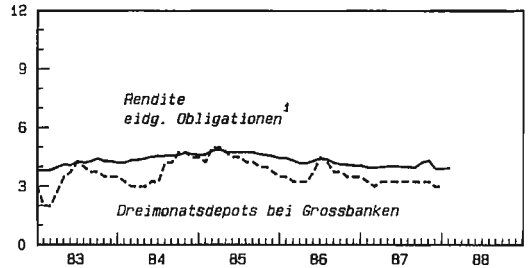
Devisenmarkt

Von Anfang November bis Ende Dezember wertete sich der amerikanische Dollar wie in den beiden vorangegangenen Monaten weiterhin ab. Nach dem Jahreswechsel erholte er sich und stabilisierte sich danach bis Ende Januar weitgehend. Die D-Mark und das britische Pfund unterlagen im Laufe der Monate November bis Januar einem leichten Abwertungsdruck. Während die Kurse für den französischen Franken und die

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

italienische Lira etwa stabil blieben, verteuerte sich der japanische Yen im Laufe der erwähnten drei Monate geringfügig.

Im vierten Quartal wertete sich der Schweizer Franken im Vergleich zur Vorjahresperiode gegenüber allen wichtigen Währungen ausser dem britischen Pfund auf. Im Verhältnis zum amerikanischen Dollar verteuerte sich der Franken mit 18,5% am stärksten. Handelsgewichtet stieg der Aussenwert des Frankens nominal um 3,8%,

real um 3,1% gegenüber dem Vorjahresstand. Im Januar verharrte der reale Wechselkursindex weitgehend auf dem bei Jahresende erreichten Niveau.

Kapitalmarkt

Die Zinssätze am Obligationenmarkt bildeten sich zwischen Oktober 1987 und Januar 1988 deutlich zurück. Mit dem Kurssturz an den internationalen Aktienmärkten und der dadurch geschaffenen Unsicherheit wurden festverzinsliche Wertpapiere attraktiver. Die bedeutendsten Kursgewinne waren bei festverzinslichen Obligationen erstklassiger Schuldner feststellbar.

Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen, die Mitte Oktober fast 4,4% betragen hatte, fiel bis auf 3,83% am 27. November und stabilisierte sich im Dezember und Januar zwischen 3,9% und 4,0%. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Revision des Korbes der berücksichtigten Anleihen am Jahreswechsel zu einem Renditesprung von 0,07 Prozentpunkte führte. Der Korb, der im Laufe des Jahres jeweils unverändert bleibt, umfasst Anleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens fünf Jahren. Bei der Revision werden die Anleihen, die dieses Kriterium nicht mehr erfüllen, durch die seit der letzten Revision neu ermittelten Anleihen ersetzt.

Der Aktienmarkt beruhigte sich nach dem Kurssturz am 19. Oktober nur langsam. Die Kurse, die an diesem Tag, gemessen am Bankvereingesamtindex, um 11% gefallen waren, lagen am Jahresende um rund 30% unter dem Stand von Ende 1986. Zwischen Mitte Dezember 1987 und Ende Januar 1988 blieb der Aktienindex per Saldo weitgehend unverändert.

Das Interesse verlagerte sich erwartungsgemäss vom Aktien- auf den Obligationenmarkt. Ausgelöst durch die niedrigen Zinssätze, belebte sich die Emissionstätigkeit deutlich. Im November und Dezember wurde eine ganze Reihe zusätzlicher Anleihen ins Emissionsprogramm aufgenommen. Das Publikum zeichnete die aufgelegten Anleihen im allgemeinen gut. Neue Options- und Wandelanleihen inländischer Schuldner wurden allerdings keine mehr angeboten.

Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen und Aktienemissionen betrug im vierten Quartal 11,4 Mrd. Franken (4. Quartal 1986: 14,3 Mrd.). Davon entfielen 30% (22%) auf Kapitalaufnahmen inländischer Schuldner. Im Inlandbereich wurden Konversionen und Rückzahlungen von 1,2 Mrd. Franken (1,2 Mrd.) vorgenommen, so dass sich die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Schuldner auf 2,2 Mrd. Franken (2,0 Mrd.) belief.

Kapitalexport

Nachdem der bewilligungspflichtige Kapitalexport im dritten Quartal mit 16,5 Mrd. Franken einen absoluten Spitzenwert erreicht hatte, bildete er sich im vierten Quartal auf 12,3 Mrd. Franken zurück. Das Volumen des entsprechenden Vorjahresquartals wurde damit um 1,2% unterschritten. Auf saisonbereinigter Basis lag das Ergebnis des vierten Quartals deutlich über dem Kapitalexport des ersten bzw. zweiten Quartals des Jahres 1987. Bedeutende Unterschiede gab es im vierten Quartal bei einzelnen Geschäftsarten. So verminderte sich das Anleihevolumen um 29%, während bei den Krediten mehr als eine Verdreifachung des Exports zu verzeichnen war. Diese Entwicklung ist nicht zuletzt auf den internationalen Aktienkurssturz im Oktober des vergangenen Jahres zurückzuführen, der zu einer markanten Verminderung der eigenkapitalbezogenen Anleihen führte und den Trend zurück zum traditionellen Bankkredit verstärkte. Der Anteil der Kredite am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport betrug im vierten Quartal etwas mehr als 35%; dies ist ein seit Jahren nicht mehr registrierter Wert.

Im Jahre 1987 bewilligte die Nationalbank Kapitalexporte in Höhe von 49,3 Mrd. Franken; das sind 4% weniger als 1986. Damals hatte das Wachstum noch 11,5% und im Jahre 1985 13,4% erreicht. Das Anleihevolumen verminderte sich 1987 um 11%, während die Kredite um mehr als ein Drittel zunahm. Die Gliederung des bewilligungspflichtigen Kapitalexports nach Ländergruppen zeigte eine erneute Steigerung des Anteils der Industrieländer von 86% im Jahre 1986 auf 90% im Jahre 1987. Dagegen vermin-

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	43 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 1. Q.	9 416,6	1 768,9	311,1	11 496,6
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.	9 370,3	1 928,5	180,4	11 479,2
1987 2. Q.	6 852,3	1 931,4	347,2	9 130,9
1987 3. Q. ²	13 974,0	2 191,9	292,2	16 458,1
1987 4. Q. ²	7 947,2	4 123,8	197,8	12 268,8

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

² provisorisch

derte sich der Anteil der Entwicklungsorganisationen von 7% auf 2%. Bei den Anleihen sank die Quote der Industrieländer geringfügig von 94% auf 92%, wobei es zu beträchtlichen Verschiebungen innerhalb dieser Gruppe kam. Das Gewicht Japans sowie der europäischen OECD-Länder nahm zu Lasten der Vereinigten Staaten und Kanadas zu. Wegen der erhöhten Zins- und Wechselkursunsicherheiten war 1987 eine Tendenz zu kürzeren Laufzeiten zu beobachten. So vergrösserte sich der Anteil von Anleihen im Bereich zwischen einem und fünf Jahren von 30% im Jahre 1986 auf 46% im Jahre 1987, während Anleihen mit Laufzeiten von über 10 Jahren nur noch einen Anteil von 13% aufwiesen, gegenüber 27% im Vorjahr.

Bankbilanzen und Kredite

Der im Vorjahresvergleich tiefere Dollarkurs sowie die im Trend rückläufigen Zinssätze prägten die Bilanzentwicklung im vierten Quartal. Ende Dezember betrug das Jahreswachstum der Bilanzsumme 6,6% (Dezember 1986: 10,3%). Unter Annahme eines unveränderten Dollarkurses hätte die Wachstumsrate der Bilanzsumme 11,7% entsprochen.

Das günstige Konjunkturklima äusserte sich auch in der Kreditgewährung. Das Kreditvolumen lag zum Jahresende um 10,1% über dem Vorjahresstand. Während die Inlandkredite um 10,3% stiegen, nahmen die Auslandkredite um 9,3% zu. Betragsmässig entsprechen diese jedoch nur etwa einem Fünftel der Inlandkredite. Bei den Inlandkrediten waren sowohl die kommerziellen Kredite mit +9,8% als auch die Hypothekarkredite mit +10,8% gefragt. Die Wachstumsrate der Hypotheken wurde letztmals im Jahre 1982 übertroffen.

Die Finanzanlagen (liquide Mittel, Guthabenüberschuss im Interbankgeschäft, Wechsel, Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) sanken erstmals seit beinahe zwei Jahren unter den Vorjahresstand (-1,8%). Während die betragsmässig bedeutenden Positionen Interbanksaldo sowie Wechsel und Geldmarktpapiere weiterhin rückläufig waren, nahmen die liquiden Mittel und die Wertschriften zu. Bei den Wertschriften zeigte sich, im Gegensatz zu den vergangenen Quartalen, aber in Übereinstimmung mit dem Verlauf der Neuemissionen, ein verlangsamtes Wachstum.

Die Publikumsfelder (Sicht-, Termin- und Sparanlagen sowie Kassenobligationen und Obliga-

tionen) stiegen im Vorjahresvergleich um 6,7%. Die in diesem Aggregat zusammengefassten Positionen entwickelten sich unterschiedlich. Die Kreditoren auf Sicht nahmen relativ stark zu, wobei besonders die inländischen, auf Franken lautenden Kreditoren auf Sicht im Vordergrund standen. Bei den Kreditoren auf Zeit war ein abgeschwächtes Wachstum festzustellen (0,4%). Im Frankenbereich Inland, der rund die Hälfte des Bestandes ausmacht, nahm das Volumen um 13,3% zu. Die Aufwärtsbewegung der Spargelder setzte sich im vierten Quartal fort. Seit August

1987 lag die Zunahme über der 10%-Marke, was letztmals 1983 vorgekommen war. Nachdem die Wachstumsrate der Kassenobligationen seit Jahresbeginn rückläufig gewesen war, stieg sie Ende Dezember auf 6,4%.

Die Treuhandgelder lagen zum Jahresende erstmals seit November 1985 leicht über dem Vorjahresstand (0,6%). Den Fremdwährungen, die mit einem Anteil von 74% das Volumen dominierten, standen vermehrt Geschäfte in Franken gegenüber.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 11 mars 1988¹

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

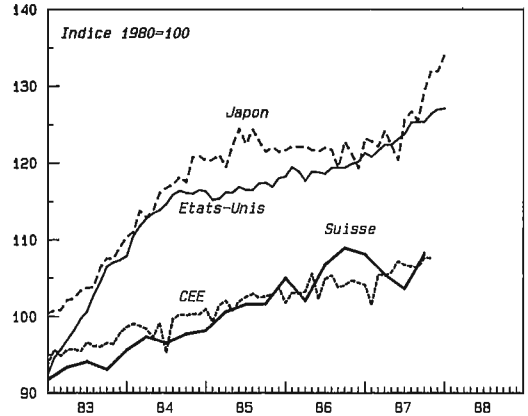
Evolution de la conjoncture

Au second semestre de 1987, les pays industrialisés ont bénéficié dans l'ensemble d'une conjoncture réjouissante. Le Japon, les Etats-Unis et la France ont enregistré des taux de croissance particulièrement élevés. Au contraire de la production globale, l'évolution de la demande et du chômage a varié d'un pays à l'autre. La demande intérieure a augmenté nettement au Japon et au Royaume-Uni, mais stagné aux Etats-Unis; le taux de chômage a continué son mouvement de repli aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, alors qu'il est resté inchangé dans les autres grands pays industrialisés. Le déficit de la balance commerciale américaine s'est inscrit à 12,2 milliards de dollars au mois de décembre, contre 13,2 milliards en novembre et 17,6 milliards en octobre.

Dans les pays de l'OCDE, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée légèrement en 1987. Cette accélération, qui n'a pas été la même dans tous les pays, peut être attribuée principalement à l'augmentation que les prix des produits énergétiques ont enregistrée au premier semestre de l'année. A la fin de 1987, le taux annuel de renchérissement – mesuré aux prix à la consommation – s'inscrivait à 4% dans la zone de l'OCDE (second semestre: 1,6%), à 3,4% dans le groupe des sept grands pays industrialisés, à 4,4% aux Etats-Unis et à 0,8% au Japon.

Les derniers mois de 1987 ont été marqués par les événements qui ont secoué les marchés

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux Indicateurs économiques, et Office fédéral de la statistique

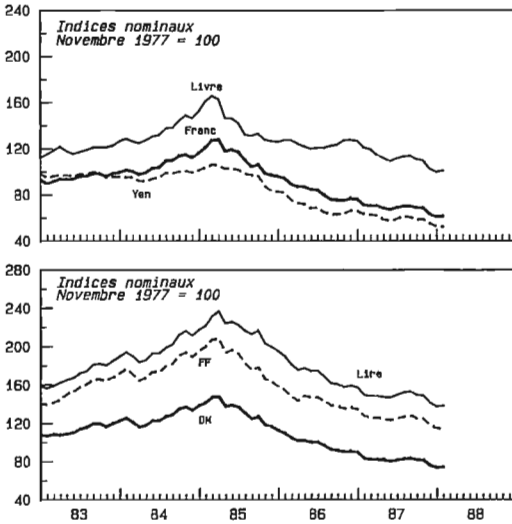
financiers, notamment par l'effondrement des cours des actions au mois d'octobre. Le dollar a fléchi lui aussi fortement sur les marchés des changes, et les taux d'intérêt ont en général suivi une tendance à la baisse. Le krach boursier a montré à de nombreux investisseurs que les placements en actions sont plus risqués qu'ils ne l'imaginaient. Cette prise de conscience a incité les investisseurs à accroître la part des titres à revenu fixe dans leur portefeuille; les cours de ces titres ont alors augmenté, et les taux d'intérêt, diminués. Comme la perte de confiance dont a souffert la monnaie américaine au quatrième trimestre n'a pas été compensée par un écart suffisant dans le domaine des taux d'intérêt, le dollar a chuté sur les marchés des changes. Face au franc suisse, il a baissé de 16,1% durant le quatrième trimestre.

Politique économique

Après l'effondrement des cours des actions, la banque centrale américaine a mis rapidement des liquidités supplémentaires à la disposition du

¹ Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1987 et janvier 1988.

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



système bancaire. De ce fait, les taux à court terme ont fléchi davantage aux Etats-Unis qu'au Japon et en République fédérale d'Allemagne. L'écart entre les rémunérations servies sur le dollar et les autres monnaies a diminué, ce qui a contribué à provoquer une nouvelle baisse du cours du dollar et conduit des autorités monétaires, en particulier la Banque du Japon et certaines banques centrales européennes, à prendre des mesures pour soutenir la monnaie américaine. Au début du mois de décembre, la Banque fédérale d'Allemagne a réduit le taux officiel de l'escompte et plusieurs autres pays européens ont diminué leurs taux directeurs. En Allemagne, la croissance de la monnaie centrale dépassait très largement, au quatrième trimestre, la limite supérieure de la fourchette choisie comme objectif. Au Japon, l'agrégat $M_2 + CD$ a augmenté lui aussi bien au-delà de la projection trimestrielle qui, pourtant, avait été relevée une nouvelle fois.

Aux Etats-Unis, le Système de Réserve Fédérale a épongé, à partir de la mi-novembre, les liquidités supplémentaires qui avaient été créées après le krach boursier et les taux d'intérêt à court terme ont augmenté. Au quatrième trimestre, les taux de croissance des masses monétaires répondant aux définitions les plus larges

étaient inférieurs de moitié approximativement à ceux qui avaient été observés un an auparavant. M_2 évoluait nettement au-dessous de sa zone cible et M_3 , à la limite inférieure de sa fourchette. Par rapport au mois précédent, M_1 s'est accrue de 1,9% en janvier 1988, après correction des variations saisonnières.

La politique des principaux pays industrialisés en matière de finances publiques n'a enregistré que peu de modifications. Aux Etats-Unis, le Congrès n'a pas encore approuvé le compromis, peu ambitieux, auquel sont parvenus ses dirigeants et le Président en vue de limiter les déficits de l'Etat fédéral pour l'année budgétaire en cours et l'exercice suivant. En République fédérale d'Allemagne, la deuxième des trois étapes du programme adopté en 1985 pour alléger la fiscalité est entrée en vigueur au début de l'année. Le gouvernement japonais a présenté son projet de budget pour l'exercice annuel qui commencera au mois d'avril; selon ce projet, le gouvernement entend soutenir la croissance comme il l'a fait, pendant l'exercice en cours, avec l'adoption d'un budget complémentaire. Etant donné les plans financiers et les perspectives conjoncturelles, il ne faut en général pas s'attendre, en 1988, à de nouveaux progrès dans la consolidation des finances des gouvernements centraux et des collectivités locales, tant dans les grands pays industrialisés que dans les petits.

Marchés des changes

Au quatrième trimestre, le dollar a chuté sur les marchés de changes pour s'inscrire, face à la plupart des monnaies fortes, à des niveaux jamais observés jusque-là. Des tensions sont apparues au sein du Système monétaire européen (SME), étant donné que les monnaies qui y participent se sont revalorisées dans des proportions diverses et que des portefeuilles ont fait l'objet de réaménagements. Au début de l'année, le dollar s'est redressé nettement, puis une certaine stabilisation a eu lieu. Cette évolution peut être attribuée à des informations publiées au cours du mois de décembre. Ainsi, le Groupe des Sept a confirmé, peu avant Noël, l'accord du Louvre pour stabiliser le dollar vis-à-vis des monnaies les plus importantes. En outre, des signes

ont montré la volonté du gouvernement américain de réduire le déficit budgétaire, alors que le Japon et l'Allemagne fédérale ont adopté des mesures visant à stimuler la conjoncture. Enfin, plusieurs banques centrales ont soutenu le dollar, durant les mois de décembre et de janvier, en intervenant de manière peu importante mais répétée sur les marchés des changes.

De légères tensions ont marqué le Système monétaire européen (SME) pendant les mois de novembre à janvier. Plusieurs banques centrales sont intervenues sur les marchés des changes pour maintenir leur monnaie à l'intérieur de la marge de fluctuation.

Du troisième au quatrième trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 11,9% en termes nominaux et de 10,4% en termes réels. La valeur extérieure du yen japonais a augmenté de 6,9% en termes réels. Quant aux cours réels et pondérés par les exportations du franc suisse et du mark allemand, ils ont moins varié, puisque le premier s'est revalorisé de 3,1% et le second, de 1,0%.

Coopération monétaire internationale et problèmes de l'endettement

Selon de premières estimations de la Banque mondiale, la dette extérieure des pays en développement a augmenté, en 1987, de 6¼% pour atteindre 1190 milliards de dollars. Un transfert net de ressources (afflux brut de fonds dans les pays endettés, moins service de la dette par les pays débiteurs) a eu lieu de nouveau des pays endettés vers les pays créanciers. Ce transfert a porté sur un montant de 29 milliards de dollars en 1987, contre 31 milliards l'année précédente. Le groupe des pays en développement les plus lourdement endettés – 46% de la dette totale – reste au cœur du problème de l'endettement. Dans son dernier rapport sur l'endettement, la Banque mondiale note qu'aucun de ces pays n'est parvenu à redresser substantiellement sa situation, au cours des cinq dernières années, bien que de nombreuses opérations de rééquilibrage aient été accomplies depuis 1982 et que la plupart des pays débiteurs se soient ef-

forcés – selon la Banque mondiale – de réaliser les ajustements structurels nécessaires.

Ces dernières années, plusieurs propositions ont été formulées en vue d'alléger le service de la dette des pays les plus pauvres, notamment de la zone subsaharienne, qui se heurtent à des problèmes économiques particulièrement aigus. Parmi ces propositions figure une extension de la Facilité d'ajustement structurel du Fonds monétaire international (FMI). Depuis le début de l'année, le FMI est, en principe, en mesure d'offrir des crédits spéciaux, assortis de conditions particulièrement favorables, aux pays les plus pauvres du tiers monde. Les pays membres du FMI ont donné leur accord pour doter la «Facilité d'ajustement structurel renforcée» (FASR) d'un montant supplémentaire de 6 milliards de DTS, si bien que le FMI dispose, aujourd'hui déjà, de quelque 8,2 milliards de DTS pour ce nouveau programme. Pour recourir à ces crédits, les pays devront remplir certaines conditions. Après cinq ans et demi, les crédits devront être remboursés en dix tranches semestrielles d'un montant égal. Le FMI a l'intention d'appliquer à ces prêts un taux d'intérêt de 0,5%. Parmi les bénéficiaires de la FASR figurent 62 pays ayant un revenu par tête inférieur à 400 dollars par an.

Vers la fin du mois de décembre, une grande banque américaine a mis sur pied un plan, en collaboration avec le Mexique et le Trésor américain. Selon ce plan, la grande banque renoncerait à demander le remboursement d'une partie de ses créances sur le Mexique. Pour le solde de ses créances, la banque recevrait des obligations négociables, émises par le Mexique, et portant un intérêt supérieur de 1½% au LIBOR. Des obligations américaines à coupon zéro, d'une valeur nominale de 10 milliards de dollars et d'une durée de 20 ans, serviraient de garantie. Ces obligations seraient proposées au gouvernement mexicain, par le Trésor américain, à un prix d'environ 2 milliards de dollars; elles ne seraient pas négociables. Le plan permettrait au Mexique de réduire sa dette extérieure. En outre, malgré le taux plus élevé des nouvelles obligations, ce pays devrait dans l'ensemble moins recourir à ses réserves monétaires pour assurer le service des intérêts. Jusqu'à ce jour, ce plan n'a pas obtenu un grand succès. Plusieurs ban-

ques régionales américaines ont décidé d'amortir d'importants prêts accordés à des pays en développement et d'augmenter leurs provisions pour que celles-ci couvrent plus de 25% de leurs créances sur des pays ayant des difficultés à assurer le service de la dette.

La Commission fédérale des banques a recommandé aux banques suisses de relever leurs provisions, à la fin de 1988, de 30 à au moins 35% de leurs créances sur 50 pays confrontés à des difficultés de paiement.

