
**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 4
Dezember/décembre 1988**

6. Jahrgang/6e année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	261
Sommaire	262
Sommario	263
Abstracts	264
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1989	265
La politique monétaire en 1989	267
La politica monetaria nel 1989	269
Monetary policy in 1989	271
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	273
Situation économique et monétaire	295
<hr/>	
Markus Lusser:	
Die Schweiz und der EG-Binnenmarkt – Chancen und Risiken des Finanzplatzes	319
<hr/>	
Michel Peytrignet und Umberto Schwarz:	
Politique monétaire et structure des taux d'intérêt en Suisse:	
Une approche macro-économique	329
<hr/>	
Thomas Schlup:	
Das schweizerische Auslandvermögen	342
Les avoirs et engagements extérieurs de la Suisse	345
<hr/>	
Thomas Schlup:	
Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1987	348
Les investissements directs suisses à l'étranger en 1987	352
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	356
Chronique monétaire	357
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1988	359
Table des matières 1988	359

Übersicht

Die Geldpolitik im Jahre 1989 (S. 265–266)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat beschlossen, das Geldmengenziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1989 auf 2% festzulegen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 273–294)

Im dritten Quartal 1988 setzte sich das kräftige Wachstum der Wirtschaft in den meisten Industrieländern fort. Am stärksten stieg das reale Bruttoinlandprodukt in Grossbritannien. In den Vereinigten Staaten schwächte sich das Wachstum etwas ab. Höhere Inflationsraten in den Vereinigten Staaten, besonders aber in Grossbritannien, führten im OECD-Raum zu einem leichten Anstieg der durchschnittlichen Teuerungsrate.

Auch in der Schweiz hielt die gute Konjunktur im dritten Quartal an. Dazu trug wie bereits im ersten Halbjahr die Binnen- und die Auslandnachfrage bei. Die Nationalbank straffte ihre geldpolitischen Zügel leicht, so dass die Geldmarktsätze zwischen August und November stiegen.

Die Schweiz und der EG-Binnenmarkt – Chancen und Risiken des Finanzplatzes (S. 319–328)

1992 entsteht der EG-Binnenmarkt – ein wichtiger Teilschritt auf dem Wege zur Europäischen Integration. Da ein Beitritt der Schweiz zur Europäischen Gemeinschaft ausgeschlossen ist, stellt sich für unser Land die Aufgabe, mit der EG als Partner zusammenzuarbeiten. Im Bereich der Währungspolitik kann die Schweiz Bestrebungen zur Stabilisierung der Wechselkurse in Europa unterstützen, ohne Mitglied des Europäischen Währungssystems zu werden. Im Bereich der Finanzmarktaufsicht besteht ein Bedarf nach Veränderung und Europäisierung.

Geldpolitik und Struktur der schweizerischen Zinssätze – eine makroökonomische Erklärung (S. 329–341)

Die vorliegende Arbeit beruht auf einem Modell von Branson, Fraga und Johnson (1985). Es werden die Auswirkungen untersucht, die ein zeitlich begrenzter, vollständig antizipierter monetärer Schock auf die Struktur der Zinssätze ausübt. Geht die Geldnachfrage zurück und wird als Reaktion das Geldangebot graduell verkleinert, so entsteht in diesem theoretischen Modell ein ähnlicher Zeitpfad der Zinssätze, wie er in der Schweiz beobachtet werden konnte, als die neuen Liquiditätsvorschriften der Banken eingeführt wurden.

Das schweizerische Auslandvermögen (S. 342–344)

Die Nationalbank veröffentlicht zum ersten Mal Daten über das schweizerische Auslandvermögen. Die neue Statistik gibt Auskunft über die finanziellen Forderungen (Auslandaktiven) und Verpflichtungen (Auslandpassiven) gegenüber dem Ausland. Sowohl die Auslandaktiven als auch die Auslandpassiven stiegen von Ende 1984 bis Ende 1987 stark an.

Die schweizerischen Direktinvestitionen im Jahre 1987 (S. 348–351)

Die schweizerischen Unternehmen bauten 1987 ihre Direktinvestitionen im Ausland weiter aus. In die Betriebsstätten im Ausland flossen 1987 1,9 Mrd. Franken aus der Schweiz. Der Buchwert des schweizerischen Direktinvestitionsbestandes lag aber vorwiegend infolge des schwächeren US-Dollars mit 55,1 Mrd. etwas tiefer als im Vorjahr. Der Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland nahm um rund 1000 auf 726 000 Personen zu.

Sommaire

Objectif monétaire pour l'année 1989 (p. 267–268)

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, pour l'année 1989, d'augmenter de 2% la monnaie centrale ajustée.

Situation économique et monétaire (p. 295–317)

Au troisième trimestre de 1988, la croissance économique est restée vigoureuse dans la plupart des pays industrialisés. La plus forte expansion du produit intérieur brut réel a été enregistrée au Royaume-Uni. Le rythme de croissance a toutefois faibli légèrement aux Etats-Unis. Le taux annuel moyen de renchérissement des pays de l'OCDE a augmenté quelque peu, la hausse des prix s'étant accélérée aux Etats-Unis et, surtout, au Royaume-Uni.

En Suisse également, la bonne conjoncture a continué au troisième trimestre. Aussi bien la demande intérieure que la demande étrangère y ont contribué, comme au premier semestre. La Banque nationale a resserré légèrement les rênes de sa politique monétaire, de sorte que les rémunérations à court terme ont augmenté entre les mois d'août et de novembre.