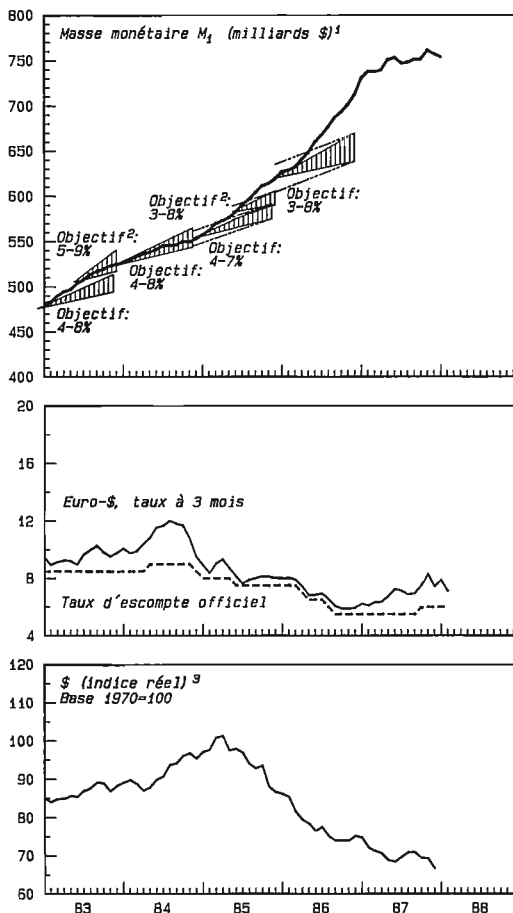
2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au quatrième trimestre, les impulsions venant des exportations ont augmenté, alors que la consommation privée et les investissements ont fléchi. Après correction des variations saisonnières, le produit national brut réel s'est accru de 4,2% en taux annualisé. L'examen des composantes de la demande montre que la conjoncture n'a plus été soutenue par la demande intérieure. Après une phase de croissance vigoureuse, la consommation privée a fléchi, en taux annualisé, de 3,8% au quatrième trimestre. Cette forte contraction se dessinait déjà vers la fin de l'été. Les ménages semblent avoir largement couvert leurs besoins en biens durables, car la demande de biens de consommation a marqué un recul de 20%. Les investissements bruts ont eux aussi diminué, mais de 0,8%; seule la consommation publique a progressé de 5,9%. Contrairement à la demande intérieure, le commerce extérieur a évolué de manière réjouissante. En volume, les exportations se sont accrues de 15,2%, soit un taux nettement supérieur à l'augmentation des importations (6,3%). Les échanges avec l'étranger ont ainsi contribué, à raison de 0,8%, à la croissance économique.

En dépit de la diminution de la demande intérieure, la production a continué à progresser. Dans l'industrie, elle a augmenté de 6%, du troisième au quatrième trimestre, en taux annualisé et désaisonnalisé. Les capacités étaient oc-

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)

cupées à 82%, taux qui n'avait plus été observé depuis près de sept ans. L'écart entre la production et la demande intérieure s'explique principalement par un accroissement non voulu des stocks dans le commerce de détail. Quelque 15% seulement de la progression que la production a enregistrée au quatrième trimestre a été vendu. La conjoncture devrait donc ralentir. La

hausse de la production a entraîné également un raffermissement de la demande de main-d'œuvre et, partant, une diminution du taux de chômage. Au mois de décembre, ce taux s'inscrivait à 5,8% soit à son niveau le plus bas depuis la fin des années septante.

Le déficit de la balance commerciale a passé de 17,6 milliards en octobre à 13,2 milliards de dollars en novembre. Cette forte réduction est le fruit d'une augmentation des exportations, en valeur, et d'un recul des importations. Au mois de décembre, les exportations ont progressé de 4,2%, alors que les importations sont restées stables; le solde passif a ainsi diminué à 12,2 milliards de dollars. Chaque mois, la publication des résultats du commerce extérieur a engendré de sensibles variations du cours du dollar.

Le fort taux d'utilisation des capacités de production et la hausse des prix à l'importation ont fait naître la crainte d'une reprise de l'inflation par les coûts. Cette crainte ne paraît pas fondée, étant donné le fléchissement des coûts unitaires du travail et la politique monétaire restrictive. Un ralentissement du renchérissement a été observé au second semestre. Au mois de décembre, les prix à la consommation dépassaient de 4,4% le niveau enregistré un an auparavant.

En données corrigées des variations saisonnières, la croissance de la masse monétaire M_1 , au quatrième trimestre, n'a été que de 0,9% en taux annualisé; elle s'était inscrite à 2,8% seulement au troisième trimestre. En taux annualisé, la masse monétaire M_2 a augmenté de 3% entre septembre et décembre, contre 3,8% entre mai et septembre. Plus révélateur peut-être est le recul de 5,5% que M_1 a enregistré en taux annualisé, en novembre et décembre, malgré les abondantes liquidités supplémentaires fournies par la banque centrale américaine après le krach boursier d'octobre. Quant à la base monétaire, elle a suivi la même tendance au cours des deux derniers mois de l'année. En taux annualisé, sa croissance a passé de 6,5% au troisième trimestre à 2,5% pour les mois de novembre et de décembre. En janvier 1988, la masse monétaire M_1 a fortement augmenté; par rapport au mois précédent, elle s'est accrue de 1,9% après correction des variations saisonnières.

La correction des cours des actions a eu au moins deux répercussions sur le plan des agrégats monétaires. En effet, la part du numéraire dans la base monétaire a augmenté. Cette composante a progressé, en taux annualisé, de 11,1% durant les neuf semaines qui ont suivi le 19 octobre, alors que sa croissance annuelle moyenne avait été de 8% au cours des cinq dernières années. De plus, le multiplicateur – rapport entre M_1 et la base monétaire – a diminué de 1,5% à la suite de remaniements de portefeuilles, les banques, les ménages et les entreprises ayant marqué une préférence accrue pour la liquidité.

Le Système de Réserve Fédérale envisage de maintenir entre 4 et 8% la croissance de M_3 en 1988. Par rapport à l'année précédente, la fourchette a été réduite d'environ 1%. Comme en 1987, aucun objectif n'a été fixé en termes de M_1 .

République fédérale d'Allemagne

La croissance de l'économie allemande a ralenti. La contribution du commerce extérieur a diminué nettement, et la progression de la consommation privée a perdu elle aussi de sa vigueur par rapport à l'année précédente.

Au troisième trimestre, le produit national brut réel dépassait de 1,4% le niveau enregistré un an auparavant. L'Office fédéral de la statistique estime que la croissance s'inscrira à 1,7% en 1987, contre 2,5% l'année précédente. Une progression aussi faible n'avait plus été observée depuis 1982. La production industrielle a augmenté de 1,7% du quatrième trimestre de 1986 à la période correspondante de l'année suivante (1987: 0,3%).

La demande intérieure est restée le principal soutien de la conjoncture au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1986, elle a progressé de 2,7% en termes réels. En 1987, la demande intérieure a été presque l'unique moteur de l'expansion, bien que son taux de croissance ait fléchi de 3,6% en 1986 à 2,9% l'année suivante. La consommation privée, principal stimulant de la conjoncture en 1986, a

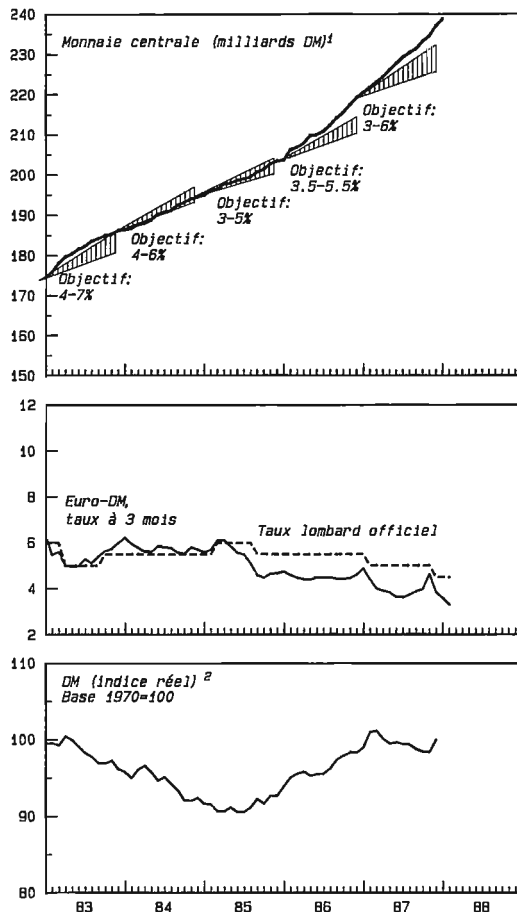
augmenté de 3%. Au troisième trimestre, les investissements ont stagné dans le secteur de la construction, par rapport à la même période de l'année précédente, mais progressé de près de 7% dans celui des biens d'équipement. Vis-à-vis du troisième trimestre de 1986, les exportations ont augmenté de 0,6% en volume, et les importations, de 4,1%. Pour l'ensemble de l'année, les exportations ont à peu près stagné (+0,4%), alors que les importations se sont accrues de 4,6%. En termes réels, la contribution du commerce extérieur a été encore positive, mais nettement plus faible que l'année précédente.

Sur le marché du travail, la situation n'a pas varié vers la fin de l'année. Au quatrième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à 8,9%, bien que l'emploi ait progressé de 0,3% en 1987. En moyenne, le chômage s'est inscrit à 8,9% en 1987.

En 1987, la balance commerciale de la République fédérale s'est soldée par un excédent record de 117,5 milliards de marks (quatrième trimestre: 29,8 milliards). En valeur, les échanges avec l'extérieur n'ont cependant plus augmenté. Les exportations ont atteint 527 milliards de marks, dépassant ainsi de 0,1% seulement leur niveau de l'année précédente. Quant aux importations, elles ont même reculé de 1% pour s'établir à 409,5 milliards de marks. L'amélioration de la balance commerciale vient du fait que les prix ont fléchi d'avantage du côté des importations que de celui des exportations; en moyenne annuelle, les premiers ont diminué de 6% et les seconds, de 2,6%. En volume, les importations se sont accrues de 5%, soit à un rythme atteignant à peu près le double de celui des exportations (+2,7%). La balance des transactions courantes a dégagé un solde actif de 79,5 milliards de marks, contre 82,4 milliards l'année précédente.

En décembre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 1% le niveau observé un an auparavant (premier trimestre de 1987: -0,5%). En moyenne annuelle, il a augmenté de 0,2%, alors qu'il avait diminué de 0,2% en 1986. Seuls les prix de détail ont marqué une hausse en 1987; à tous les autres échelons en effet, les prix ont fléchi en moyenne annuelle. La hausse de la

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

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

valeur extérieure du mark et la baisse de 3% des prix agricoles à la production, ont fortement contribué à la stabilité de l'indice des prix.

Le déficit des comptes de l'Etat fédéral pour 1987 a atteint 27,5 milliards de marks, dépassant ainsi d'environ 5 milliards la somme prévue au budget. Ce dépassement est dû à la diminution du bénéfice versé par la Banque fédérale d'Allemagne (un peu moins de 400 millions de marks, contre 6 milliards l'année précédente), à l'ac-

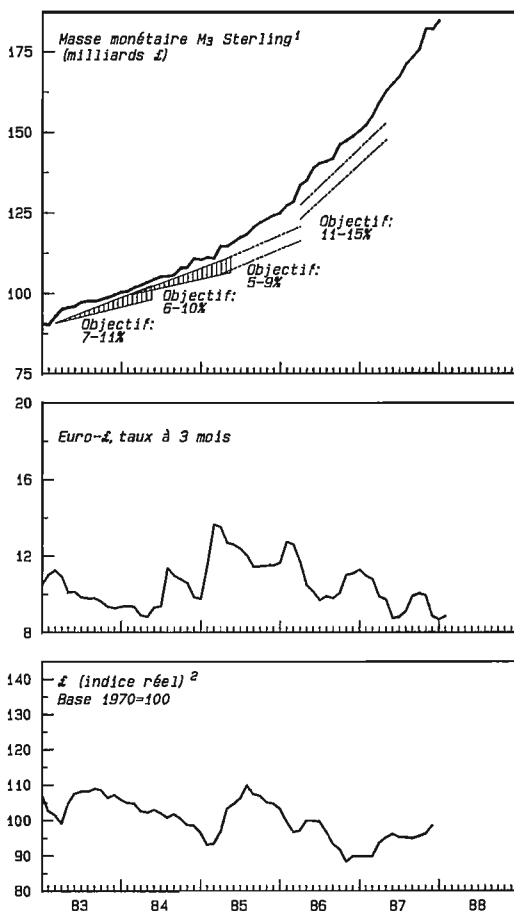
croissement de la contribution allemande à la Communauté économique européenne et aux effets que l'affaiblissement de la conjoncture a exercés sur les recettes fiscales. Les dépenses globales ont augmenté de 2,9% pour s'établir à 269,1 milliards de marks, soit un montant légèrement supérieur à ce qui était prévu.

A la fin de 1987, la masse monétaire M_1 dépassait de près de 8% le niveau observé un an auparavant. M_2 et M_3 ont progressé toutes deux de 6%. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale atteignait en moyenne un volume supérieur de 8% à celui de la même période en 1986. Du fait de la baisse des taux à court terme, la détention de numéraire est devenue nettement moins onéreuse au cours de l'année 1987; ce phénomène n'explique cependant qu'en partie l'augmentation extrêmement vigoureuse du numéraire en circulation, qui forme un peu plus de la moitié de la monnaie centrale. De décembre 1986 et au même mois de 1987, le numéraire en circulation a progressé de 10,5%, et les réserves minimales que les banques doivent détenir sur leurs engagements envers les résidents, d'à peine 6%. Aussi le fort dépassement de l'objectif monétaire est-il dû avant tout à la vive expansion du numéraire en circulation. Publié au mois de janvier, l'objectif de croissance monétaire pour 1988 a été fixé en termes de M_3 et non, comme précédemment, en termes de monnaie centrale. La fourchette de 3 à 6% a été cependant maintenue. Le nouvel agrégat de référence comprend les mêmes composantes que le précédent, mais le poids des dépôts à terme et des dépôts d'épargne est nettement plus fort dans M_3 (64,4%) que dans la monnaie centrale (29,5%). La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-marks s'inscrivait à 3,7% en décembre, contre 4,7% en octobre.

Royaume-Uni

Des signes de surchauffe sont apparus au sein de l'économie britannique au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le produit intérieur brut réel s'est accru, en données corrigées des variations saisonnières, de 5,2%, contre 3,8% au deuxième trimestre. Cette croissance – un rythme aussi

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; depuis avril 1987, il n'y a plus d'objectif en termes de M_3 sterling (source: Banque d'Angleterre)

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

élevé n'avait plus été observé depuis 1973 – est de loin la plus forte de tous les pays industrialisés. Avec une expansion de 5,7%, la consommation privée est restée le principal moteur de la conjoncture. Les investissements ont augmenté de 2%, et les dépenses de l'Etat, de 1%. Quant au commerce extérieur, il a apporté une fois encore une contribution négative à la croissance.

La revalorisation de la livre a stimulé les importations de biens de consommation et d'équipement et ralenti la progression, déjà modeste, des exportations. Une enquête faite au quatrième trimestre par la Confederation of British Industries a montré les premières conséquences de la hausse de la livre. Dans l'industrie, les carnets de commandes se sont accrus, grâce aux ordres de résidents, pour atteindre un niveau jamais encore observé au cours de la dernière décennie; par contre, les portefeuilles de commandes venant de l'étranger ont diminué pour s'inscrire, en décembre, au chiffre de la fin de l'été. Au mois de novembre, les ventes de détail ont enregistré un nouveau record; au quatrième trimestre, le chiffre d'affaires du commerce de détail dépassait de près de 6% le niveau de la même période 1986. Toutefois, l'accroissement des stocks et le fort recul du chiffre d'affaires du commerce de détail en décembre pourraient être les premiers signes d'un ralentissement de l'activité économique.

Le taux de chômage s'est établi à 9,2% au mois de décembre, contre 9,8 en septembre et 11% au début de l'année. La révision de la statistique du chômage n'explique que partiellement cette diminution. Le nombre des chômeurs adultes (sans les jeunes ayant quitté l'école) reste relativement élevé (2,6 millions), malgré le nouveau programme de création d'emplois adopté par le gouvernement.

Le taux annuel de renchérissement s'est inscrit à 4,2% au quatrième trimestre, contre 4,3% le trimestre précédent. Grâce à l'amélioration réjouissante de la productivité dans l'industrie et à la diminution des prix à l'importation, la hausse accélérée des salaires (+8%) ne s'est pas répercutée, jusqu'à présent, sur l'inflation.

Selon des chiffres provisoires, le déficit de la balance des transactions courantes a atteint, après correction des variations saisonnières, 1,5 milliard de livres au quatrième trimestre, contre 1,2 milliard le trimestre précédent. Ainsi, il devrait passer d'environ 1 milliard en 1986 à 2,7 milliards de livres en 1987. Son augmentation est due à l'évolution de la balance commerciale, qui a enregistré un solde passif de 3,3 milliards de livres au quatrième trimestre (3,1 milliards le

trimestre précédent) et de 9,8 milliards pour l'ensemble de l'année. Les excédents des autres postes de la balance courante, estimés à 7,1 milliards de livres, n'ont donc compensé qu'en partie les mauvais chiffres du commerce extérieur.

Le gouvernement britannique a l'intention de poursuivre sa politique budgétaire actuelle, à savoir restreindre les dépenses publiques et à réduire l'accroissement de l'endettement de l'Etat. Dans un livre blanc, le gouvernement a présenté, au mois de janvier 1988, ses prévisions en matière de dépenses pour les trois prochains exercices budgétaires; les dépenses de l'Etat devraient se maintenir entre 157 et 176 milliards de livres. D'ici à l'exercice 1990/91, la part des dépenses publiques au PIB devrait fléchir de 42,6% à 41,3%. La réalisation de cet objectif ne sera pas aisée, vu les demandes pour que l'Etat augmente ses dépenses dans les domaines de la santé, de l'instruction publique et des travaux d'infrastructure.

Au quatrième trimestre, la tâche primordiale de la Banque d'Angleterre a été, outre de maintenir des rapports de change stable, de fournir des liquidités suffisantes au système bancaire, après le krach boursier. Durant les mois d'octobre à décembre, la banque centrale britannique a été amenée à intervenir massivement sur les marchés des changes pour contrer la hausse de la livre et la baisse du dollar. Après l'effondrement des cours des actions, la Banque d'Angleterre a réduit ses taux d'intervention sur le marché monétaire de 10% à 8,5%, en trois étapes; le 1^{er} février, elle les a relevés, étant donné les pressions inflationnistes accrues et les signes de surchauffe conjoncturelle. Les grandes banques ont alors porté leur taux de base de 8,5% à 9%.

Au quatrième trimestre, la base monétaire M_0 s'est accrue à un rythme annuel de 4,9%. Elle continuait donc à évoluer dans la moitié supérieure de sa fourchette de 2 à 6%. Par rapport au troisième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_3 s'est accélérée légèrement, passant à plus de 22% en taux annualisé. Cette expansion rapide peut être attribuée principalement aux interventions massives de l'Institut d'é-

mission sur le marché des changes et aux liquidités accrues, détenues par le secteur privé, en particulier les «building societies», après le krach boursier. Les effets résultant de ces évolutions ont été nettement plus importants que ceux, modérateurs, de l'excédent budgétaire et des ventes d'emprunts à long terme de l'Etat («gilts»).

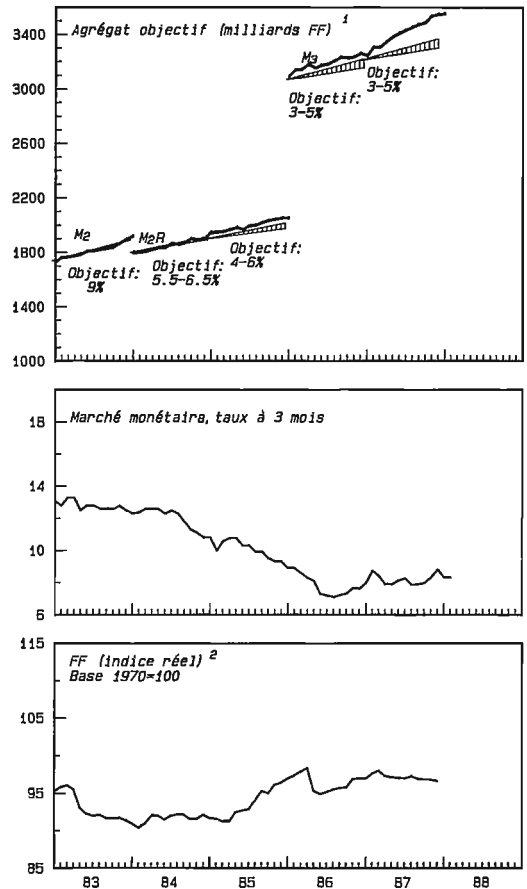
France

La croissance économique s'est accélérée au troisième trimestre. Après correction des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel dépassait, au troisième trimestre, de 2% son niveau de la période correspondante de 1986. L'accélération s'explique principalement par le fait que les exportations, en recul pendant les trois trimestres précédents, ont de nouveau progressé. La consommation privée et les investissements y ont contribué également. En volume, les importations ont augmenté de 3,9% par rapport au troisième trimestre de l'année précédente.

Les enquêtes conjoncturelles des derniers mois de 1987 indiquent que l'activité économique, en particulier dans le secteur industriel, s'est maintenue au niveau du troisième trimestre. En octobre et en novembre, la demande des ménages s'est accrue dans le domaine des biens de consommation, notamment des voitures, à la suite d'une réduction de la TVA. Les entreprises Interrogées ont manifesté dans l'ensemble une certaine réserve en matière de projets d'investissements. La situation s'est améliorée légèrement sur le marché du travail. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a diminué de 10,8% en mars à 10,4% aux mois d'octobre, de novembre et de décembre.

Aucune impulsion n'est venue du commerce extérieur au cours des trois derniers mois de 1987. Après correction des variations saisonnières, la balance commerciale s'est soldée, comme le trimestre précédent, par un déficit de 6,5 milliards de francs français. Malgré l'allègement de la facture pétrolière, elle a enregistré un solde passif de 32,1 milliards pour l'ensemble de l'année, alors qu'elle avait dégagé un léger excédent

Graphique 6: France



¹ Données cvs; objectif pour 1985: moyenne des mois de novembre, décembre et janvier à moyenne des mêmes mois un an plus tard; objectif pour 1986: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque de France)

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

en 1986. Les échanges de biens industriels se sont soldés par un déficit de 11,5 milliards de francs français en 1987, contre un excédent de 31,8 milliards l'année précédente.

Le taux annuel de renchérissement a fléchi de 3,4% aux deuxième et troisième trimestres à 3,2% au quatrième. Malgré la libération des prix de nombreux services à la fin de 1986, l'inflation est restée relativement faible puisqu'elle s'est

inscrite à 3,3% en 1987, contre 2,7% l'année précédente.

Les événements qui ont secoué les marchés internationaux des changes et des actions ont influé sur la politique monétaire française. Afin de défendre la position du franc à l'intérieur du SME, la Banque de France a relevé ses taux d'intervention de 0,75 point, le 5 novembre, décision qui a été prise en coordination avec la Banque fédérale d'Allemagne. Par la suite, les pressions sur le franc se sont relâchées, et la Banque de France a réduit ses taux d'intervention de 0,25 point les 24 novembre, 3 décembre et 5 janvier. Eu égard à l'évolution favorable des prix, elle a annoncé, le 25 janvier, une nouvelle baisse de ses taux d'intervention sur le marché monétaire; le taux des appels d'offres a été ramené à 7,25% et celui des pensions à sept jours, à 7,75%.

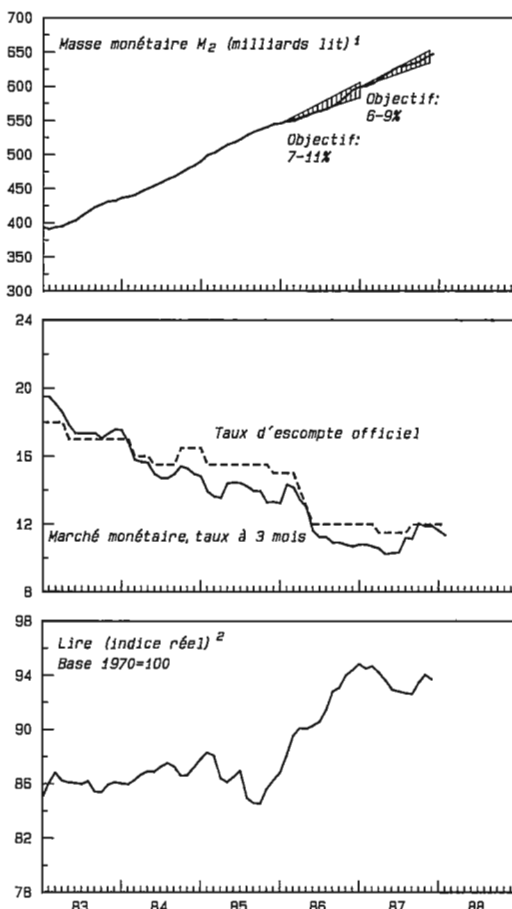
Au début du quatrième trimestre, les agrégats monétaires ont reflété la préférence des investisseurs, après le krach boursier, pour les placements financiers liquides. En moyenne, la masse monétaire M_2 dépassait, au quatrième trimestre, de 4,1% son niveau de la même période de 1986; au troisième trimestre, sa croissance avait été de 3,7%. Ainsi, M_2 évoluait à la limite inférieure de la fourchette de 4 à 6% choisie comme objectif. Quant à M_3 , elle atteignait, par rapport à l'année précédente, une croissance de 9,3% au troisième trimestre, de 9,3% également en octobre et 9,2% en novembre. Sa progression était ainsi nettement supérieure à l'objectif de 3 à 5%.

La Banque de France entend poursuivre sa stratégie fondée sur un objectif quantitatif. Pour 1988, elle a annoncé son intention de maintenir la croissance de M_2 entre 4 et 6%, fourchette qui avait déjà été choisie pour 1987. Elle a renoncé à publier un objectif en termes de M_3 .

Italie

Au second semestre, l'économie italienne a enregistré une forte croissance. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,9% des neuf premiers mois de 1986 à la période correspon-

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)

dante de l'année suivante. Les mesures fiscales de fin août et les décisions prises en septembre dans le domaine de la politique monétaire et dans celui du crédit ont réduit l'influence de la demande intérieure sur la croissance. En revanche, les exportations ont stimulé davantage la conjoncture.

Un renversement de tendance s'est dessiné au quatrième trimestre. Parallèlement à l'augmenta-

tion de la production industrielle, les importations se sont accrues fortement, ce qui a creusé le déficit de la balance commerciale. Le solde passif s'est élevé à 3930 milliards de lires pour les quatre derniers mois de 1987, contre 305 milliards pour la même période de l'année précédente. Pour l'ensemble de l'année, il a atteint 11 140 milliards de lires, soit le triple du chiffre enregistré en 1986. Cette détérioration est imputable à deux facteurs principalement: la demande intérieure s'est accrue beaucoup plus vigoureusement que la production, ce qui a entraîné une forte expansion des importations (8,5% en volume, alors que les exportations n'ont progressé que de 3,5%); si l'on fait abstraction des produits énergétiques, l'excédent traditionnel du commerce extérieur italien a diminué de plus de 50% en 1987. Comme l'Italie dépend fortement de l'étranger pour son approvisionnement en énergie, ce poste est chaque année déficitaire (18 850 milliards de lires en 1987).

La balance des mouvements de capitaux a dégagé des soldes actifs de 1371 milliards de lires en novembre et de 1188 milliards en décembre, alors qu'elle avait été déficitaire de 133 milliards et de 728 milliards pour les mêmes mois de 1986. Ce revirement peut être attribué avant tout à la bonne tenue de la lire au sein de la grille des parités du SME et à l'évolution internationale des taux d'intérêts. Les autorités monétaires italiennes ont pu briser les anticipations qui, l'été dernier, jouaient dans le sens d'une dévaluation de la monnaie italienne. En effet, pendant la période examinée, la lire a été ferme face au mark allemand, la principale monnaie du SME. Cette fermeté a permis le démantèlement, le 31 janvier 1988, soit deux mois plus tôt que prévu, du dispositif mis en place le 13 septembre 1987 pour soutenir la lire. Seul le plafonnement des crédits bancaires a été maintenu en vigueur.

Après avoir marqué une hausse en septembre, le taux annuel d'inflation s'est stabilisé autour de 5,1% jusqu'à la fin de l'année. En 1987, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 4,6%, enregistrant ainsi sa hausse la plus faible des dix-huit dernières années. Selon des données provisoires, le taux de chômage atteignait plus de 12% au quatrième trimestre; en un an, il s'est élevé de 0,6%.

A la fin de 1987, l'état des finances publiques était peu satisfaisant. Les comptes de l'Etat se sont soldés par un déficit de 113 700 milliards de lires, montant qui est nettement supérieur au budget (100 000 milliards) mais aussi aux estimations faites en décembre 1987. Aussi le déficit de 103 500 milliards de lires, prévu pour 1988, paraît-il optimiste.

Aux mois de septembre et d'octobre, la croissance de la masse monétaire M_2 atteignait plus de 8%, soit un rythme proche de la limite supérieure de l'objectif de 6 à 9%. Les taux d'intérêt se sont inscrits en baisse au quatrième trimestre. En décembre, la rémunération des dépôts à trois mois était de 11,6% et celle des emprunts d'Etat, de 10,5%.

Japon

La conjoncture est restée vigoureuse au Japon. Entre le deuxième trimestre, où il avait stagné, et le troisième, le produit national brut réel a augmenté de 2% en données corrigées des variations saisonnières. Comme il s'est accru de 4,1%, en termes réels, par rapport au troisième trimestre de 1986, le gouvernement japonais craint l'apparition de phénomènes de surchauffe.

La demande intérieure a été le véritable moteur de la croissance rapide du troisième trimestre. Elle a été stimulée par les taux d'intérêt bas et les mesures que le gouvernement a adoptées à l'encontre de la politique d'austérité suivie ces dernières années. Corrigées des variations saisonnières et des mouvements des prix, les données trimestrielles reflètent en particulier les vives impulsions venant de la consommation privée, des investissements et de la construction de logements, laquelle a bénéficié de mesures d'encouragement sur le plan fiscal. Entre le troisième trimestre de 1986 et la même période de 1987, les composantes de la demande ont enregistré les taux d'expansion suivants: 3% pour la consommation privée, 11,2% pour les investissements, 21% pour la construction de logements, 6,7% pour les exportations et 10,6% pour les importations. Bien que les exportations aient visiblement surmonté le handicap de la revalorisation du yen, peu d'impulsions sont venues du

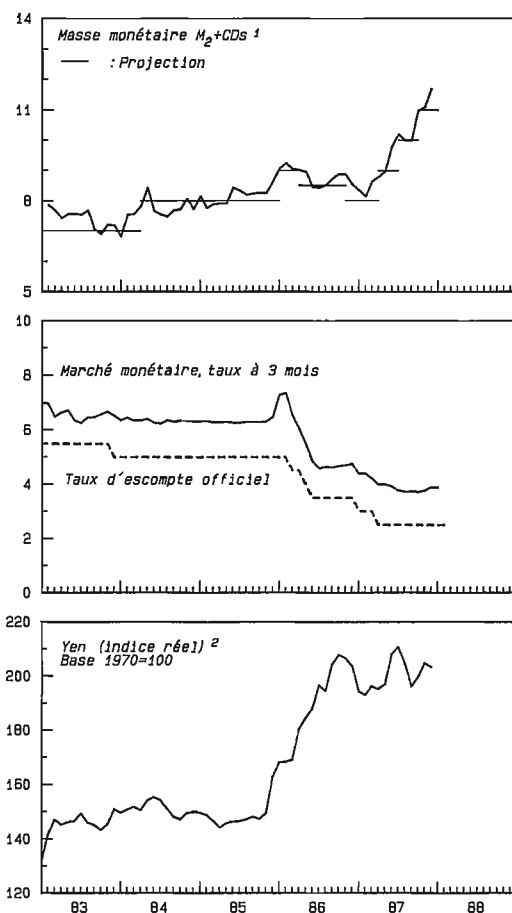
commerce extérieur. En effet, la contribution des exportations à la croissance (1,1%) a été en grande partie contrebalancée par celle, négative, des importations (-0,9%). Au troisième trimestre, le solde des échanges avec l'étranger était inférieur de 17%, en termes réels, au chiffre observé un an auparavant.

Au Japon, la chute que les cours des actions ont enregistrée depuis le 19 octobre est restée dans des proportions inférieures à celles des autres places boursières. A la fin de l'année, les cours dépassaient encore de quelque 20% le niveau observé un an auparavant. Le krach boursier ne devrait pas avoir de conséquences économiques, d'autant que les ménages japonais détiennent une part relativement faible de leur patrimoine en actions. La reprise conjoncturelle s'est traduite par une forte hausse de la production industrielle depuis l'été (+9% en un an, au quatrième trimestre), par de nouvelles augmentations du chiffre d'affaires du commerce de détail, par une activité soutenue dans la construction et par une amélioration de la situation sur le marché du travail. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage s'inscrivait à 2,6% en décembre, contre 2,7% en novembre et 3,2% en mai.

En décembre, le taux annuel de renchérissement s'établissait à 0,8%. La forte réévaluation du yen, qui a entraîné une baisse des prix à l'importation, explique cette faible hausse des prix. En outre, les prix des produits alimentaires sont restés stables. En moyenne, l'inflation n'a été que de 0,1% en 1987. Un taux aussi bas n'avait plus été observé depuis vingt-neuf ans.

Les changements dans les flux commerciaux en volume se sont reflétés toujours plus dans les chiffres nominaux. La balance commerciale a dégagé un excédent de 23,2 milliards de dollars au quatrième trimestre. Ce résultat est inférieur à celui des trois derniers mois de 1986; le trimestre précédent, une diminution avait déjà été observée. Pour l'ensemble de l'année 1987, la balance commerciale s'est soldée néanmoins par un excédent record de 96,5 milliards de dollars. En valeur, les importations ont augmenté de 13,5% et les exportations, de 9,2%. Le solde actif de la balance courante a atteint 86,7 mil-

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)

liards de dollars (quatrième trimestre: 21 milliards); il a augmenté d'environ 1% par rapport à l'année précédente. S'inscrivant à 9,4 milliards de dollars, le solde actif pour le mois de décembre dépassait d'environ 1% le chiffre du même mois de 1986; les sept mois précédents, une diminution avait été enregistrée. Ce revirement est dû probablement à l'effet de la courbe en «J».

Dans le projet de budget pour l'exercice annuel

qui commencera au mois d'avril 1988, les dépenses atteignent 56 700 milliards de yens, soit une hausse de 4,8% par rapport au budget adopté un an auparavant. Cette progression est la plus forte depuis 1982 (6,2%). Néanmoins, on ne peut guère en conclure que le gouvernement s'est écarté temporairement de sa sévère politique d'austérité des dernières années. En effet, si l'on ajoute au budget initial de l'exercice en cours le complément approuvé en été par le gouvernement, la hausse des dépenses est d'à peine 1%. En outre, le budget extraordinaire, qui porte sur les crédits publics, devrait être de 28 754 milliards de yens; son augmentation est de 6,2% seulement, alors qu'elle avait atteint 22,2% l'année précédente. Etant donné l'endettement élevé de l'Etat et la croissance économique à nouveau vigoureuse, le gouvernement japonais ne voit pas de raison d'adopter une politique encore plus expansionniste.

Au quatrième trimestre, la Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire expansionniste. Bien que l'objectif de croissance en termes de $M_2 + CD$ ait été porté à 11% pour le quatrième trimestre – l'objectif, pour le premier trimestre de 1987, était de 8% –, la progression de l'agrégat monétaire a été telle qu'elle a dépassé de près d'un point le rythme envisagé. Pour le premier trimestre de 1988, la Banque du Japon a relevé son objectif d'un point puisqu'elle l'a porté à 12%. En dépit de l'expansion monétaire accélérée, les taux à court terme ont augmenté légèrement au cours du quatrième trimestre. En revanche, le rendement des obligations d'Etat à dix ans a diminué notablement durant les trois derniers mois de l'année.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1985	1986	1987	1987			1987			1988
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	3,5	1,9	–	3,8	4,1	4,5	4,5	4,5	4,4	–
Rép. féd. d'Allemagne	2,2	–0,2	0,2	0,1	0,7	1,0	0,9	1,0	1,0	0,7
Royaume-Uni	6,1	3,4	4,2	4,2	4,3	4,1	4,5	4,1	3,7	3,3
France	5,8	2,7	3,1	3,4	3,4	3,2	3,2	3,2	3,2	–
Italie	8,6	6,1	4,6	4,2	4,6	5,2	5,3	5,2	5,1	5,0
Japon	2,1	0,4	0,1	0,1	0,4	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Suisse	3,4	0,8	1,4	1,1	1,8	2,0	2,0	2,1	1,9	1,6

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

	1985	1986	1987	1987			1987			1988
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	7,1	6,9	6,2	6,2	6,0	5,9	6,0	5,9	5,8	–
Rép. féd. d'Allemagne	9,3	9,0	8,9	8,9	9,0	8,9	8,9	8,9	9,0	–
Royaume-Uni b), d), e)	11,1	11,4	10,2	10,5	10,0	9,4	9,6	9,3	9,2	–
France b), d)	10,2	10,5	10,6	10,7	10,6	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Italie b)	10,6	11,00	–	11,7c)	12,4c)	–	–	–	–	–
Japon	2,6	2,8	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	–
Suisse	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
e) En % des salariés

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

	1985	1986	1987a)	1986		1987a)				
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	– 117,7	– 140,6	–	– 34,4	– 36,6	– 38,0	– 37,1	– 41,2	– 43,4	–
Rép. féd. d'Allemagne	13,4	37,1	44,1	8,1	11,3	9,5	10,9	10,7	10,6	11,3
Royaume-Uni	3,8	– 1,4	– 4,2	0,2	– 1,4	– 1,4	0,9	– 1,1	– 1,9	– 2,5
France	– 0,2	2,9	–	0,1	1,1	0,7	– 0,3	– 1,2	– 1,3	–
Italie	– 4,1	4,1	–	0,8	3,4	1,5	0,3	– 0,9	–	–
Japon	49,2	85,8	86,7	21,6	23,8	24,3	24,9	20,9	19,9	21,0
Suisse b)	5,1	6,8	–	1,6	1,8	1,9	1,7	1,4	1,4	–

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

La croissance économique s'est accélérée en Suisse durant les six derniers mois de 1987. La phase de ralentissement du premier semestre a été ainsi surmontée. En effet, l'expansion annuelle du produit intérieur brut réel a atteint 2,7% au quatrième trimestre, contre 2,4% au premier semestre de 1987.

L'effondrement des cours des actions et la chute du dollar ne se sont guère reflétés dans les indicateurs économiques. L'indice sur la «marche des affaires dans l'industrie», établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, est resté inchangé. La production et le taux d'utilisation des capacités techniques ont augmenté en revanche. Quant aux entrées de commandes, elles ont stagné. Les réponses aux questions touchant l'avenir ont montré clairement que les personnes interrogées ne s'attendent pas à une amélioration de la situation économique.

Pour compléter la statistique publiée régulièrement au printemps sur les investissements, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a procédé, en décembre, à une enquête supplémentaire afin d'évaluer les effets des récents événements qui ont secoué les marchés des actions et des changes. Il en ressort que, parmi les entreprises interrogées, seul un petit nombre d'entre elles ont révisé leurs projets d'investissements à la baisse. Ces projets ont même été un peu plus nombreux dans l'ensemble que ceux qui avaient été recensés lors de l'enquête du printemps de 1987; la reprise de la conjoncture au second semestre de 1987 semble être à l'origine de cette évolution.

Durant les mois de novembre et de décembre, la Banque nationale a laissé la monnaie centrale dépasser d'un milliard de francs environ son niveau habituel, pour répondre à la demande accrue de liquidités qui a suivi l'effondrement des bourses des actions. Au début du mois de novembre et un mois plus tard, elle a réduit d'un point au total le taux officiel de l'escompte et

dans les mêmes proportions celui des avances sur nantissement. Comme la politique monétaire a déjà été légèrement assouplie au premier semestre, la monnaie centrale ajustée a progressé en moyenne de 2,9% en 1987. L'objectif monétaire de 2% a été ainsi dépassé.

Les taux d'intérêt à court et à long terme ont reculé fortement entre les mois d'octobre 1987 et de janvier 1988. Les liquidités abondantes mises à la disposition du système bancaire par la Banque nationale, et la demande accrue de titres à revenu fixe, observée après la crise boursière, sont à l'origine de cette évolution. L'écart entre les taux suisses et ceux qui sont servis sur les placements en dollars s'est donc creusé; il en a été de même avec les taux servis sur les placements en marks, après le recul temporaire, vers la fin de l'année, des taux allemands à court terme au-dessous des rémunérations suisses. Simultanément, la pression sur les cours du franc suisse s'est allégée. En termes réels, la valeur extérieure du franc a fait généralement preuve de stabilité en janvier 1988; au cours du quatrième trimestre, elle s'était élevée de 4%.

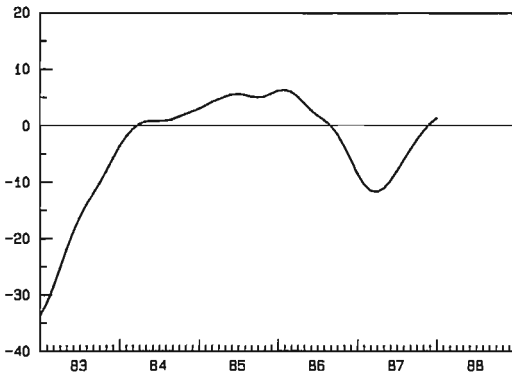
Au dernier trimestre de 1987, le taux annuel de renchérissement, mesuré à l'indice des prix à la consommation, a atteint en moyenne 2%. Quant à l'indice des prix de gros, il n'a pas varié d'une année à l'autre.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Au quatrième trimestre, le produit intérieur brut réel a dépassé de 2,6% son niveau de la période correspondante de 1986 (troisième trimestre: 2,8%). Comme au premier semestre, sa croissance a été stimulée avant tout par la demande intérieure, bien que les exportations aient enregistré, avec 8,1% en termes réels, le taux d'expansion le plus élevé depuis le deuxième trimestre de 1985. Après s'être inscrite nettement au-dessous de la croissance du produit intérieur brut durant les deuxième et troisième trimestres, l'expansion de la consommation privée a atteint

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

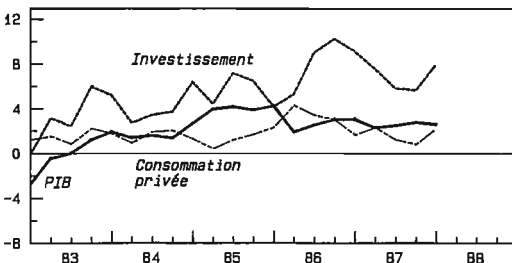


¹ Série lissée; l'Indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, test conjoncturel

2,2% au quatrième trimestre. Elle s'est donc établie presque au même niveau que la croissance de la production intérieure. Augmentant de 8,0% en l'espace d'un an, les investissements ont de nouveau enregistré une expansion remarquable.

Au troisième trimestre, la production industrielle a fléchi de 2,5% par rapport à l'année précédente, contre 3% au deuxième trimestre. Les entrées de commandes, qui avaient stagné au premier semestre, ont augmenté légèrement. En

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

outre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a passé de 86,5% à 86,1% du troisième au quatrième trimestre. Par conséquent, il a dépassé au second semestre son niveau observé un an auparavant. Au premier, ce taux s'était établi au-dessous de celui de la période correspondante de 1986, car le niveau d'utilisation avait été au plus bas durant les trois premiers mois de 1987. L'indicateur sur la «marche des affaires dans l'industrie», établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, montre que la situation économique a été mieux appréciée aux troisième et quatrième trimestres qu'au premier semestre. Pour le mois de décembre, l'appréciation a été légèrement moins bonne que pour les mois d'octobre et de novembre. Quant aux entrées de commandes, elles ont été qualifiées de satisfaisantes aux troisième et quatrième trimestres. Au mois de décembre, les commandes passées aux entreprises axées sur l'exportation ont stagné toutefois. Il en a résulté une appréciation plus pessimiste des perspectives de croissance de l'activité économique.

Consommation privée

Au quatrième trimestre, les dépenses de consommation ont dépassé de 2,2% celles des trois mois correspondants de 1986. La croissance s'est ainsi redressée, après le ralentissement enregistré aux deuxième et troisième trimestres (1,2% et 0,8%).

Cette accélération s'était déjà reflétée dans les Indicateurs économiques qui paraissent chaque mois. Au quatrième trimestre, le volume des importations de biens de consommation a augmenté de 11,9% par rapport à la période correspondante de 1986. En particulier, les importations de voitures et de matériel électronique de loisir ont enregistré des taux de croissance exceptionnellement élevés. L'enquête effectuée chaque mois par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ sur la marche des affaires dans le commerce de détail montre que la demande a été vive tout au long des trois derniers mois de l'année passée. Un raffermissement de

la demande a été observé dans les produits alimentaires et dans les autres branches du commerce de détail. Les entrées de commandes ont aussi évolué de façon réjouissante. Les ventes de Noël ont dépassé parfois les prévisions les plus optimistes, infirmant ainsi les craintes émises après l'effondrement des bourses des actions.

Dans le secteur touristique, le nombre des nuitées a été supérieur en octobre et en novembre à celui des deux mois correspondants de 1986. En effet, 3,9 millions de nuitées ont été enregistrées, soit 1,5% de plus qu'un an auparavant. En octobre, le nombre des nuitées n'a jamais atteint un chiffre si élevé, puisqu'il s'est inscrit à 2,62 millions. Cette croissance est due à l'arrivée d'un plus grand nombre de touristes étrangers; en novembre par contre, l'hôtellerie a profité de l'afflux de la clientèle suisse. C'est pourquoi le nombre des hôtes d'outre-Atlantique a été, en octobre, de 14% supérieur et, en novembre, de 6,9% inférieur aux chiffres relevés une année auparavant.

Investissements

La croissance annuelle des investissements a atteint 8,0%, en termes réels, au quatrième trimestre. Dans l'industrie de la construction, les investissements ont augmenté de 4,1%. Depuis le troisième trimestre de 1986, ils ont ainsi tou-

jours progressé à un rythme supérieur à 4%. En ce qui concerne les investissements en biens d'équipement, leur taux de croissance a passé de 8,7% à 6,7% du deuxième au troisième trimestre pour atteindre 14% au quatrième. Les achats de machines de chantier, de camions et de machines de bureau ont enregistré une croissance supérieure à la moyenne. Cette évolution est le reflet, d'une part, du bon niveau d'activité dans la construction et, d'autre part, de la demande d'équipements informatiques, qui est restée forte.

Pour évaluer les effets des turbulences boursières sur les projets d'investissements des années 1988 et 1989, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a procédé en décembre à une enquête spéciale qui doit compléter celle qu'il publie régulièrement au printemps. Il en ressort que peu d'entreprises ont réduit leurs projets d'investissements. Dans la construction, une nouvelle progression des entrées de commandes est attendue, à l'exception du domaine des logements. La croissance des investissements en biens d'équipement devrait encore ralentir, sans déboucher toutefois sur une décélération brutale. Les investissements sont surtout réalisés pour répondre à des besoins de rationalisation et de remplacement. Les perspectives de ventes incertaines et le manque de personnel qualifié ont constitué, d'après cette enquête, les principaux obstacles au lancement de nouveaux projets d'investissements.

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

	1984	1985	1986	1987	1986					
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,6	8,7	14,5	10,0	21,7	5,8	2,8	10,9	5,7	19,0
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	-6,4	-15,0	3,2	-	-2,2	4,4	-1,2	-16,8	-0,2	-
Logements construits dans 96 villes	6,9	-2,3	-1,5	-	-5,7	-10,1	-27,2	-16,1	-6,8	-
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume des projets	-8,0	34,4	21,8	-0,1	99,4	-27,1	35,2	7,5	-25,0	-3,5
- nombre de projets	31,5	12,6	5,2	0,1	24,7	-10,6	0	13,1	-10,8	-0,6

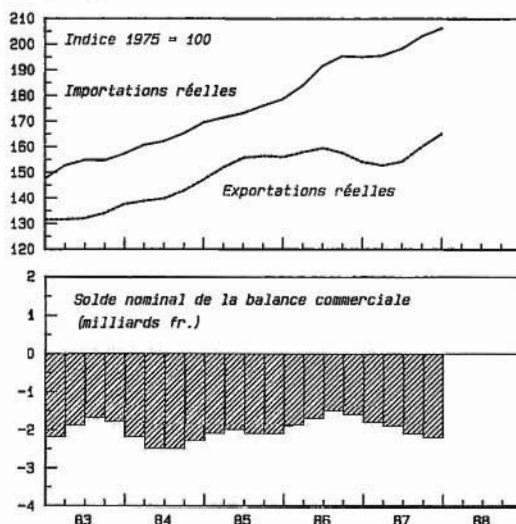
¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Commerce extérieur et balance des revenus

Au quatrième trimestre de 1987, les exportations ont augmenté de 9,6%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1986. Cette croissance plus élevée que prévu s'explique en partie par des facteurs exceptionnels, comme le plus grand nombre de jours ouvrables. D'autre part, le volume des exportations s'est accéléré avant la fin de l'année du fait que nombre d'entreprises ont voulu s'éviter une surcharge de travaux administratifs à la suite de l'entrée en vigueur, le 1er janvier, d'un nouveau système de droits de douane, qui prévoit de doubler quasiment le nombre des positions tarifaires. Abstraction faite de ces effets, la croissance réelle des exportations devrait, malgré tout, s'inscrire approximativement au niveau de celle du produit intérieur brut. Pour l'ensemble de l'année 1987, l'industrie d'exportation a donc enregistré, de façon inattendue, de meilleurs résultats qu'en 1986.

L'industrie des métaux (8,7%), en particulier l'horlogerie (10,9%), et l'industrie chimique (10,5%) ont été les principaux soutiens de la vigoureuse croissance réelle des exportations au quatrième trimestre de 1987. La répartition selon le principe de l'utilisation montre que les livrai-

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

sons de biens de consommation à l'étranger ont progressé le plus fortement, avec 13,2%, après avoir augmenté de 3,1% au troisième trimestre.

Au quatrième trimestre, l'expansion des importations réelles a été encore plus rapide par rapport

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

	1984	1985	1986	1987a)	1986		1987a)			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Exportations, volume	6,4	9,1	0,6	1,5	1,6	-2,2	0,2	-4,4	0,4	9,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	9,8	7,9	0,0	1,6	-1,4	-1,2	2,4	-4,5	0,0	8,5
biens d'équipement	3,1	10,7	3,9	1,6	6,4	-0,7	1,0	-3,1	-0,6	8,1
biens de consommation	6,4	8,8	-2,7	1,7	-0,4	-5,5	-3,6	-6,2	3,1	13,2
Valeurs moyennes à l'exportation	4,5	1,9	0,8	-1,1	1,0	-0,2	-0,8	0,3	-0,5	-2,9
Importations, volume	7,3	5,2	8,2	6,4	11,3	3,5	6,9	3,3	2,7	12,7
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	10,1	7,6	3,7	3,2	5,8	1,4	4,4	-2,0	2,7	8,2
biens d'équipement	3,6	8,7	14,5	10,0	21,7	5,8	2,8	10,9	5,7	19,0
biens de consommation	9,6	2,5	9,0	8,1	12,6	3,8	12,1	3,6	5,1	11,9
Valeurs moyennes à l'importation	4,0	4,7	-9,4	-4,2	-11,6	-9,4	-8,6	-5,8	-0,2	-1,8

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)

	1984	1985	1986a)	1987*)	1986a)		1987*)			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Recettes										
Exportations de marchandises	55,8	69,1	69,2	69,5	16,5	18,0	16,5	17,3	16,4	19,3
Commerce spécial	53,7	66,6	67,0	67,5	16,0	17,5	16,0	16,8	15,9	18,8
Autres exportations de marchandises ²	2,1	2,4	2,2	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Exportations de services	16,0	20,0	19,9	20,0	5,9	3,9	5,1	4,8	6,2	3,9
Revenus de facteurs ³	23,4	28,6	27,0	28,2	6,8	6,6	6,9	6,9	7,2	7,2
Transferts sans contrepartie	2,0	2,5	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Total	97,2	120,1	118,8	120,7	29,9	29,2	29,2	29,7	30,5	31,2
Dépenses										
Importations de marchandises	63,6	77,8	76,4	77,8	18,4	18,9	18,7	19,5	18,9	20,8
Commerce spécial	61,1	74,8	73,5	75,2	17,8	18,1	18,0	18,8	18,3	20,2
Autres importations de marchandises ²	2,6	3,0	2,9	2,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7
Importations de services	8,2	10,3	10,1	10,4	4,0	2,0	1,5	2,7	4,1	2,0
Revenus de facteurs ³	13,4	15,2	15,4	16,9	3,8	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4
Transferts sans contrepartie	3,9	4,5	4,7	5,1	1,3	1,2	1,2	1,3	1,4	1,2
Total	89,1	107,7	106,7	110,2	27,6	26,0	25,4	27,7	28,6	28,5
Solde de la balance des transactions courantes	8,1	12,4	12,1	10,4	2,3	3,2	3,8	2,0	1,9	2,7

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

à la période correspondante de 1986 que celle des exportations. Les prix à l'importation ont reculé de 1,8%, car le franc suisse s'est revalorisé en termes réels durant le second semestre face à toutes les monnaies importantes, à l'exception de la livre sterling.

La croissance de 12,7% des importations réelles s'explique avant tout par la hausse des achats à l'étranger de biens d'investissement et d'agents énergétiques, soit 19% pour les premiers et 15,8% pour les seconds. En raison de facteurs saisonniers, le mazout a constitué la plus importante part des importations d'agents énergétiques.

La balance des transactions courantes s'est soldée par un excédent de 2,7 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 3,2 milliards un an auparavant et 1,9 milliard au troisième. La forte progression des importations de marchandises est à l'origine principalement du recul du solde

actif au quatrième trimestre. Les recettes et les dépenses de la balance des services n'ont presque pas varié dans l'ensemble. Les salaires versés à l'étranger ont de nouveau dépassé sensiblement ceux du quatrième trimestre de 1986. Grâce aux intérêts plus élevés provenant de l'étranger, l'excédent de la balance des revenus de facteurs a augmenté toutefois de 0,1 milliard de francs. D'après des calculs provisoires, l'excédent de la balance des revenus a passé de 12,1 milliards de francs en 1986 à 10,4 milliards en 1987.

Emploi et marché du travail

Au dernier trimestre de 1987, l'emploi a augmenté de 0,9% par rapport à son niveau relevé un an auparavant. Il a continué de progresser fortement dans les services, puisqu'il a atteint un rythme de croissance de 2%. Dans l'industrie, il a reculé toutefois de 0,4%. En 1987, l'emploi a

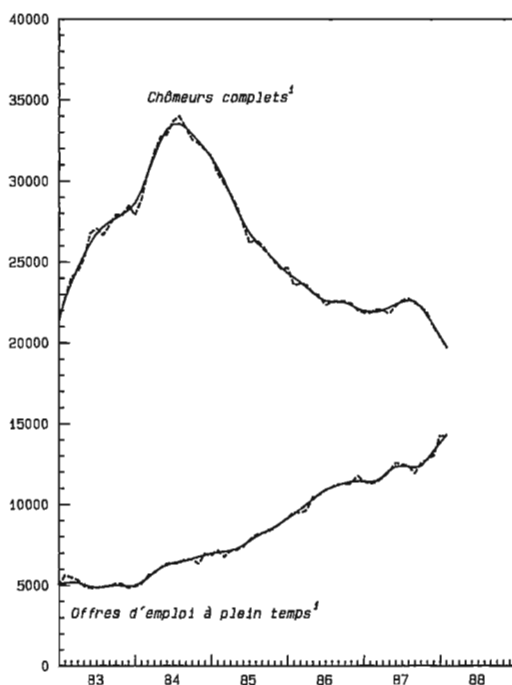
Tableau 5: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1983	1984	1985	1986	1987				1988		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Indice de l'emploi ¹	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,3	0,9	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Chômeurs ³	26 288	32 061	27 025	22 770	21 579	19 837	21 045	19 708	21 004	22 423	24 188
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	48 930	11 231	2 133	2 058	4 278	3 129	4 602	4 813	4 807	4 186	-
Offres d'emploi à plein temps ³	5 084	6 269	7 898	10 734	12 886	12 975	12 496	13 019	12 425	12 043	12 550

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente² Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980 (3 091 964 personnes actives)³ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

Graphique 12: Marché du travail¹ Données cvs et lissées

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

haussé de 1,3% en moyenne; il s'est élevé de 1,9% dans les services, alors qu'il diminuait de 0,1% dans l'industrie. Quant au nombre de per-

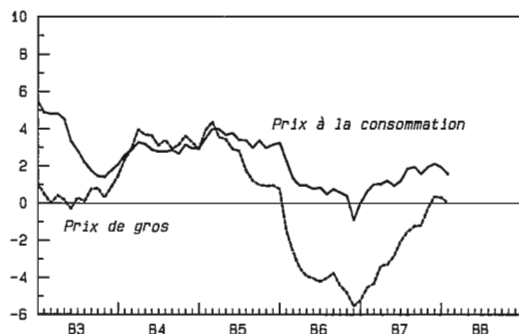
sonnes occupées dans la construction, il s'est accru de 1,1%.

Le nombre des chômeurs – corrigé des variations saisonnières – a fléchi fortement vers la fin de l'année et s'est inscrit finalement au-dessous de son niveau de l'année précédente. Aussi le taux de chômage a-t-il reculé pour s'établir à 0,8%. Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a aussi diminué au quatrième trimestre, tout en restant élevé en comparaison annuelle.

Sur le marché du travail, le raffermissement de la demande s'est reflété également, durant les derniers mois de 1987, dans la croissance du nombre de places vacantes par rapport au quatrième trimestre de 1986.

Prix et salaires

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est accéléré en 1987. Observée dans toutes les catégories au troisième trimestre, la hausse des prix s'est confirmée au quatrième, puisque l'indice dépassait de 2% son niveau de l'année précédente. Les marchandises ont renchéri de 1,5% et les services, de 2,4%. L'augmentation a été particulièrement marquée dans les domaines des loyers, de la santé et des frais de chauffage et d'éclairage. En l'espace d'un an, l'indice partiel des prix des

Graphique 13: Evolution des prix¹

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

marchandises et des services suisses a augmenté de 2,2% et celui des biens et services importés, de 1,3%.

En 1987, les prix à la consommation se sont accrus de 1,5% en moyenne par rapport à ceux de 1986. La croissance a été nettement plus forte que celle de 1986. Cette année-là, les prix des biens importés avaient reculé nettement.

Au quatrième trimestre, l'indice des prix de gros dépassait de 0,1% son niveau de l'année précédente. Les marchandises suisses ont renchéri de 0,6%, alors que les produits étrangers devenaient meilleur marché, leur prix baissant de 1,1%, contre 2,6% au troisième trimestre. En 1987, l'indice global a reculé de 2% en moyenne.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs ont progressé au quatrième trimestre de 2,1% par rapport à leur niveau de la période correspondante de 1986. Abstraction faite de la hausse des prix à la consommation, l'augmentation des salaires a atteint 0,1% en termes réels.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

La croissance annuelle de la monnaie centrale ajustée s'est élevée à 3% en moyenne au quatrième trimestre. En novembre et en décembre, les avoirs en comptes de virements ont progressé rapidement, car la Banque nationale a

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	7 826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	724	32 708	2,9
1987 1er trim.	24 639	3,0	8 406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2e trim.	24 473	3,0	8 557	6,7	762	32 268	2,6
1987 3e trim.	24 547	3,9	8 430	1,7	670	32 306	3,0
1987 4e trim.	25 481	4,0	9 195	4,5	1001	33 675	3,0
1987 mars	24 448	2,3	8 560	8,0	676	32 332	3,0
1987 avril	24 525	3,1	8 705	9,7	1004	32 226	2,4
1987 mai	24 347	2,4	8 256	4,7	329	32 274	2,7
1987 juin	24 546	3,6	8 711	5,6	952	32 305	2,7
1987 juillet	24 682	3,8	8 791	7,3	888	32 585	3,8
1987 août	24 462	4,1	8 086	1,9	456	32 092	2,8
1987 septembre	24 496	3,9	8 413	- 4,2	667	32 242	2,3
1987 octobre	24 707	4,2	8 275	- 1,8	791	32 191	1,7
1987 novembre	24 934	4,4	8 668	2,1	741	32 861	2,8
1987 décembre	26 802	3,3	10 643	13,2	1471	35 974	4,5

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

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,6	5,6	6,2
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987 ²	7,4	9,7	9,5
1987 1er trim. ²	6,1	9,2	8,2
1987 2e trim. ²	6,2	9,0	8,8
1987 3e trim. ²	8,1	8,9	9,7
1987 4e trim. ²	9,3	11,8	11,1
1987 avri ²	5,9	9,7	8,9
1987 mai ²	6,3	9,1	8,7
1987 jun ²	6,5	8,1	8,7
1987 juillet ²	8,4	7,7	9,0
1987 août ²	8,8	9,1	9,9
1987 septembre ²	7,1	9,9	10,3
1987 octobre ²	7,1	10,9	10,7
1987 novembre ²	10,5	12,8	11,5
1987 décembre ²	10,4	11,7	11,1

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: depuis 1986, y compris la Principauté de Liechtenstein.

² Chiffres provisoires

M₁ = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M₂ = M₁ + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

mené une politique accommodante pour faire face à la forte croissance de la demande de liquidités qui a suivi l'effondrement boursier. A l'instar du trimestre précédent, les billets en circulation ont augmenté de 4,0% par rapport au quatrième trimestre de 1986. La demande de coupures a été vigoureuse en octobre et en novembre, puis elle s'est affaiblie en décembre. Cette évolution est due au fait que dans la plupart des cantons des déclarations d'impôt ne doivent pas être établies. En 1987, la monnaie centrale ajustée a dépassé de 2,9% en moyenne son niveau de l'année précédente; sa croissance a donc été supérieure à l'objectif de 2%.

Au quatrième trimestre, la croissance annuelle de M₁ a atteint 9,3%, celle de M₂, 11,8% et celle de M₃, 11,1%. Ces trois agrégats ont donc enregistré une accélération de leur expansion du troisième au quatrième trimestre de 1987. L'augmentation de 12,6% en moyenne des dépôts à

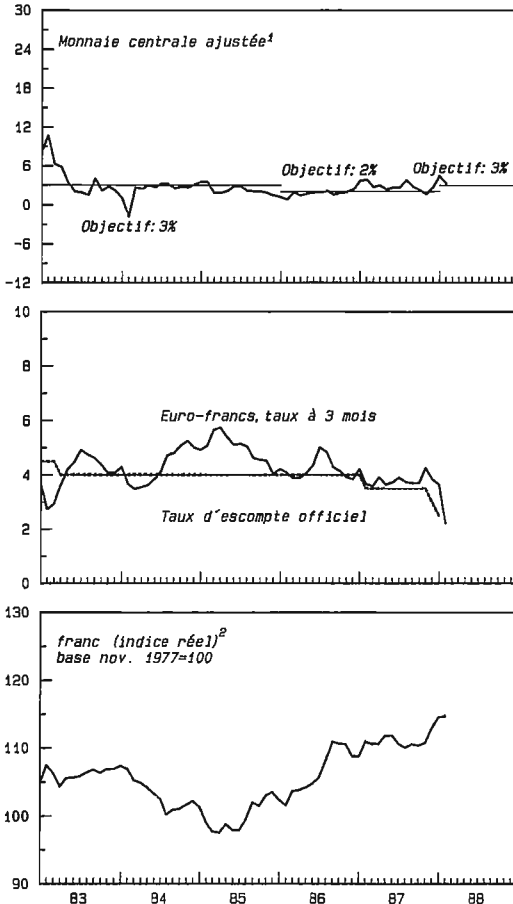
vue a contribué principalement à l'évolution de la masse monétaire M₁. La plus forte croissance de M₂ s'explique par la hausse des dépôts à terme fixe, qui a atteint 14,6% au quatrième trimestre, contre 9,8% au troisième. L'évolution des dépôts à vue et à terme a reflété le besoin accru de liquidités après l'effondrement boursier. Quant à l'expansion de M₃, elle a surtout découlé de la hausse de M₂, car la progression des fonds d'épargne s'est maintenue à 10,5%, soit aux taux enregistrés pour les mois de juillet à septembre.

Marché monétaire

De novembre 1987 à janvier 1988, les rémunérations à court terme ont reculé fortement, atteignant leur plus bas niveau depuis 1979. Le 19 octobre, l'effondrement des cours sur les marchés des actions a déclenché ce mouvement et provoqué une grande insécurité parmi les investisseurs. Ces derniers ont donc été incités à accroître leurs placements en titres à revenu fixe et leurs disponibilités non rémunérées. La Banque nationale a alors décidé de mettre un milliard de francs à la disposition des banques. A cette fin, elle a passé des swaps durant les mois de novembre et de décembre.

Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale ont totalisé 9,2 milliards de francs en moyenne au quatrième trimestre, soit 4,8% de plus qu'un an auparavant. La Banque nationale ayant encore fourni des liquidités supplémentaires en vue de l'échéance annuelle, ils ont atteint 17,0 milliards de francs à la fin de l'année, soit 2,1 milliards de plus qu'à fin décembre 1986. Lorsqu'un déroulement sans problème de l'échéance annuelle a été prévisible, la rémunération des fonds destinés à franchir ce cap est tombée à près de zéro durant les derniers jours de 1987. Mesuré à l'évolution des rémunérations, l'approvisionnement des banques en liquidités est resté abondant au début de 1988. A la suite de la modification des prescriptions sur les liquidités, les banques n'ont plus eu les mêmes besoins de liquidités à satisfaire à fin janvier qu'au cours des précédentes échéances de même importance. Par conséquent, il n'a pas été nécessaire d'ac-

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

cordier des avances sur nantissement supplémentaires en vue de la première échéance mensuelle de 1988, caractérisée par des taux d'intérêt bas. Les nouvelles prescriptions en matière de liquidités, entrées en vigueur le 1er janvier 1988, devraient abolir définitivement l'évolution traditionnelle des taux de l'argent au jour le jour, soit un niveau bas durant le mois et extrêmement haut à l'échéance. Selon ces nouvelles dispositions, les banques doivent observer un niveau minimal de liquidités en francs suisses durant

une période donnée et, non plus comme auparavant, lors d'un jour particulier, le dernier du mois.

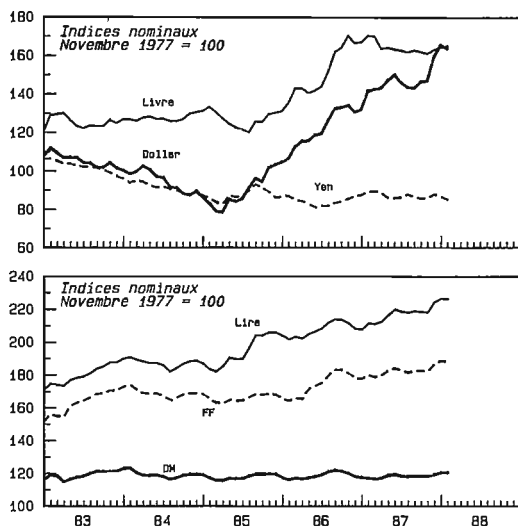
Sur le marché des euro-francs, les taux des dépôts ont reculé de 2 points en moyenne entre la mi-octobre 1987 et la fin janvier 1988. La baisse des taux à court terme a été beaucoup plus prononcée que celle des taux à long terme. A la mi-octobre, la rémunération des dépôts de 3 à 12 mois sur le marché des euro-francs atteignait environ 4½%. A fin janvier, le taux des fonds à trois mois s'inscrivait à 1¼% et celui des fonds à un an, à 3% environ. L'éventail des rémunérations s'est aussi ouvert dans le domaine des dépôts à terme fixe des grandes banques. A la mi-octobre, les dépôts rapportaient 3¾% pour toutes les durées. Après sept adaptations à l'évolution du marché des euro-francs, leur rémunération variait entre 1½% et 2¼%, selon les durées, à fin janvier.

L'écart entre les taux servis sur le dollar et sur le franc s'est élargi à la suite de la forte réduction des taux des dépôts en francs. En novembre et en décembre, les rémunérations des dépôts sur le marché des euro-marks se sont établies au-dessous des taux des fonds en francs de même nature; au cours des semaines suivantes, elles ont retrouvé leur niveau traditionnel.

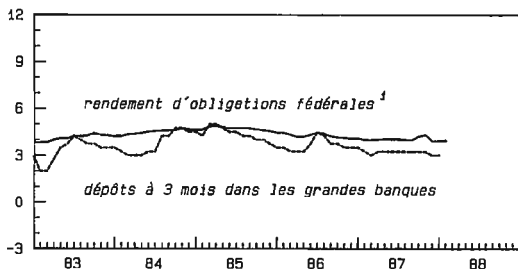
Après la baisse opérée en novembre, la Banque nationale a ramené, le 4 décembre, de 3% à 2½% le taux officiel de l'escompte et de 4½% à 4% celui des avances sur nantissement. Elle a pris cette mesure en liaison avec d'autres instituts d'émissions européens.

Marché des changes

A l'instar des deux mois précédents, le dollar a poursuivi son repli entre le début du mois de novembre et la fin de l'année 1987. Durant les premiers jours de janvier, il a amorcé un net redressement et s'est stabilisé en grande partie jusqu'à la fin du mois. Le mark allemand et la livre sterling ont subi une légère pression à la baisse de novembre à janvier. Le franc français et la lire italienne ont été assez stables et le yen japonais s'est revalorisé légèrement durant cette même période.

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

Entre le quatrième trimestre de 1986 et la période correspondante de 1987, le franc suisse s'est revalorisé face à toutes les monnaies importantes, à l'exception de la livre sterling. Il a gagné le plus de terrain vis-à-vis du dollar américain, puisqu'il a haussé de 18,5%. En un an, le cours du franc pondéré par les exportations a progressé de 3,8% en termes nominaux et de

3,1% en termes réels. En janvier, le cours réel du franc n'a guère varié par rapport à son niveau de la fin de l'année 1987.

Marché des capitaux

Les taux d'intérêt ont fortement reculé d'octobre 1987 à janvier 1988 sur le marché obligataire. A la suite de l'effondrement des bourses des actions et de l'incertitude qui en a résulté, les titres à revenu fixe sont redevenus plus attrayants. Les cours des obligations de débiteurs de premier ordre ont enregistré les plus fortes croissances.

Après avoir atteint près de 4,4% à la mi-octobre, le rendement moyen des obligations fédérales a passé à 3,83% le 27 novembre, pour se stabiliser ensuite entre 3,9% et 4,0% en décembre et en janvier. Il convient toutefois de relever à cet égard que la révision du panier des emprunts inclus dans la statistique – une opération effectuée à la fin de 1987 – a entraîné une hausse de 0,07 point du rendement moyen. Ce panier, qui n'est jamais modifié en cours d'année, comprend les emprunts ayant encore au moins cinq ans à courir. La révision a consisté à remplacer les emprunts qui ne répondaient plus à ce critère par des obligations émises depuis le précédent réaménagement.

Le calme n'est revenu que lentement sur le marché des actions, après la crise boursière du 19 octobre. Les cours qui, ce jour-là, ont reculé de 11% d'après l'indice général de la Société de Banque Suisse, s'inscrivaient, à la fin de 1987, 30% au-dessous du niveau observé un an auparavant. Entre la mi-décembre 1987 et la fin janvier 1988, l'indice des actions n'a guère varié dans l'ensemble.

Comme prévu, l'intérêt des investisseurs s'est déplacé du marché des actions vers celui des obligations. Le bas niveau des taux d'intérêt a entraîné une vive animation dans le domaine des émissions. Toute une série d'emprunts ont été inclus après coup dans le programme d'émission pour novembre et décembre. Le public a réservé généralement un bon accueil aux emprunts offerts en souscription. Aucun emprunt convertible ou à option n'a été lancé par un débiteur suisse.

Le prélèvement brut d'argent frais par l'émission publique d'obligations et d'actions a totalisé 11,4 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 14,3 milliards un an auparavant. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 30% (quatrième trimestre 1986: 22%). Comme les conversions et les remboursements d'emprunts suisses ont atteint 1,2 milliard (1,2 milliard), le montant net prélevé sur le marché par des débiteurs suisses s'est établi à 2,2 milliards (2,0 milliards).

Exportations de capitaux

Après avoir atteint le record absolu de 16,5 milliards de francs au troisième trimestre, les exportations de capitaux soumises à autorisation se sont repliées à 12,3 milliards au quatrième. Elles se sont donc inscrites 1,2% au-dessous du volume de la même période de 1986. En données corrigées des variations saisonnières, les exportations de capitaux du quatrième trimestre ont été nettement supérieures à celles de chacun des deux premiers trimestres de 1987. Durant les trois derniers mois de l'année, d'importantes modifications ont été enregistrées dans certaines catégories. Ainsi, le volume des emprunts a reculé de 29%, alors que les crédits ont plus

que triplé. Ces mouvements sont dus notamment à la chute des cours des actions en octobre dernier. Le nombre des emprunts convertibles ou à option s'est alors nettement réduit et l'intérêt s'est porté davantage sur les prêts bancaires traditionnels. Au quatrième trimestre, les crédits ont représenté un peu plus de 35% des exportations de capitaux soumises à autorisation, une part jamais atteinte depuis des années.

En 1987, les autorisations d'exporter des capitaux, délivrées par la Banque nationale, ont porté sur 49,3 milliards de francs, soit 4% de moins qu'en 1986. Le montant des autorisations avait progressé de 11,5% en 1986 et de 13,4% en 1985. En 1987, le volume des emprunts a fléchi de 11%, alors que les crédits augmentaient de plus d'un tiers. La répartition par groupes de pays des exportations de capitaux soumises à autorisation montre que la part des pays industrialisés a encore haussé en 1987, passant à 90%, contre 86% en 1986. Par contre, celle des institutions multilatérales de développement a diminué de 7% à 2%. La quote-part des pays industrialisés aux emprunts a faibli légèrement; elle s'est inscrite à 92% en 1987, contre 94% en 1986. Ce groupe a subi de profondes modifications. La part du Japon et des pays européens

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	43 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 1er trim.	9 416,6	1 768,9	311,1	11 496,6
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.	9 370,3	1 928,5	180,4	11 479,2
1987 2e trim.	6 852,3	1 931,4	347,2	9 130,9
1987 3e trim. ²	13 974,0	2 191,9	292,2	16 458,1
1987 4e trim. ²	7 947,2	4 123,8	197,8	12 268,8

¹ Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies; nouvelle ventilation due à la révision des dispositions régissant les exportations de capitaux (voir bulletin trimestriel 2/1986, page 137)

² Chiffres provisoires

membres de l'OCDE s'est renforcée au détriment de celle des Etats-Unis et du Canada. A la suite de la plus grande incertitude quant à l'évolution des taux d'intérêt et des changes, les investissements de plus courte durée ont gagné en attrait. C'est pourquoi la part des emprunts d'un à cinq ans a passé de 30% en 1986 à 46% en 1987, alors que celle des obligations de plus de dix ans reculait de 27% à 13%.

Bilans bancaires et crédits

L'évolution des bilans bancaires a été marquée, au quatrième trimestre, par le recul que le dollar a enregistré en l'espace d'une année et par l'orientation à la baisse des taux d'intérêt. A fin décembre, la croissance annuelle des bilans bancaires s'inscrivait à 6,6%, contre 10,3% un an auparavant. Abstraction faite des variations du dollar, elle aurait été de 11,7%.

La bonne conjoncture a aussi influé sur l'octroi de crédits. Le volume des crédits a augmenté de 10,1% en 1987. Les crédits à la clientèle suisse ont progressé de 10,3% et ceux aux non-résidents, de 9,3%. En valeur, les seconds ne représentent toutefois qu'un cinquième des premiers. Parmi les crédits à la clientèle suisse, les crédits commerciaux et les prêts hypothécaires ont été recherchés, puisqu'ils se sont accrus de 9,8% et de 10,8%. Il faut remonter à 1982 pour enregistrer une expansion plus forte des prêts hypothécaires.

Les placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, effets de change, papiers monétaires et titres) ont reculé pour la première fois depuis près de deux ans. La baisse s'est inscrite à 1,8%. Si le solde des affaires interbancaires, les effets de change et les papiers monétaires, dont les montants sont importants, ont encore diminué, les liquidités et les titres ont progressé. L'accroissement des titres a ralenti, conformément à la tendance des nouvelles émissions, mais contrairement à l'évolution des trimestres précédents.

Les fonds de la clientèle (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, livrets et carnets de dépôts, obligations de caisse et obligations) ont

augmenté de 6,7% en l'espace d'un an. Les composantes de cet agrégat ont évolué inégalement. Les fonds figurant sous le poste créanciers à vue, plus particulièrement les dépôts en francs de clients suisses, ont augmenté assez fortement. La croissance des créanciers à terme a passé à 0,4%. Le volume des dépôts à terme en francs de la clientèle suisse – il représente la moitié du total des créanciers à terme – s'est élevé de 13,3%. L'orientation à la hausse des fonds d'épargne s'est maintenue au quatrième trimestre. Depuis le mois d'août 1987, le rythme de croissance de ces fonds est supérieur à 10%, un taux qui n'avait plus été enregistré depuis 1983. Alors que l'expansion des obligations de caisse n'a cessé de ralentir depuis le début de l'année, elle s'est élevée à 6,4% à fin décembre.

Pour la première fois depuis le mois de novembre 1985, les affaires fiduciaires ont augmenté légèrement. En 1987, leur taux d'expansion a atteint 0,6%. Les affaires fiduciaires libellées en francs suisses ont progressé, mais les opérations en monnaies étrangères ont toujours occupé une position prédominante, puisque leur part au volume total s'est élevée à 74%.

Politique monétaire et croissance économique

Exposé de M. Pierre Languetin

Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

au

Centre international d'études monétaires et bancaires, Genève, 12 novembre 1987

L'inflation dévastatrice des années 70 laisse un souvenir vivace dans toutes les mémoires, mais les autorités monétaires des pays industrialisés inclinent de plus en plus à mettre la croissance économique au premier rang des objectifs de leur politique. Les États-Unis sont les premiers à prôner une telle orientation. Depuis quelque temps, en effet, des cercles influents à l'intérieur de l'administration américaine exhortent les plus importants de leurs partenaires commerciaux – parmi lesquels l'Allemagne et le Japon – à relâcher leur rigueur monétaire et à stimuler leur production intérieure. De plus, l'opinion est aussi largement répandue dans le public que l'inflation est définitivement vaincue et que, grâce à la relative stabilité des prix que l'on observe aujourd'hui, les autorités monétaires disposent d'une certaine latitude pour prendre des mesures de relance. Un grand scepticisme subsiste cependant, notamment en Europe, quant à l'efficacité et aux chances de succès d'actions monétaires visant uniquement à favoriser l'expansion économique. Il n'en reste pas moins que la plupart des autorités monétaires ont depuis quelque temps imprimé un cours plutôt laxiste à leur politique. Ce fut le cas notamment en 1986 et au début de 1987 de la Réserve fédérale, qui est toutefois devenue légèrement plus restrictive depuis le printemps. Au Japon, en Allemagne et dans d'autres pays européens, les agrégats monétaires augmentent à un rythme rapide depuis plus d'un an. En Suisse aussi, la croissance de la monnaie centrale sera, cette année, un peu supérieure à l'objectif de 2% que la Banque nationale s'était fixé à la fin de l'an passé.

Bien que de nombreuses voix s'élèvent pour recommander aux banques centrales d'infléchir leur action, il serait périlleux de faire abstraction des risques inhérents à une trop forte relance monétaire. Aussi me proposé-je en une première partie de rappeler les problèmes généraux que

pose une politique monétaire destinée uniquement à stimuler l'activité économique; dans une deuxième partie ensuite, de décrire la philosophie de la Banque nationale dans ce domaine; dans une troisième partie enfin, d'évoquer et de faire le point sur l'état des controverses – violentes parfois – que soulève, à l'échelon international, cette apparente réorientation des actions monétaires.

1. Quelques généralités sur la politique monétaire et la croissance économique

Au plan le plus abstrait, il faut avouer que la pensée économique ne fournit pas d'explication convaincante sur les rapports qui unissent la croissance de l'économie et celle des agrégats monétaires. La théorie n'a surtout jamais donné de réponse claire à la question de savoir si, à long terme, un lien de causalité existait entre ces deux grandeurs. L'opinion dominante, qui prévaut parmi les savants ou les experts, est que, tout au moins dans des circonstances normales, la croissance du produit national brut ne dépend pas de la politique monétaire, mais de facteurs réels, comme l'expansion démographique, l'épargne et l'accumulation de capital, le progrès technique et la capacité d'exportation.

Il existe certes une minorité d'économistes pour attribuer des effets réels de longue durée à la politique monétaire. Ils partent du point de vue qu'une croissance vigoureuse ne peut être obtenue sans inflation, les hausses de prix devant obligatoirement lubrifier les rouages de l'économie. A l'appui de leurs thèses, ces auteurs de la stagnation évoquent, entre autres, l'évolution économique qui a précédé la première guerre mondiale. Entre 1870 et 1895, le niveau général des prix a baissé en moyenne de 1% par an dans de nombreux pays pour ensuite, et jusqu'en

1914, se remettre à augmenter de 2 à 3% annuellement. Ces mouvements de prix résultaient des mécanismes automatiques de l'étalon-or, le régime monétaire international en vigueur à cette époque-là. Les apôtres de l'inflation soutiennent que le recul continu des prix qui marqua le dernier quart du XIXe siècle a fortement nuí à l'expansion économique générale. Exprimée ainsi, cette affirmation est très évidemment erronée. Entre 1870 et 1895, si plusieurs pays ont connu une expansion relativement modeste, d'autres, par contre, ont enregistré une nette progression de la production malgré cette légère déflation. Rien dans l'histoire économique récente n'étaye donc la thèse selon laquelle une croissance vigoureuse de l'économie est impensable sans quelque degré d'inflation.

Si, à long terme, on peut négliger l'influence de la politique monétaire sur l'expansion économique, à court terme toutefois les deux phénomènes sont liés dans une certaine mesure. En ce qui concerne la Suisse, il faut environ deux ans avant que l'économie réelle ne réagisse à un changement de la croissance monétaire, comme le montre l'évolution conjoncturelle récente dans notre pays. A la suite de l'abandon des changes fixes, en janvier 1973, la Banque nationale a pu briser le rythme d'expansion monétaire en Suisse afin de casser une inflation dont le taux annuel dépassait 10%. La rigueur de cette politique et l'appréciation du franc suisse qui en est résultée ont rapidement jugulé le renchérissement. Ce succès n'a pu cependant être obtenu qu'au prix d'un net recul de l'activité économique en 74/75, encore que la récession de ces années-là n'ait pas uniquement été imputable à l'action de la Banque nationale: le premier choc pétrolier et l'effondrement de la conjoncture mondiale que celui-ci a provoqué ont fortement contribué à réduire notre conjoncture.

Le retour à une politique monétaire expansive en 1978, auquel la Banque nationale a été contrainte par l'appréciation démesurée que le franc subissait alors, s'est reflété peu après sur la croissance du produit national brut réel, qui a passé de moins de 1% en 1978 à plus de 4% en 1980. Mais en conséquence du resserrement monétaire amorcé dès 1979, la forte activité économique de 1980 s'est nettement contractée

en Suisse en 1981 et en 1982, pour se remettre à progresser plus régulièrement dès 1983 après que nous eûmes légèrement adouci la rigueur de notre politique en 1982. Ainsi apparaît assez clairement le lien que l'on observe à court terme dans notre pays depuis l'adoption des changes flottants entre la croissance réelle de l'économie et la politique monétaire.

2. Rôle de la croissance économique dans la politique monétaire suisse

Cette corrélation relative entre la variation du produit national brut réel et celle du stock de monnaie ne doit pas nous inciter à conclure que la Banque nationale pourrait, à l'aide des seuls instruments monétaires dont elle dispose, atténuer les fluctuations à court terme de la conjoncture et de l'emploi. Nous estimons, en particulier, qu'il serait dangereux de s'appuyer sur cette corrélation pour justifier un relâchement notable du degré de rigueur qui caractérise notre action depuis le début de cette décennie. Au contraire, nous restons fermement convaincus que la politique monétaire ne doit pas être utilisée délibérément pour essayer d'atténuer l'amplitude des cycles conjoncturels ou des autres variations à court terme de la production et de l'emploi, mais qu'elle doit avoir pour but ultime la stabilisation du niveau des prix.

En Suisse, il est vrai, aucune législation ne s'oppose à ce que nous orientions notre politique vers une maximisation de la croissance à court terme de notre économie. Les dispositions de notre constitution sur les objectifs monétaires que doit viser la Banque nationale sont plutôt vagues. A l'article 39, alinéa 3, il est prescrit que «la banque investie du monopole des billets de banque a pour tâche principale de servir de régulateur du marché de l'argent, de faciliter les opérations de paiement et de pratiquer, dans les limites de la législation fédérale, une politique de crédit et une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays». A la question de savoir à quoi peut ressembler une politique «servant les intérêts généraux du pays», l'article conjoncturel 31 quinquies de notre Constitution apporte une réponse à l'alinéa 1. Cet article donne à la Confédération la compétence de prendre «des me-

sures tendant à assurer l'équilibre de l'évolution conjoncturelle, en particulier à prévenir et à combattre le chômage et le renchérissement». Ainsi donc, aucun texte de loi ne semble faire obstacle à la conduite d'une politique monétaire axée sur le niveau des prix, ou au contraire sur la croissance économique.

Néanmoins, la Banque nationale s'est toujours refusé à donner le poids principal au second terme de cette alternative. Notre attitude s'explique parfaitement, car nous ne sommes pas sûrs de pouvoir atteindre, par la politique et à court terme, des objectifs de prix et de production. Par contre, en nous fondant sur la politique monétaire que nous avons menée les années précédentes, nous pouvons estimer, à tout moment et sans trop nous tromper, la tendance générale que le renchérissement affichera au cours des années suivantes. C'est pourquoi la Banque nationale soutient sans varier que si la monnaie centrale s'accroît de 2% par an, le taux d'inflation tendanciel, de moyenne durée, s'abaissera progressivement entre zéro et 1%, mais cela ne signifie pas que l'accroissement des prix restera dans cette fourchette chaque année. Au contraire, nous nous attendons plutôt que la variation effective du niveau des prix s'écarte, de temps en temps, du taux d'inflation tendanciel moyen. Si la Banque nationale peut, certes, exercer une influence sur l'orientation générale des prix, il ne serait pas réaliste d'en attendre le maintien, année après année, mois après mois, d'un renchérissement entre zéro et un pourcent.

Des problèmes similaires surgissent dès que l'on voit dans la politique monétaire un moyen d'atténuer les fluctuations que la conjoncture fait subir à la production et à l'emploi. Supposons que la Banque nationale veuille, au cours d'une récession, doper l'économie en lui injectant une bonne dose de liquidités supplémentaires; elle devrait alors se fixer des objectifs de croissance à court terme pour une variable réelle, comme le produit national brut ou la production industrielle. La probabilité qu'elle manquerait son but dans ce cas serait très grande. On sait en effet par expérience combien il est difficile de prévoir les répercussions des impulsions monétaires sur la croissance réelle des deux à trois années suivantes.

Temporairement, il est vrai, un assouplissement de la politique monétaire doit stimuler l'économie et à l'inverse un resserrement de la première doit ralentir la seconde. Cependant, prédire exactement le moment et l'ampleur du changement réel qui peut en résulter relève de la gageure. L'économie n'est pas un ordinateur que l'on peut programmer à loisir et auquel un quelconque opérateur peut donner les directives de son choix.

L'impossibilité d'atteindre, avec une précision raisonnable, des objectifs à court terme de prix ou de production provient de notre méconnaissance relative des rouages de transmission entre les impulsions monétaires et l'économie réelle. On sait qu'un relâchement de la politique monétaire agit sur la production et le niveau des prix au travers de la baisse des taux d'intérêt. Le faible coût du crédit stimule les investissements et, partant, la demande portant sur les biens et les services. En outre, la baisse des taux d'intérêt entraîne celle du franc sur le marché des changes, ce qui amplifie encore l'augmentation de la demande de produits ou de biens nationaux en favorisant nos exportations et en freinant relativement nos importations. Si l'effet des impulsions monétaires sur les taux d'intérêt reste prévisible, la vitesse et l'intensité avec lesquelles la demande globale réagira à ces variations de taux ne l'est plus. Toute personne qui se livre à de telles prévisions est presque assurée de tomber à faux.

En raison de ces difficultés de prévisions, les banques centrales désireuses d'encourager l'expansion s'exposent presque toujours à l'exagération. Lorsque l'économie stagne, elles sont tentées d'ouvrir par trop les vannes monétaires, afin d'augmenter leurs chances d'obtenir des résultats et de stimuler la croissance, temporairement tout au moins. Mais il est douteux qu'elles puissent réaliser cet objectif sans ranimer l'inflation. Pour éviter ce danger, ces banques centrales devraient être à même de prévoir avec exactitude les répercussions réelles de leur politique pour être capables de resserrer à temps les rênes monétaires et d'éviter ainsi que les prix ne s'emballent. Malheureusement, les expériences faites jusqu'ici ont montré clairement qu'il est quasiment impossible à la fois

d'atténuer les fluctuations conjoncturelles et de stabiliser les prix. En outre, les efforts anticycliques systématiques des autorités monétaires ne débouchent que trop souvent sur une politique de «stop and go». Ce nom parle par lui-même. Lorsque la conjoncture s'étiole, l'institut d'émission favorise la reprise de la croissance, mais les prix flambent à nouveau. Il se voit alors contraint à renverser la vapeur, ce qui ralentit effectivement l'inflation, mais tend simultanément à précipiter l'économie vers une récession. Les tentatives des autorités monétaires pour atténuer les fluctuations conjoncturelles sont donc presque sûrement vouées à l'échec, une politique de «stop and go» pouvant même aller jusqu'à exacerber l'amplitude du cycle conjoncturel.

La Banque nationale a depuis longtemps reconnu ces problèmes; c'est pourquoi elle n'a jamais essayé de réanimer une conjoncture essoufflée en lui insufflant de l'argent frais. Mais ce refus de la relance à tout prix ne signifie pas que nous écartions de nos considérations les difficultés éventuelles que peuvent rencontrer la production et l'emploi. Au contraire, notre intérêt pour la partie réelle de notre économie ne s'est jamais relâché. Dans ce domaine, notre action s'est d'ailleurs déployée dans deux directions.

Premièrement, au cours des dernières années, la Banque nationale s'est efforcée de réduire le taux d'inflation d'une manière graduelle pour minimiser les conséquences négatives sur l'emploi que peut avoir une politique monétaire plus restrictive. Cette circonspection explique pourquoi l'inflation n'a reculé que lentement quoique régulièrement en Suisse depuis le début de cette décennie, d'autant plus que nous nous sommes appliqués à ne pas contrarier par un durcissement excessif du degré de rigueur de notre politique la reprise économique qui a débuté en 1983 dans notre pays.

Secondement, la Banque nationale se réserve toujours la possibilité de s'écarter de son objectif monétaire en cas d'événements économiques fortuits, notamment de fluctuations exagérées des cours de change. C'est ainsi que l'appréciation considérable que notre monnaie a subi en 1978 nous a poussés à virer de bord brusquement et à stabiliser temporairement le cours du

franc par rapport au mark. Si nous avons alors louvoyé, c'était en premier lieu pour empêcher une contraction dramatique des emplois qui menaçait notre industrie.

A l'heure actuelle, la Banque nationale accorde de nouveau plus d'attention que précédemment à l'évolution des changes. En raison de la faiblesse du dollar, certains secteurs importants de l'industrie suisse d'exportation rencontrent de sérieuses difficultés même si, d'un autre côté, le franc se maintient, depuis longtemps, à un niveau acceptable par rapport aux devises européennes et au yen. Dans ces conditions, nous désirons éviter de suivre une politique monétaire trop restrictive qui risquerait de provoquer une surévaluation généralisée de notre monnaie. C'est pourquoi nous avons laissé cette année la monnaie centrale croître plus vite que prévu. Cependant, l'excès de création monétaire restera probablement inférieur à un point de pourcentage. Je vous avouerai que nous n'avons pas consenti à ce dépassement de gaieté de cœur. En ce moment, la Banque nationale est confrontée à un dilemme parce que la demande globale est tirillée entre deux influences contradictoires: le secteur d'exportation qui stagne et le secteur domestique qui continue à tourner à plein rendement et où des signes de surchauffe se font jour. Dans ces conditions, la Banque nationale ne peut pas fermer les yeux devant le danger d'une nouvelle bien que légère reprise du renchérissement en Suisse. Malgré ses efforts actuels en vue de stabiliser le franc, la Banque nationale ne pourra donc pas éviter de vouer dans un avenir plus ou moins proche une attention plus soutenue à la lutte contre l'inflation.

Certains observateurs, plus royalistes que le roi, se demandent parfois si la quasi inexistence du chômage en Suisse ne devrait pas nous pousser à nous attacher exclusivement à la stabilisation du niveau des prix. Il est évident que la pression politique en faveur d'une relance monétaire s'exerce plus fortement sur les banques centrales des pays à fort chômage que sur la Banque nationale. Il est vrai aussi que les expériences faites à l'étranger avec des politiques monétaires axées sur l'expansion ne nous inclinent pas à envisager avec optimisme les chances de succès d'une telle action.

3. Aspects internationaux actuels posés par l'orientation des politiques monétaires vers la croissance

Comme je l'ai dit au début de cet exposé, l'orientation des politiques monétaires vers une croissance plus forte est redevenue ces derniers temps un sujet fort débattu au niveau international. Les appels lancés outre-Atlantique en faveur de la relance ne concernent d'ailleurs pas seulement la politique monétaire, mais aussi la politique budgétaire. Aux Etats-Unis, tant le budget fédéral que la balance courante sont déficitaires depuis de longues années. Et bien que certaines autorités y déploient des efforts considérables pour rééquilibrer les finances publiques, elles n'ont jusqu'à présent remporté que des succès limités dans ce domaine. Quant à la balance courante, elle reste largement déficitaire en dépit de la baisse du dollar. Certes, le mouvement des exportations et des importations en termes réels va dans le bon sens depuis quelques mois, mais le déficit nominal tarde à diminuer parce que la dépréciation du dollar pousse le prix des biens et services importés à la hausse et, par conséquent, amplifie l'augmentation en valeur nominale des importations. Etant donné l'ampleur et la persistance de ces déséquilibres, on comprend les raisons politiques pour lesquelles les autorités américaines font pression sur les autres pays industrialisés pour participer plus activement à leurs efforts de rééquilibrage.

Ces pressions américaines mettent les pays européens et le Japon en fâcheuse posture. En effet, la croissance relativement faible de leurs économies justifierait une relance budgétaire. Vu cependant que ces pays ont fait depuis quelques années des efforts considérables et efficaces pour assainir leurs finances publiques, il est compréhensible qu'ils rechignent à mettre en danger les bons résultats qu'ils ont si péniblement obtenus. En outre, les responsables européens et japonais doutent qu'un plus fort déficit budgétaire dans leur pays contribue pour beaucoup à rééquilibrer la balance courante américaine. Les études économétriques semblent d'ailleurs étayer leur opinion, car elles montrent qu'une accélération de la croissance en Europe et au Japon ne diminuerait que marginalement le déficit externe des Etats-Unis.

Etant donné la réticence des Européens et des Japonais à desserrer leur politique budgétaire, la pression s'accroît pour que les banques centrales participent à ce processus de rééquilibrage, ce qui place les autorités monétaires devant un dilemme cornélien. Aux Etats-Unis, on se demande si la politique monétaire permettrait, à elle seule, d'alléger le déficit de la balance courante tant que le budget reste dans les chiffres rouges. La Réserve fédérale doit choisir entre deux stratégies. D'un côté, elle peut donner son aval à une nouvelle dévalorisation du dollar et, si le marché n'agissait pas lui-même dans ce sens, relâcher sa politique en conséquence. Mais, brader le billet vert n'est pas une tactique exempte de risques. Même si cette dernière permettrait peut-être de réduire le déficit à court terme, à long terme, par contre, elle aurait des répercussions dangereuses que les Etats-Unis devraient être prêts à assumer. Une relance monétaire en effet stimulerait vraisemblablement dans le court terme la croissance outre-Atlantique, mais elle conduirait aussi à une recrudescence de l'inflation. L'augmentation des importations qui résulterait de la reprise réduirait à néant les effets positifs que la dépréciation du dollar aurait pu avoir sur la balance courante. Ainsi, à long terme, une politique d'expansion monétaire ne permettrait pas à la Réserve fédérale de réduire le déficit externe américain; elle ne ferait que créer de nouveaux problèmes en réactivant la spirale inflationniste.

Au contraire de la première, la seconde stratégie reviendrait à resserrer la politique monétaire américaine. Elle serait un moyen beaucoup plus efficace pour corriger le déséquilibre externe en poussant les taux d'intérêt à la hausse, ce qui freinerait la croissance de la demande intérieure et, par conséquent, celle des importations, réduisant par là le déficit de la balance courante. De plus, cette politique éviterait une nouvelle flambée d'inflation et redonnerait de la fermeté au dollar, mais au prix d'un ralentissement ou même d'une récession aux Etats-Unis et, peut-être, dans le monde.

Dans ces conditions, il n'est guère réaliste de faire porter sur les seules épaules monétaires la responsabilité du retour vers un meilleur équilibre international. Il faut agir par priorité sur les

problèmes budgétaires eux-mêmes. Face au dilemme qui se présente à elle, il n'est pas surprenant que la Réserve fédérale procède avec précaution. Au printemps de cette année, elle a légèrement appuyé sur le frein monétaire, déclenchant une tendance à la hausse des taux d'intérêt américains pour raffermir le dollar et couper court à la peur croissante qu'un renouveau d'inflation provoque aux Etats-Unis.

Parallèlement, le Japon, l'Allemagne et les autres pays européens ont continué à mettre en œuvre la politique monétaire plutôt laxiste qu'ils avaient adoptée dans le courant de 1986. Cette conjonction – restriction monétaire modérée aux Etats-Unis et relâchement relatif dans d'autres pays – a contribué à redonner, jusqu'en octobre 1987, une certaine stabilité au dollar permettant ainsi de respecter les engagements internationaux pris dans le cadre de l'accord du Louvre.

Le calme n'a, cependant, été que de courte durée. L'effondrement des cours boursiers, ce lundi noir d'octobre dernier, a fait trembler les bases des grands marchés financiers et a réveillé le souvenir du jeudi noir d'octobre 1929. Les causes directes de cette débâcle sont tout sauf claires. Certes, les marchés des changes et les bourses connaissent ici et là des fluctuations de cours extrêmement violentes. La hausse boursière, qui a débuté en 1982, reflétait alors de profondes réalités économiques dans la mesure où, à cette époque, les perspectives bénéficiaires des entreprises s'amélioraient fortement sous l'effet de la reprise conjoncturelle mondiale. En outre, l'adaptation des structures économiques rendue nécessaire à la suite des chocs pétroliers était largement réalisée. Enfin, les grands pays industrialisés avaient réussi à maîtriser l'inflation. Les conditions préalables à un nouvel et durable essor économique étaient ainsi réunies. Ces derniers mois cependant, le cours des actions avait atteint de tels sommets que la correction était inéluctable un jour ou l'autre.

Les turbulences qui se sont produites ont poussé les banques centrales à donner à leur politique un cours encore plus favorable à la croissance économique qu'elles ne l'avaient fait jusqu'alors. D'une part, elles désirent ne pas répéter les fautes commises au début de la Grande Dépres-

sion mais au contraire écarter le danger d'une crise de liquidité en alimentant généreusement leurs économies respectives en monnaie. D'autre part, elles craignent que l'effondrement des cours boursiers porte un coup fatal à la phase d'expansion que nous connaissons depuis bientôt cinq ans. De plus, comme ce choc financier renforcera plutôt les forces contraires à la croissance de l'économie mondiale, le danger d'une nouvelle et imminente accélération de l'inflation semble minime, si bien que les autorités monétaires peuvent se permettre de mener une politique moins rigoureuse, à court terme tout au moins.

Au cours des prochains mois, les banques centrales n'auront, semble-t-il, guère d'autre choix que de favoriser la croissance. Il ne faudrait toutefois pas nous abandonner à l'illusion que l'injection d'abondantes liquidités dans l'économie fera disparaître, d'un coup de baguette magique, les déséquilibres internationaux. En effet, même si les pays d'Europe occidentale et le Japon réussissaient à stimuler leur économie, le déficit courant américain ne se réduirait guère. Il serait même dangereux, à mon avis, de négliger complètement les risques qu'apporterait une nouvelle orientation des politiques monétaires. Certes, l'inflation a toutes les chances de rester modérée, jusqu'à nouvel ordre, dans la plupart des pays, mais les banques centrales doivent demeurer vigilantes. Si la situation les contraignait à poursuivre longtemps encore le rythme actuel de création monétaire, la conjoncture pourrait avec le temps retrouver sa vigueur et l'inflation son audace. Il ne serait alors pas facile pour les autorités monétaires de trouver le moment précis où le changement de cap se révélerait nécessaire. Elles devraient le faire avant que les prix ne se remettent à flamber, sinon il serait trop tard car l'inflation ne réagit qu'avec une inertie considérable aux resserrements de la politique monétaire.

L'instabilité actuelle des marchés financiers et des changes nous montre une fois encore que les déséquilibres fondamentaux tant internes qu'externes ne peuvent être résolus à la longue par la planche à billets. Aucune thérapeutique n'existe qui permette de réduire sans douleur ces déséquilibres, et notamment le déficit budgè-

taire américain. Faire des coupes sombres dans celui-ci ne sera guère possible sans affaiblir la conjoncture aux États-Unis et dans le reste du monde.

Cependant, la nouvelle orientation des politiques monétaires devrait rendre plus facile l'assainissement des finances publiques outre-Atlantique, la plus grande aisance monétaire contrebalançant en quelque sorte les effets restrictifs qu'une réduction du déficit budgétaire amènent toujours.

Apporter une solution aux déséquilibres de l'économie mondiale représente le principal défi auquel sont confrontés les responsables de la politique économique des pays industrialisés. Qu'ils échouent et je ne miserais pas cher sur les chances de voir les marchés financiers et les changes retrouver un calme durable. Qu'ils réussissent et le monde pourrait entrevoir une période sans doute longue de croissance non-inflationniste, apte à résoudre les problèmes du sous-emploi et ceux du sous-développement.

Stability of Swiss Money Demand: Evidence for 1982–87

Michael T. Belongia*

The Swiss National Bank (SNB) is one of the few central banks that announces and, with only occasional exceptions, achieves targeted growth rates for a monetary aggregate. After the 1973 switch to floating exchange rates permitted countries to pursue independent monetary policies, the SNB first targeted M_1 ; increasing difficulties with predicting variations in the money multiplier induced a switch in 1980 to a target for the monetary base. Although actual base growth was substantially less than its target rate in 1980–81, the largest subsequent deviation was the 2.9 percent actual growth rate of the monetary base relative to its targeted value of 2.0 percent in 1987. The desired and actual result of such monetary control, of course, has been price stability.

For the direct control of a monetary aggregate to continue to produce the desired price stability in the future, the Swiss demand for money function must be stable. Casual inspection of the data since 1981, however, suggests a downward shift in the demand for real balances and an upward shift in velocity. Moreover, Chow test results reported by Kohli (1985), were suggestive of a shift in money demand in 1982 even though the tests were based on annual data only through 1983.¹ Although the direction of these suspected shifts would be opposite from the upward shifts that have been observed in many industrialized economies, most notably the U.S., they nonetheless would carry important implications for the conduct of Swiss monetary policy. In particular, a significant downward shift in money demand would argue for lower target values and slower actual growth for the monetary base. Testing for the significance of such a shift is the objective of this paper.

Previous Work on Swiss Money Demand and Monetary Targets

Kohli and Rich (1986) reported the following result for a real-adjustment version of the demand for base money (estimated over 1968:1–1982:4):

$$\ln\left(\frac{M_0}{P}\right) = 0.338 + 0.366\ln(y) - 0.015r_s - 0.028D73 + 0.588\ln\left(\frac{M_0}{P}\right)_{t-1} \quad (1)$$

(0.31) (2.20) (3.61) (1.46)
(6.00)

$$\bar{R}^2 = 0.74 \quad DW = 1.79 \quad SEE = 0.048$$

M_0 is the nominal monetary base, P is the GDP deflator, y is real GDP, r_s is the interest rate on 3-month bank deposits and $D73$, which represents the change from fixed to flexible exchange rates, takes a value of 1 for 1973:1 and all subsequent quarters. The authors report, after additional tests, that this specification is adequate to be employed for the determination of a target value for base growth that is consistent with the objective of long run price stability.

How is such a determination made in practice?² Treating the interest rate and the price level as constants and projecting the trend rate of growth in Swiss GDP, the income elasticity from equation (1) can be used to calculate a noninflationary path for the monetary base that also is sufficient to accommodate increases in the demand for money balances associated with growth in real economic activity. The long-run income elasticity from equation (1) is $[0.366/(1-0.588)] = 0.89$. This estimate says that a one percent increase in real economic activity will increase the demand

* Research Officer, Federal Reserve Bank of St. Louis. This paper was written while the author was a Visiting Scholar in the Economics Department of the Swiss National Bank.

¹ Heri and Kugler (1987) and Röheli (1988) also have detected short-run instability in Swiss money demand equations but did not address specifically the recent phenomenon.

² For more detail on this process, see Kohli-Rich (1986), pp. 921–922.

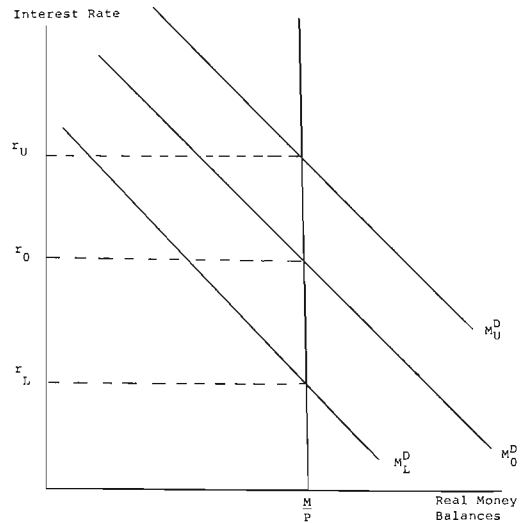
for real money balances (and nominal balances, as well, under the assumption of a constant price level) by 0.89 percent. Using an estimate of 2 percent for the trend growth of real GDP, a lower bound for base growth is $2 \times 0.89 = 1.78$ percent per year. In reality, the gradualist policy of the SNB toward reducing inflation has resulted in somewhat higher (2.0 percent) targets for base growth and an inflation rate in the range of 1–2 percent.

Shifts in Money Demand and Monetary Control

Two types of shift in money demand can affect the usefulness of the foregoing approach to monetary control, albeit in quite different ways. The first, which would complicate using this approach, would be repeated random shifts in money demand. In such a case, as shown in figure 1, the central bank still could control the supply of money balances (M) by conducting the appropriate open market operations. It would be in doubt, however, as to the position of money demand between some upper and lower bounds, M_U^D and M_L^D . If M_0^D were the central bank's "best guess" of money demand, but it actually had shifted up to M_U^D , controlling the money stock as if M_0^D were true would result in money growth that was too slow and, quite possibly, a recession. Conversely, if money demand has shifted down to M_L^D , actual money growth based on M_0^D will be faster than desired.

The severity of this problem depends on many factors, including the magnitude of these shifts, the length of time that passes before a shift is identified and, perhaps most important, whether the shifts tend to fluctuate in offsetting fashion around the "true" function or tend to persist in one direction. Generally speaking, monetary control for the central bank becomes more difficult as money demand fluctuates more often and by larger amount between M_U^D and M_L^D and the shifts, on net, move the function away from the current "best guess" of the "true" money demand function's location. For example, if money demand varied between M_U^D and M_L^D from quarter to quarter but, on average, tended toward M_0^D , a money growth path could be estab-

Figure 1.
An Illustration of Shifts in Money Demand



lished on the basis of M_0^D and not interfere with a long run objective such as price stability. If, however, the random shifts in money demand had the net effect, over time, of moving the function above M_0^D , the current basis for money growth targets, actual money growth would be too slow. If the central bank then failed to identify this upward drift in money demand and persisted in targeting money growth on the basis of M_0^D , a falling price level and recession would be possible long-run consequences of this error. Conversely, if the current conjecture that money demand has shifted down is true, current targeted and actual growth rates for the monetary base may risk a rising price level.

The second type of shift is a one-time shift in money demand to a new level. The problem is analogous to figure 1, in which there (temporarily) is a gap between the true and estimated money demand functions. A one-time shift in the function should cause only short-run errors in monetary control until the shift is identified and can be accommodated with an adjustment in the money supply. The severity of the central bank's problem, of course, still depends upon the magnitude of the shift and the length of time that transpires before the shift is identified and the appropriate correction in money growth is made.

Testing for Shifts in Swiss Money Demand

Chart 1, reproduced from Rich (1987), certainly is suggestive of a shift (or shifts) in Swiss money demand after 1981. After exhibiting the expected positive relationship through 1982, with changes in interest rates causing changes in velocity in the same direction, this association has not been apparent in the past five years. In particular, the chart shows a sharp decline in interest rates in 1982–83 but no corresponding decline in the velocity of either the monetary base or M_1 . Rich, who notes this evidence of a post-1981 shift in Swiss money demand, also notes that none of the explanations offered to date has been convincing. Heri (1986) also finds evidence of a shift in money demand in the early 1980s.

The two types of money demand shifts discussed above can be discriminated in a straightforward manner. The existence of a one-time shift in 1982 can be tested using a dummy variable

that partitions the data at that date. The possibility that frequent random shocks to the real sector have made money demand more unstable in the short run can be examined using a related test that also serves as a second check on the hypothesis of permanent structural change.

We begin by re-estimating equation (1) for the period 1968:1, 1986:4.³ The results of this estimation, both for the monetary base and M_1 , are reported in table 1. Rows (a) and (c) of the table report results that do not consider a recent structural change. They contrast with those of Kohli-Rich in several important ways: the income effects are small numerically and nonsignificant, the intercepts are smaller and, in the M_1 equation, the presence of autocorrelation is suggested. Together, these changes are suggestive of a shift in the function.

Rows (b) and (d) of the table consider the same model with an intercept shift (D8287) at 1982:1.

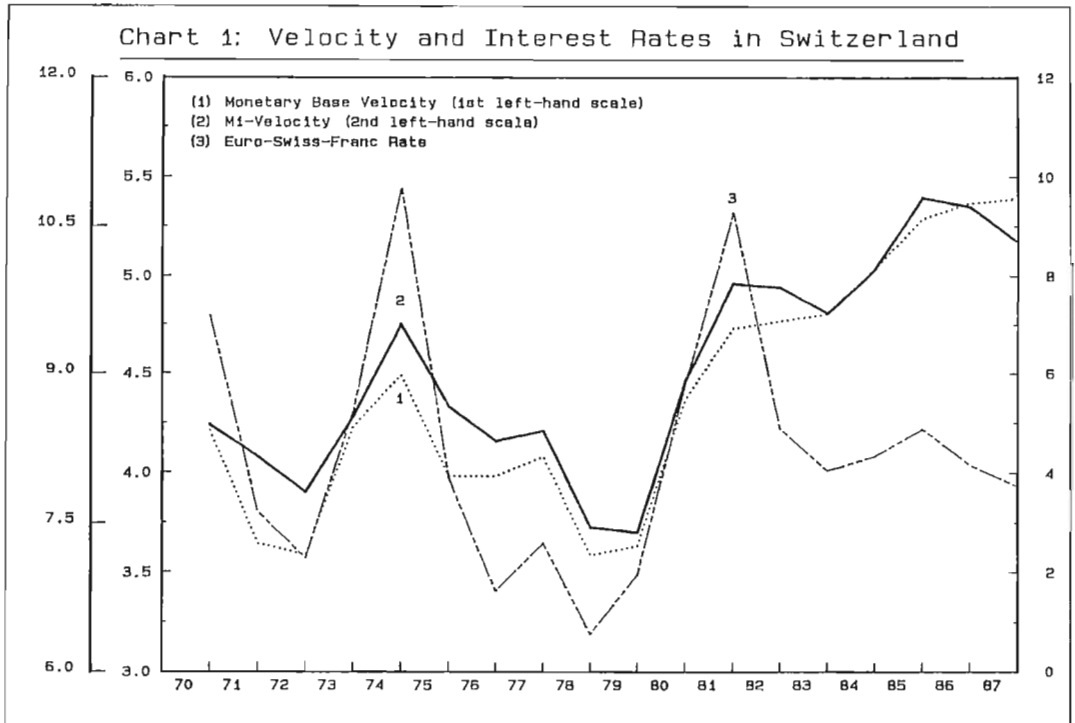


Table 1: Short-Run Money Demand Functions, 1968:1–1986:4

Monetary Base									
Row	Intercept	$\ln(y)$	r_s	$\ln(\frac{M_1}{P})_{t-1}$	D73	D8287	\bar{R}^2	DW	
a)	1.406 (2.02)	0.032 (0.27)	-0.010 (2.61)	0.697 (8.97)	-0.009 (0.43)	—	0.63	1.85	
b)	0.528 (0.72)	0.358 (2.19)	-0.016 (3.68)	0.526 (5.45)	-0.021 (1.05)	-0.068 (2.77)	0.66	1.79	
M1									
	Intercept	$\ln(\frac{z}{P})$	r_s	r_L	$\ln(\frac{M_1}{P})_{t-1}$	D73	D8287	\bar{R}^2	DW
c)	1.113 (2.32)	0.063 (0.92)	-0.008 (2.96)	-0.008 (1.46)	0.760 (13.51)	-0.020 (1.64)	—	0.79	2.51
d)	0.943 (2.11)	0.299 (3.27)	-0.008 (3.38)	-0.018 (3.14)	0.576 (7.86)	-0.027 (2.40)	-0.056 (3.57)	0.82	2.24

Note: Absolute values of t-statistics in parentheses

Even though the overall fits of the equations are little changed, allowing for this break brings the estimated coefficients more in line with expectations: the income coefficients are positive and significant and, for M_1 , the long-term interest rate coefficient now is significant and negative. More important, however, is that for both models the intercept shift variable, D8287, is revealed to be significantly negative, as hypothesized. Thus, there appears to be some evidence that the money demand function has shifted down since the end of 1981. But did this shift occur as a one-time event or has it been the result of a series of shocks with a negative *net* effect over some series of periods?

One-Time Shifts vs. Increased Instability and Gradual Adjustment

The simple evidence in table 1 indicates a downward shift in money demand. Such a change could occur, however, for quite different reasons. In the simple case, some discrete change occurring at 1981:4 could have caused a one-time permanent shift of the function to a lower level; in this case, the functions reported in rows (b) and (d) of table 1 would be stable and one could continue to estimate income, interest rate and adjustment coefficients reliably so long as this shift were taken into account. A second possibility is that the shift observed in table 1 is the result of a series of shifts that, on net, have moved the function to a lower position.

A procedure that can discriminate between the two types of shifts has been suggested by Dufour (1980). An equation such as (1) again is applied to represent the demand for real balances. Rather than segmenting the sample with a single dummy at an hypothesized break point, a series of dummies is introduced. The series contains a unique dummy for each observation after the hypothesized break and indicates which “forecast” error(s) differ significantly from the structure established by the regression estimated up to the break point. Thus, if the coefficients for the individual dummies tend to be significant, by ordinary t-statistics, the inference would be that the model has been affected by larger random shocks in the post-break period. If the sum of coefficients for all of the dummies also is significantly different from zero, the inference is that the short-run shocks have not been offsetting but, rather, have had the net effect of shifting the function in one direction.⁴ These tests were implemented by estimating equation (1) over the period 1968:1–1981:4 and adding 20 separate dummy variables for the 20 observations 1982:1–1986:4. The results of this estimation are reported in table 2.

³ The X-11 seasonal adjustment procedure was applied to the monetary base, M_1 , nominal GDP and the GDP deflator and the seasonally adjusted data were used in the money demand estimation.

⁴ An illustration of these tests for U.S. money demand is in Hafer (1985).

Table 2:
Estimates of Post-1981 Short-Run Instability

	Monetary Base		M1	
Intercept	-0.111	(0.12)	0.654	(1.41)
ln(y)	0.547	(2.43)	0.328	(2.93)
r_s	-0.019	(3.55)	-0.008	(3.20)
r_L	—	—	-0.018	(2.96)
$\ln(\frac{M}{P})_{t-1}$	0.452	(3.72)	0.599	(7.19)
D73	-0.035	(1.42)	-0.030	(2.54)
82:1	-0.010	(0.16)	-0.050	(1.51)
82:2	0.077	(1.14)	-0.032	(0.91)
82:3	-0.098	(1.47)	-0.083	(2.44)
82:4	-0.057	(0.85)	0.001	(0.03)
83:1	-0.067	(1.01)	-0.039	(1.20)
83:2	-0.102	(1.53)	-0.054	(1.62)
83:3	-0.091	(1.35)	-0.086	(2.60)
83:4	-0.063	(0.93)	-0.016	(0.47)
84:1	-0.070	(1.06)	-0.042	(1.27)
84:2	-0.123	(1.77)	-0.061	(1.79)
84:3	-0.080	(1.19)	-0.072	(2.14)
84:4	-0.053	(0.78)	-0.010	(0.28)
85:1	-0.078	(1.16)	-0.087	(2.59)
85:2	-0.090	(1.26)	-0.049	(1.31)
85:3	-0.126	(1.79)	-0.105	(2.92)
85:4	-0.101	(1.37)	-0.027	(0.71)
86:1	-0.120	(1.69)	-0.094	(2.63)
86:2	-0.141	(1.85)	-0.078	(1.98)
86:3	-0.150	(2.00)	-0.113	(2.93)
86:4	-0.103	(1.31)	-0.028	(0.69)
\bar{R}^2	0.57		0.83	
DW	1.79		2.12	
$\sum_{i=1}^{20} D_i = 0$	8.07		9.73	

Note: Absolute values of t-statistics in parentheses

For the monetary base, as shown in the first column of coefficients and t-statistics, 19 are negative numerically, one is significantly negative and three others are nearly significant. Moreover, consistent with the result in table 1, the sum of these dummy coefficients is significantly negative, indicating a downward shift in the demand for base money.

The results for M_1 are somewhat stronger. Six (and nearly another) of the twenty dummies are significantly negative and the sum of dummy coefficients also is significantly negative. Moreover, four of the six significant dummies occur after 1984, which may indicate that, although the M_1 demand function indeed is shifting downward gradually in response to a series of real shocks, the timing of this shift may be later

than the 1981–82 break suggested by the plotted data.⁵ Nonetheless, the evidence in table 2 does indicate significant short-run instability in money demand that, on net, has caused a downward shift in the function. It is not possible to determine, however, whether these shifts have been completed or whether negative short-run shocks are continuing to shift the function downward.

Sources and Consequences of the Shift in Money Demand: Further Results

At least two additional questions are raised by the shifts in money demand that have been identified. The first is whether it is possible to associate the shift with any particular M_1 component, which may suggest a change in the costs or technology of the payments mechanism and financial management.

The second is whether the shift in demand for base money and M_1 balances has occurred in the broader aggregates, M_2 and M_3 , as well. If so, the implication would be a shift out of bank financial assets generally beyond the shift out of M_1 balances. Conversely, if the demands for M_2 and M_3 balances are unchanged, the result would be suggestive of a shift out of M_1 balances into the interest-bearing deposits of the broader aggregates. Each of these issues is investigated below.

Shifts in M_1 Components

Equations of the same form as (1) were applied to currency, postal checking deposits and sight deposits over the same 1968:1–1986:4 sample

⁵ This possibility was investigated by re-estimating equation (1) with the intercept shift variable, D8287, redefined to begin at, respectively, 1983:1, 1984:1 and 1985:1. For all cases, the general characteristics of the model deteriorated progressively as the shift moved away from 1982:1.

In personal correspondence, Ulrich Kohli suggested including a trend term, beginning in 1982:1, to discriminate between one-time shifts in the regression intercept and a gradual downward trend in the function. Re-estimation of the models with this trend, however, uniformly found it to be nonsignificant and the intercept dummy results to be largely unaffected.

Table 3:
Demand Equations for M_1 Components

	Currency	Postal Checking Deposits	Sight Deposits
Constant	0.175 (0.55)	-0.027 (0.08)	-0.175 (0.49)
$\ln(y)$	-0.133 (0.39)	0.119 (1.58)	0.429 (4.76)
r_s	-0.003 (3.42)	-0.000 (0.16)	-0.022 (9.61)
r_L	—	-0.012 (2.30)	-0.018 (3.47)
$\ln(\frac{M}{P})_{t-1}$	0.981 (18.31)	0.852 (14.06)	0.608 (13.03)
D73	-0.001 (0.21)	0.011 (0.95)	-0.059 (5.66)
D8287	-0.001 (0.17)	-0.025 (2.46)	-0.053 (3.78)
\bar{R}^2	0.91	0.95	0.96
DW	1.75	2.66	1.44

Note: Absolute values of t-statistics in parentheses

period; as before, the data were seasonally adjusted by the X-11 procedure prior to estimation. Variable names apply to the same measures as previously and, as before, the mnemonic $\ln(\frac{M}{P})_{t-1}$ refers to the lagged value of that equation's dependent variable. Results are reported in table 3.

The results indicate no structural change in the demand for currency, although the apparent random walk characteristics of currency demand raise some cautions about this interpretation of the results. The tests, however, did detect declines in the intercepts for both postal checking deposits and sight deposits after 1981:4. The implication is that some exogenous change occurring near that date has caused, for some level of interest rates and real income, a reduced desire to hold money balances in these two types of accounts.

Shifts in M_2 and M_3

The remaining question is where the money balances formerly in postal checking and sight deposits have gone. One possibility is into non-bank financial assets such that similar downward

shifts in M_2 and M_3 should be observed. Another possibility is that reduced balances in M_1 accounts have been shifted into the savings or time deposits of M_2 and M_3 that pay higher rates of return; if so, moving funds from M_1 accounts into the broader aggregates would not affect the demand relations for M_2 and M_3 .

Again applying a form of equation (1) to M_2 and M_3 , the results in table 4 were produced. In neither case is the intercept shift variable (D8287), for a structural change at 1981:4, significantly different from zero.⁶ In conjunction with earlier results, this implies that funds have been moved from postal checking and sight deposits into the time or savings deposits of the broader aggregates.

Table 4: Demand Equations for M_2 and M_3

	M_2	M_3
Constant	-0.169 (0.23)	0.714 (1.22)
$\ln(y)$	0.394 (3.19)	0.139 (1.01)
r_s	0.013 (2.89)	-0.002 (0.65)
r_L	-0.020 (2.28)	-0.019 (1.98)
$\ln(\frac{M}{P})_{t-1}$	0.685 (9.54)	0.801 (9.01)
D8287	-0.017 (1.36)	-0.003 (0.33)
\bar{R}^2	0.96	0.95
DW	2.13	2.12

Note: Absolute values of t-statistics in parentheses

Summary

Plots of velocity for the monetary base and M_1 suggest a downward shift in Swiss money demand since 1981. This conjecture was investigated by applying a conventional money demand function to post-1981 data. Tests consistently revealed significant shifts in the intercepts of both. Moreover, additional tests revealed, at

⁶ Note that these regressions do not include a dummy variable for the switch in exchange rate regimes because data are available only since 1975:3.

least for M_1 , that the changes may derive from a series of short-run shocks that have become significant individually in the post-1981 period. Thus, rather than a discrete shift that is easily identified, the Swiss money demand function appears to be evolving slowly to a new equilibrium level. Finally, the origins of this downward drift in M_1 demand appear to be downward shifts in the demands for postal checking and sight deposits as funds are moved from these accounts into accounts within the broader M_2 and M_3 aggregates.

References

- Dufour, Jean-Marie. "Dummy Variables and Predictive Tests for Structural Change", *Economics Letters* (3:1980), pp. 241-47.
- Gordon, Robert J. "The Short-Run Demand for Money: A Reconsideration", *Journal of Money, Credit and Banking*, (November 1984), pp. 403-34.
- Hafer, R.W. "Monetary Stabilization Policy: Evidence from Money Demand Forecasts", Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* (May 1985), pp. 21-26.
- Heri, Erwin W. "*Die Geldnachfrage. Theorie und Empirische Ergebnisse für die Schweiz*", Berlin and New York: Springer-Verlag, 1986.
- Heri, Erwin W. and Peter Kugler. "Short run Dynamics and Long Run Equilibrium: The Case of Money Demand", working paper, University of Bern, 1987.
- Kohli, Ulrich and Georg Rich. "Monetary Control: The Swiss Experience", *Cato Journal* (Winter 1986), pp. 911-26.
- Kohli, Ulrich. "La Demande de Monnaie en Suisse: Aspects Divers", *Geld, Währung und Konjunktur* (June 1985), pp. 150-64.
- Rich, Georg. "Swiss and United States Monetary Policy: Has Monetarism Failed?" Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* (May/June 1987), pp. 3-16.
- Rötheli, Tobias F. "Money Demand and Monetary Policy in Switzerland", Federal Reserve Bank of St Louis *Review*, forthcoming.

Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik

Urs. W. Birchler

Einleitung

Seit dem 1. Januar 1988 gelten in der Schweiz neue Liquiditätsvorschriften. Mit der vom Bundesrat auf Anfang Jahr beschlossenen Revision der Verordnung zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen sind die Bestimmungen über die Liquidität (Art. 15-20 BankV) zum dritten Mal seit ihrer Einführung im Jahre 1934 geändert worden. Die schon auf Gesetzesesebene vorgezeichnete Abstufung der Mindestliquidität nach Kassen- und Gesamliquidität bleibt bestehen, doch gelten in beiden Bereichen neue Bestimmungen. Die Anforderungen an die Gesamliquidität sind in erster Linie an die Veränderungen auf den Finanzmärkten in den 15 Jahren seit der letzten Revision angepasst worden. Die Kassenliquiditätsvorschrift hingegen ist grundsätzlich neu gestaltet worden. Die weitreichenden Veränderungen dieser Vorschrift berühren die Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben bei der Nationalbank, und damit ein wichtiges Glied in der Wirkungskette zwischen Geldmenge und Realwirtschaft oder Inflation. Der vorliegende Aufsatz versucht, die Bedeutung der revidierten Kassenliquiditätsvorschrift für die Geldpolitik darzustellen.

1. Geldpolitische Gründe für eine gesetzlich geregelte Mindestkasse

Liquiditätsvorschriften sind keine absolut notwendige Voraussetzung der Geldpolitik.¹ Die Geldpolitik setzt lediglich voraus, dass (1.) ein Zusammenhang zwischen dem Geldangebot der Zentralbank und dem Preisniveau (oder wenigstens dem nominellen Sozialprodukt) besteht, und dass (2.) die Zentralbank ihr Geldangebot autonom bestimmen kann. Diese Bedingungen dürften in der Schweiz auch ohne Liquiditätsvorschriften erfüllt sein.

Ein geldpolitisches Interesse an einer gesetzlich geregelten Mindestkasse der Banken besteht

hingegen innerhalb des konkreten geldpolitischen Steuerungskonzepts der Nationalbank. Im Gegensatz zu verschiedenen ausländischen Notenbanken steuert die Nationalbank die Notenbankgeldmenge direkt, d.h. nicht über die Festlegung kurzfristiger Zinssätze. Bei dieser direkten Geldmengensteuerung ist es wichtig, dass im Bankensystem genügend hohe Bestände an Notenbankgeld vorhanden sind. Wird vom Bankensystem oder von einzelnen grösseren Instituten zu wenig Notenbankgeld gehalten, so können unerwartete Abflüsse von Kassenliquidität in den Bargeldumlauf des Publikums oder in das Bundeskonto zu starken Zinsauschlägen und zu Behinderungen des Zahlungsverkehrs führen. In einer solchen Situation können die beiden Hauptaufgaben der Nationalbank – Erleichterungen des Zahlungsverkehrs und Sicherung der Preisstabilität – miteinander in Konflikt geraten. Falls die Nationalbank im Interesse des Zahlungsverkehrs und geordneter Geldmarktverhältnisse dem Bankensystem zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellt, entgleitet ihr die Kontrolle über die Geldmenge und damit über das Preisniveau.

Grundsätzlich ist anzunehmen, dass die meisten Banken von sich aus genügend Kassenmittel halten werden, um sich bei unerwarteten Abflüssen nicht teuer refinanzieren zu müssen. Der Sinn einer Vorschrift über die Kassenliquidität liegt deshalb vor allem darin, eine unvorsichtig tiefe Kassenhaltung der Banken zu verhindern.² Neben dieser geldpolitischen Zielsetzung liefert auch der Gläubigerschutz Argumente für eine

¹ Eine eingehendere Darstellung der verschiedenen Bedeutungen von Liquiditätsvorschriften findet sich in Rich (1988).

² Die Existenz einer Notenbank als «lender of last resort» könnte für die Banken einen Anreiz darstellen, eher zu tiefe Kassenbestände zu halten, in der Annahme, die Notenbank werde bei einem starken Zinsanstieg am Geldmarkt intervenieren.

³ Die Gesamliquidität stellt demgegenüber eine Art «Notvorrat», dar, der eine Bank zahlungsfähig erhält, bis das Vertrauen in sie wiederhergestellt werden kann.

Kassenliquidität. Ein minimaler Kassenbestand erlaubt einer von einem Vertrauensschwund betroffenen Bank das Überleben in den ersten Stunden, bis Teile der Gesamtliquidität zur Deckung der Zahlungsbedürfnisse herangezogen werden können.³

2. Grundzüge der neuen Vorschrift

Aus der Begründung des geldpolitischen Interesses an einer gesetzlich geregelten Mindestkasse lassen sich einige Bedingungen ableiten, die eine solche Regelung erfüllen muss. Zunächst dürfen nur schweizerisches Notenbankgeld oder

nahe Substitute wie Postcheckguthaben als Kasse angerechnet werden. Sodann sollten die Banken ihre Mindestkasse zwar dauernd halten müssen, aber im Bedarfsfall eben auch auf diese Mittel zurückgreifen dürfen. Schliesslich sollte die Mindestkasse, da es um die Verhinderung von Missbräuchen geht, betragsmässig unter dem von einer gut geführten Bank freiwillig gehaltenen Niveau angesetzt werden.

Diesen drei Anforderungen wurde bei der Neukonzeption der Kassenliquiditätsvorschrift (siehe Kästchen) Rechnung getragen. Erstens ist nur noch Frankenkasse anrechenbar. Zweitens ist die Mindestkasse im Monatsdurchschnitt (vom

Verordnung zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (BankV, vom 17. Mai 1972, SR 952.02)

Art. 19 (Kassenliquidität)

1. Die greifbaren Mittel in Schweizerfranken¹ müssen im Monatsdurchschnitt (je vom 20. eines Monats bis zum 19. des Folgemonats) mindestens einen Prozentsatz folgender auf Schweizerfranken lautender Verbindlichkeiten betragen:

- a) der Bankenkreditoren (ohne Edelmetallverpflichtungen), die auf Sicht lauten oder innerhalb dreier Monate fällig werden;
- b) der Kreditoren auf Sicht und der innerhalb dreier Monate fälligen Kreditoren auf Zeit (ohne Edelmetallverpflichtungen);
- c) von 20 Prozent der Einlagen auf Spar-, Depositen- und Einlageheften und -konten (ohne gebundene Vorsorgegelder).

2. Der Prozentsatz nach Absatz 1 beträgt höchstens 4 Prozent. Er wird auf Antrag der Bankenkommission und der Nationalbank vom Eidgenössischen Finanzdepartement festgelegt.²

3. Die Verbindlichkeiten berechnen sich als Durchschnitt der jeweiligen drei Monatsendwerte vor der Unterlegungsperiode.

4. Die Bankenkommission zieht die Nationalbank zur Überwachung der Liquidität nach Absatz 1 bei.

¹ Schweizer Münzen und Banknoten, Giroguthaben bei der SNB, Postcheckguthaben sowie Guthaben bei einer von der Bankenkommission anerkannten Girozentrale (einziger Fall: Clearingzentrale der Regionalbanken); vgl. BankV, Anhang II, Bst. A, Ziff. 1.1

² gegenwärtig 2,5% gemäss VO über den Unterlegungssatz für die Kassenliquidität der Banken vom 26. November 1987, SR 952.025

20. bis zum 19. des Folgemonats) zu halten. Diese Bestimmung stellt sicher, dass einerseits ständig genügend Notenbankgeld im Bankensystem vorhanden ist und dass andererseits diese Mindestkasse dennoch für unerwartete Zahlungen verwendet werden kann.⁴ Dadurch wirkt die Kassenliquidität als Stossdämpfer gegen unerwartete Liquiditätsabflüsse.

Drittens schliesslich wurde der Unterlegungssatz (2,5%) so angesetzt, dass die gesetzliche Mindestkasse unter jenem Betrag liegt, den eine gut geführte, vorsichtige Bank von sich aus in der Kasse hält.

Die neue Vorschrift zur Kassenliquidität unterscheidet sich in wesentlichen Punkten von der alten. Erstens zählte die alte Vorschrift gewisse Fremdwährungsanlagen als greifbare Mittel. Zweitens war sie in der faktischen Anwendung auf Bilanzstichtage bezogen. D.h. die Banken mussten Liquiditätsausweise je nach Höhe der Bilanzsumme an den Quartals-, Semester- oder Jahresenden erstellen. Sie waren deshalb bestrebt, die Vorschrift vor allem an jenen Bilanzstichtagen – sowie weitgehend auch an den übrigen Monatsenden – zu erfüllen. Innerhalb der Monate erreichten sie das gesetzliche Minimum häufig nicht. Dies hängt auch damit zusammen, dass die Nationalbank den Banken regelmässig Ultimokredite zur Verfügung stellte und ihnen dadurch ermöglichte, am Monatsende einen gegenüber der Monatsmitte stark verbesserten Liquiditätsgrad auszuweisen. Drittens waren die Anforderungen unter der alten Vorschrift nach heutigen Bedürfnissen überhöht. Die Sätze waren bei den vorangehenden Revisionen (1961 und 1972) stark angehoben worden; zum Teil, um die spekulativen Geldzuflüsse aus dem Ausland Anfang der siebziger Jahre zu binden. Viertens schliesslich wies die alte Vorschrift drei technische Nachteile auf, die bei der Revision beseitigt wurden: Die bisher bei einem Monat fixierte Abgrenzung der kurzfristigen Verbindlichkeiten wurde auf drei Monate ausgedehnt und die Verrechenbarkeit von Guthaben und Verbindlichkeiten gegenüber Banken wurde aufgehoben.⁵ Ferner wurde der Stufentarif⁶ durch einen linearen Satz ersetzt. Dank dieser drei Änderungen wird die Mindestliquidität weniger von Zufallseinflüssen bestimmt.

3. Die Auswirkungen der Revision auf die Nachfrage der Banken nach Giroguthaben

Die Revision der Vorschrift über die Kassenliquidität bedeutet, wie erwähnt, den Ersatz einer relativ strengen, in ihrer Wirkung auf das Monatsende konzentrierten Vorschrift durch ein milderes, auf dem Monatsdurchschnitt aufgebautes Erfordernis.⁷ Die Senkung der Anforderungen auf oder unter das betriebswirtschaftliche Minimum hat zur Folge, dass die gesetzliche Mindestkasse die Veränderungen der Nachfrage des Bankensystems nach Giroguthaben⁸ kaum mehr beeinflusst. Damit verschwindet insofern ein gewisser Störfaktor aus der Geldpolitik, als die geforderte Kassenliquidität einen eigenständigen, aber schwer zu prognostizierenden Einfluss auf die Gironachfrage ausübte. Grafik 1 zeigt, dass sich die geforderte Kassenliquidität im Zeitablauf – vor allem kurzfristig – ziemlich unabhängig von anderen Bestimmungsfaktoren der Gironachfrage wie Zinssätzen und Bilanzsumme entwickelte. Die relativ auffälligen kurzfristigen Zufallsschwankungen der geforderten Kassenliquidität waren die Folge der erwähnten technischen Nachteile: der Abgrenzung der kurzfristigen Verbindlichkeiten bei einer Fälligkeit von einem Monat, der Verrechnung im Interbankgeschäft und des Stufentarifs. Zum andern hingen die unterlegungspflichtigen kurzfristigen Verbindlichkeiten, da sie auch Fremdwährungseinlagen umfassten, auch vom Wechselkurs ab. Weder die Banken noch die Nationalbank konnten die geforderte Kasse angesichts dieser Zufallseinflüsse zuverlässig voraussagen.

⁴ Hierin liegt auch der Unterschied zu Mindestreserven gemäss Art. 16a–f des Nationalbankgesetzes, die blockierte Guthaben bei der Nationalbank darstellen.

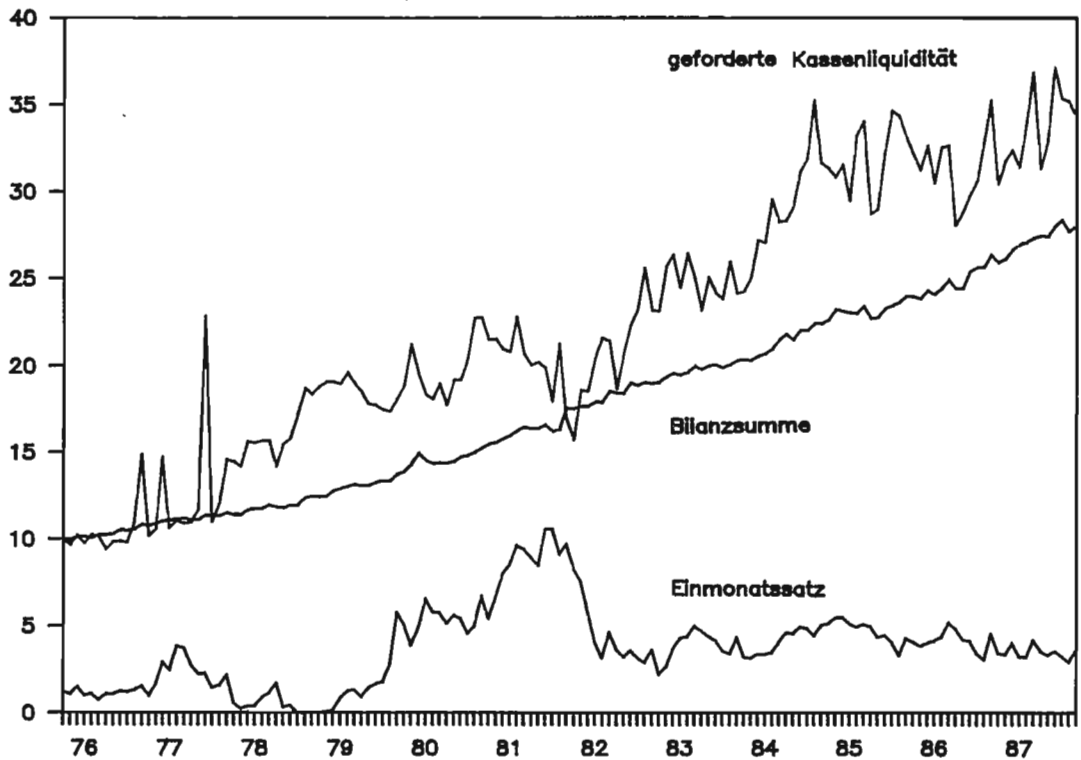
⁵ Weiterhin gilt eine Verrechnungspflicht bei der Gesamtliquidität.

⁶ Dieser hatte zu einer ungleichen Belastung verschiedener Banken und Bankengruppen geführt.

⁷ Die Mindestkasse des gesamten Bankensystems liegt nach der neuen Vorschrift bei 4–5 Mrd. Fr., gegenüber einem Wert von 12 Mrd. Fr. nach alter Vorschrift.

⁸ Es wird hier unterstellt, dass die Anpassung an die neuen Vorschriften ausschliesslich über die Giroguthaben erfolgt. Die übrigen Komponenten der greifbaren Mittel – Bargeld, Postcheckguthaben und Guthaben bei der Clearing-Zentrale der Regionalbanken – bleiben vermutlich in ihrer Höhe von den Anforderungen des Zahlungsverkehrs bestimmt.

Grafik 1: Geforderte Kassenliquidität und Bilanzsumme (33 Banken; Jan. 1976 = 10) sowie Einmonatssatz (in Prozent) 1976–87 (Monatswerte)



Die Umstellung von der Messung der Mindestkasse am Monatsende zur Berechnung im Monatsdurchschnitt bewirkt, dass sich die Nachfrage nach Giro Guthaben am Monatsende und innerhalb des Monats in unterschiedlichem Ausmass verändern. Im folgenden werden darum die Wirkungen am Monatsende und innerhalb des Monats separat untersucht.

a) am Monatsende

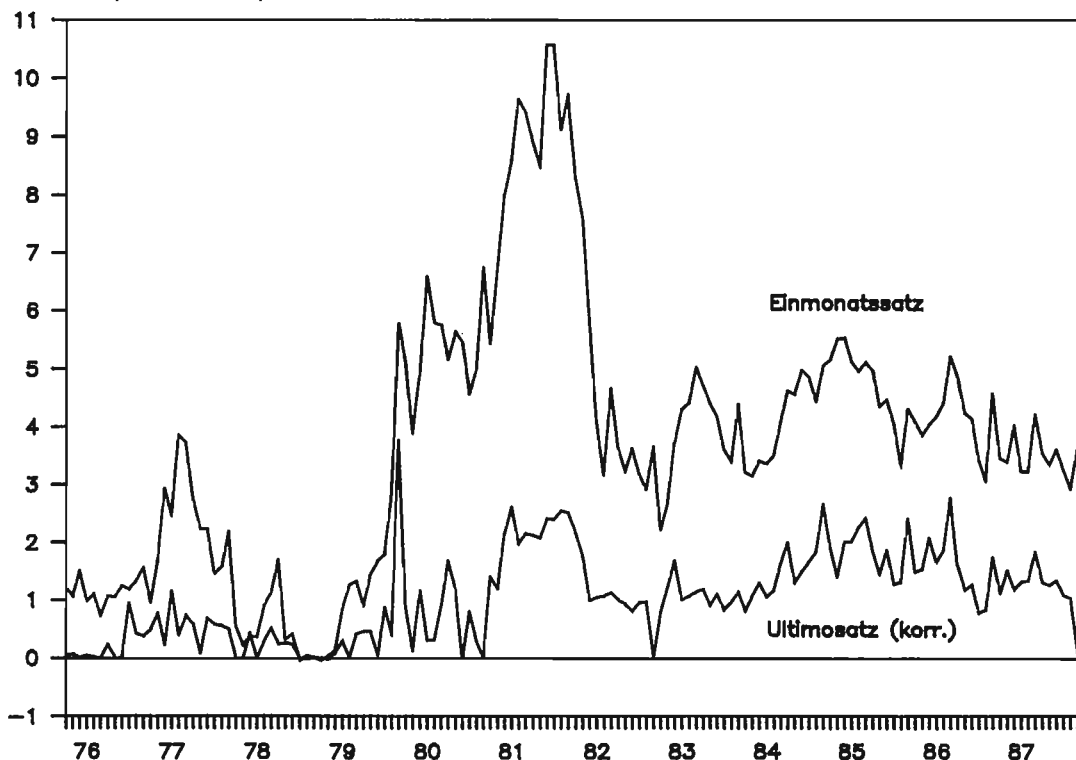
Am stärksten berührt die neue Vorschrift das Liquiditätsverhalten an den Monatsenden. Die alte Vorschrift liess die Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben über das Monatsende jeweils stark ansteigen. Obwohl die Nationalbank das Angebot an Giro Guthaben über das Monatsende ebenfalls ausweitete,⁹ sprangen in den letzten Jahren die Tagesgeldsätze über den Ultimo in den meisten Fällen auf 30 bis 80%. Diese

Ausschläge der Gironachfrage an den Monatsenden waren sowohl den Banken als auch der Nationalbank lästig. Die hohen Ultimosätze lösten Spekulations- und Arbitrageoperationen aus, die für die Liquiditätsplanung der Banken zusätzliche Unsicherheit schufen. Zudem liess sich das gesetzliche Erfordernis schon für die einzelne Bank, und erst recht für das ganze Bankensystem, nur schlecht prognostizieren. Dadurch unterlag die Gironachfrage der Banken an den Monatsenden Zufallsschwankungen, welche die Dosierung der Geldpolitik zeitweise erschwerten.

Als die Nationalbank 1980 dazu überging, die Notenbankgeldmenge anstatt wie bis anhin die

⁹ z.B. im Jahre 1987 von 8,6 (im Durchschnitt aller Tage) auf 11,8 Mrd. Fr. (im Durchschnitt der Monatsenden). (Quelle: Monatsbericht SNB)

**Grafik 2: Einmonatssatz (Monatsdurchschnitt) und korrigierter Ultimosatz
% (Monatsende) 1976–87**



Geldmenge M_1 als geldpolitische Zielgrösse zu verwenden, erwies es sich wegen dieser Zufallsschwankungen als notwendig, die Notenbankgeldmenge um die den Banken jeweils über das Monatsende gewährten Kredite zu bereinigen. Aufgrund dieses bereinigten Aggregates liess sich der längerfristige Kurs der Geldpolitik besser beurteilen als aufgrund der unbereinigten, von Ultimoeinflüssen verzerrten Werte. Die Nationalbank war aber bestrebt, auch am Ultimo eine Politik zu führen, die mit dem für die bereinigte Notenbankgeldmenge fixierten Ziel im Einklang stand. In der Praxis war es allerdings nicht immer einfach zu beurteilen, ob die Ultimopolitik mit der auf der bereinigten Notenbankgeldmenge beruhenden Geldpolitik tatsächlich konsistent war. In der Folge ging von der Ultimopolitik gelegentlich ein eigenständiger Einfluss auf den Restriktionsgrad der Geldpolitik aus. Dies lässt sich an den Zinssätzen ablesen. In Grafik 2 sind der

Einmonatssatz (auf Frankenanlagen am Euromarkt; Monatsdurchschnitt) und der korrigierte, d.h. auf eine ebenfalls einmonatige Anlage umgerechnete¹⁰ Tagesgeldsatz für den jeweils letzten Tag (Ultimosatz) abgebildet. Der korrigierte Ultimosatz misst, was die Kassenhaltung am letzten Tag des Monats kostet. Der – logischerweise höhere – Einmonatssatz widerspiegelt

¹⁰ Diese Korrektur besteht aus zwei Schritten. Zunächst wurde der Satz für die Anzahl der auf das Monatsende fallenden Feiertage und Wochenendtage korrigiert. Dadurch ergeben sich die beispielsweise im Monatsbericht der Nationalbank (Tab. 20, Eurofrankenmarkt «Tomorrow next», Monatsende) publizierten Werte. Zum Zweck der Vergleichbarkeit mit dem Einmonatssatz wurde dieser Ultimosatz sodann umgerechnet in jenen Satz, der bei einer Anlage während 30 Tagen (und täglicher Reinvestition) denselben Zinsertrag abwirft wie eine eintägige Anlage zum Ultimosatz. Das Resultat, der korrigierte Ultimosatz, ist wie der Einmonatssatz ein während eines Monats zu bezahlender Jahressatz.

demgegenüber die Kosten der Kassenhaltung während eines ganzen Monats.

Die Grafik zeigt, dass der korrigierte Ultimosatz im Gefolge der seit 1980 restriktiveren Geldpolitik gegenüber dem Einmonatssatz tendenziell angestiegen ist. Ferner weist er von Monat zu Monat ebenfalls markante Veränderungen auf. Schliesslich unterliegt der Ultimosatz – in der Grafik nicht sichtbar – im abgebildeten Zeitraum viel stärkeren Tagesschwankungen als der Einmonatssatz. Dies alles lässt vermuten, dass die – vor allem durch die Liquiditätsvorschriften geprägte – Gironachfrage am Monatsende die Geldmarktsätze und deren Schwankungen in den letzten Jahren mitbeeinflusst hat. Bildeten die Zinssätze den einzigen Transmissionskanal zwischen der Geldpolitik und dem Preisniveau, hätte die Geldpolitik seit 1980 zunehmend auch im Einfluss der Ultimopolitik gestanden. Da aber andere wichtige Transmissionskanäle – z.B. die Auswirkungen der angekündigten Geldmengenziele auf die Erwartungen der Banken und des Publikums – bestehen, spielte der Ultimo wohl eher die Rolle eines kurzfristigen Spielverderbers.

Mit dem Übergang zu einer gesetzlichen Mindestkasse, die als Durchschnitt aus einer (am 19. endenden) Monatsperiode definiert ist, wird der Ultimo für die Kassenliquidität zu einem normalen Tag. Die Ausschläge der Gironachfrage an den Monatsenden dürften damit weitgehend entfallen. Ein gewisser zusätzlicher Liquiditätsbedarf der Banken besteht am Monatsende höchstens noch wegen der möglicherweise erhöhten Umsätze im Zahlungsverkehr.¹¹ Die ersten Erfahrungen aufgrund der Monate Januar und Februar 1988 bestätigen, dass die Ultimokredite der Nationalbank kaum mehr beansprucht werden und dass die Tagessätze über das Monatsende kaum mehr wesentlich ansteigen.¹²

Unter der neuen Kassenliquiditätsvorschrift wird also der die Geldpolitik bisher kurzfristig verfälschende Ultimoeinfluss weitgehend verschwinden. Die Notenbankgeldmenge gewinnt dadurch auch als kurzfristige Orientierungsgrösse an Aussagekraft, was die Transparenz der Geldpolitik grundsätzlich erhöht.¹³

b) innerhalb des Monats

Die neue Vorschrift gewährt den Banken auch innerhalb des Monats einen Spielraum zur Verringerung ihrer Giro Guthaben. Allerdings ist dieser Spielraum schwer zu beziffern. Als einigermaßen gewiss kann gelten, dass sie von den Banken nicht mehr als das betriebswirtschaftliche Minimum verlangt. Ein Abbau der Giro Guthaben innerhalb des Monats ist den Banken also in dem Ausmass möglich, in dem die alte Vorschrift die Gironachfrage innerhalb des Monats erhöhte.

Erste empirische Untersuchungen der Nationalbank lassen vermuten, dass die alte Vorschrift die Banken tatsächlich zur Haltung von mehr als den betriebswirtschaftlich erforderlichen Giro Guthaben bewog. Allerdings sind solche Messungen vorläufig noch mit grossen Unsicherheiten belastet.

Ebenfalls unklar ist, wie rasch die Banken ihre Giro Guthaben auf das neue, tiefere Niveau senken werden. Gleichzeitig zur Anpassung an die neuen Liquiditätsvorschriften haben die Banken die Einführung des neuen Interbank-Zahlungssystems SIC zu bewältigen. Auch das SIC erlaubt den Banken, längerfristig mit weniger Giro Guthaben als bisher auszukommen. Angesichts der Übergangsprobleme, die das System aufwirft, werden die Banken ihren Spielraum zur Senkung der Giro Guthaben jedoch innerhalb des Monats langsamer ausschöpfen als an den Monatsenden.

Die Nationalbank steht deshalb vor einer Übergangszeit mit vergrösserter Unsicherheit in be-

¹¹ Über das Saisonmuster der Umsätze im Zahlungsverkehr weiss die Nationalbank erst bruchstückhaft Bescheid. Dass die Banken an den Monatsenden weiter um zusätzliche Frankenkasse im Sinne eines «window dressing» halten werden, ist eher unwahrscheinlich. Zum einen bestand «window dressing» bisher vor allem im Aufpolieren des gesetzlichen Liquiditätsgrades, und zum andern können Clearing Guthaben in Fremdwährung nach wie vor als Kasse verbucht werden, nur zählen sie nicht als greifbare Mittel im Sinne von Art. 19 Abs. 1 BankV.

¹² Zu den Einflüssen der neuen Liquiditätsvorschriften auf den Geldmarkt siehe: Brlchler, Rich (1987)

¹³ Für erste Erfahrungen unter dem neuen System siehe auch Rich (1988)

zug auf die Gironachfrage der Banken. Dies erschwert vorübergehend die Führung einer auf der Steuerung der Notenbankgeldmenge beruhenden Geldpolitik. D.h. die Nationalbank muss gegenüber ihrer Zielvorgabe vorderhand flexibel bleiben.¹⁴

4. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die Änderung der Liquiditätsvorschriften der Bankenverordnung bedeutet den Ersatz einer relativ strengen und vor allem an den Monatsenden wirksamen Vorschrift durch eine mildere, auf den Monatsdurchschnitt ausgerichtete Vorschrift. Sie beseitigt deshalb vor allem die starken Ausschläge der Gironachfrage der Banken an den Monatsenden. Der Spielraum der Banken zur Senkung der Giro Guthaben innerhalb des Monats ist wesentlich geringer und dürfte auch erst allmählich ausgeschöpft werden.

Der weitgehende Wegfall der gesetzlich bedingten Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben erhöht längerfristig die Transparenz der Geldpo-

litik. Insbesondere beseitigt die Revision der Liquiditätsvorschriften den eigenständigen und in der Vergangenheit die Geldpolitik kurzfristig verfälschenden Ultimoeffekt. Vorübergehend führt die Umstellung der Banken auf die neuen Vorschriften und auf das SIC zu erhöhter Unsicherheit in bezug auf die Gironachfrage der Banken innerhalb des Monats. Diese Unsicherheit zwingt die Nationalbank dazu, vorläufig flexibel zu bleiben und nötigenfalls ein Unterschreiten ihres Geldmengenziels in Kauf zu nehmen.

Literaturverzeichnis

- Birchler Urs W., Rich Georg. Neue Liquiditätsvorschriften und Geldmarkt, Neue Zürcher Zeitung, 24.12.1987, Nr. 299, S. 30.
- Rich, Georg. Auswirkungen der neuen Liquiditätsvorschriften auf den Geldmarkt und die Nationalbankpolitik, Referat an der Informations- und Arbeitstagung «Neue Liquiditätsvorschriften und Cash Management im schweizerischen Bankwesen» in St. Gallen (erscheint demnächst).
- SNB (1988). Die Geldpolitik im Jahre 1988, Geld, Währung und Konjunktur (Quartalsheft SNB), 4/1987; S. 231

¹⁴ Die Nationalbank hat bei der Festlegung des Geldmengenziels für 1988 ein Abweichen vom Zielwert als Folge der geänderten Liquiditätsvorschriften oder des SIC offen gehalten; vgl. SNB (1988)

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Neue Liquiditätsvorschriften

Ende November beschloss der Bundesrat auf gemeinsamen Antrag der Eidg. Bankenkommision und der Nationalbank, die Liquiditätsvorschriften der Bankenverordnung mit Wirkung ab 1. Januar zu ändern.

Rückzahlung eines Kredits an die Türkei

Am 23. Dezember zahlte die Türkei den 1980 gewährten bilateralen Kredit von 15,5 Mio. Dollar fristgerecht zurück.

Rückzahlung des Überbrückungskredits an Argentinien

Am 30. Dezember zahlte Argentinien den im November 1987 gewährten Überbrückungskredit zurück (vgl. Quartalsheft Nr. 4, Dezember 1987). Das Engagement der SNB, die eine Substitutionszusage (mit Bundesgarantie) über 14,25 Mio. Dollar für einen Kredit der BIZ geleistet hatte, ist damit erloschen.

Nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités

A la fin du mois de novembre, le Conseil fédéral a décidé, sur proposition commune de la Commission fédérale des banques et de la Banque nationale, de modifier à compter du 1er janvier 1988 les prescriptions qui, dans l'ordonnance d'exécution de la loi sur les banques, régissent les liquidités.

Remboursement du crédit accordé à la Turquie

Le 23 décembre, la Turquie a remboursé, à l'échéance, le solde (15,5 millions de dollars) du crédit bilatéral qui lui avait été accordé en 1980.

Remboursement du crédit relais octroyé à l'Argentine

Le 30 décembre, l'Argentine a remboursé le crédit relais qu'elle avait obtenu au début du mois de novembre 1987 (voir bulletin trimestriel no 4, décembre 1987). La Banque nationale y avait participé en donnant une promesse de substitution, pour un montant de 14,25 millions de dollars, sur la part du crédit fournie par la BRI.