La Suisse et le marché unique de la CE – Chances et risques pour la place financière (p. 319–328)

Le marché unique de la CE, qui doit être réalisé en 1992, permettra de franchir une étape importante sur la voie de l'intégration européenne. Si une adhésion de la Suisse à la Communauté européenne est hors de question, il faut que notre pays coopère, en tant que partenaire, avec la CE. Dans le domaine monétaire, la Suisse peut, sans être membre du Système monétaire européen, soutenir les efforts en vue de stabiliser les cours de change en Europe. Sur le plan de la surveillance bancaire, des adaptations et une européanisation sont nécessaires.

Politique monétaire et situation des taux d'intérêt en Suisse: une approche macro- économique (p. 329–341)

A l'aide d'un modèle inspiré de celui de Branson, Fraga et Johnson (1985), cet article cherche à expliquer les effets sur la structure des taux d'intérêt d'un choc monétaire temporaire parfaitement anticipé. En particulier, en cas d'une baisse soudaine de la demande de monnaie suivie d'une contraction graduelle de l'offre monétaire, ce modèle théorique génère, pour les taux d'intérêt à court et à long terme, un profil temporel similaire à celui que l'on a observé en Suisse après l'introduction de la nouvelle réglementation sur la liquidité de caisse des banques.

Les avoirs et engagements extérieurs de la Suisse (p. 345–347)

Pour la première fois, la Banque nationale publie des données sur la position extérieure de la Suisse. La nouvelle statistique renseigne sur les actifs à l'étranger et sur les passifs envers l'étranger. Tant les avoirs que les engagements financiers ont augmenté fortement entre fin 1984 et fin 1987.

Les investissements directs suisses en 1987 (p. 352–355)

En 1987, les entreprises suisses ont exporté 1,9 milliard de francs pour effectuer des investissements directs à l'étranger. La valeur comptable de l'ensemble des investissements directs suisses à l'étranger s'inscrivait à 55,1 milliards de francs à la fin de 1987. En un an, elle a diminué légèrement du fait de la baisse du cours du dollar. Quelque 726 000 personnes travaillaient dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger. L'effectif du personnel a progressé d'environ 1000 unités en 1987.

Sommario

Obiettivo monetario per il 1989 (p. 269–270)

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, in accordo con il Consiglio federale, ha deciso di fissare al 2% l'obiettivo di crescita della base monetaria epurata per il 1989.

Situazione economica e monetaria (p. 273–317)

Nel terzo trimestre 1988 si è confermato l'andamento sostenuto dell'attività economica nei principali paesi industrializzati. L'incremento più elevato del prodotto interno lordo reale è stato registrato in Gran Bretagna. Negli Stati Uniti il ritmo di crescita si è un po' rallentato. Tassi di inflazione più elevati negli Stati Uniti e, in misura ancor maggiore, in Gran Bretagna hanno provocato un leggero aumento del tasso medio di rincaro della zona dell'OCSE.

Anche in Svizzera l'evoluzione congiunturale ha continuato a essere favorevole durante il terzo trimestre. Come nella prima metà dell'anno, la congiuntura è stata sostenuta tanto dalla domanda interna che da quella esterna. La Banca nazionale ha reso la politica monetaria leggermente più restrittiva, provocando un aumento dei tassi di interesse tra agosto e novembre.

La Svizzera e il mercato unico europeo (p. 319–328)

Nel 1992 sorgerà il mercato unico – un importante passo sul cammino dell'integrazione europea. Poiché un'adesione della Svizzera è da escludere, per il nostro paese è necessario definire un rapporto di collaborazione con la Comunità europea. Nell'ambito della politica monetaria, la Svizzera può contribuire allo sforzo di stabilizzazione dei tassi di cambio senza aderire al Sistema monetario europeo. Per quanto riguarda la sorveglianza dei mercati finanziari, si impone un riesame della situazione, anche nella prospettiva di una convergenza con le norme europee.

Politica monetaria e struttura dei tassi d'interesse – un approccio macroeconomico (p. 329–341)

Questo articolo elabora un modello che si ispira a Branson, Fraga e Johnson (1985) e studia gli effetti sulla struttura dei tassi d'interesse di uno choc monetario temporaneo e perfettamente anticipato. In particolare, nel caso di una diminuzione improvvisa della domanda di moneta, seguita da una contrazione graduale dell'offerta, questo modello teorico genera, per i tassi a breve e a lungo termine, un profilo temporale che presenta similitudini con quello osservato in Svizzera dopo l'introduzione delle nuove prescrizioni sulle liquidità bancarie.

Gli averi svizzeri all'estero (p. 342–347)

La Banca nazionale pubblica per la prima volta dei dati sul patrimonio svizzero all'estero. La nuova statistica informa sui crediti e sui debiti nei confronti con l'estero. Entrambi sono aumentati considerevolmente tra la fine del 1984 e la fine del 1987.

Gli investimenti diretti svizzeri nel 1987 (p. 348–355)

Anche durante il 1987 gli imprenditori svizzeri hanno aumentato i loro investimenti diretti all'estero. Negli stabilimenti all'estero sono confluiti dalla Svizzera nel 1987 1,9 miliardi di franchi. Con 55,1 miliardi, il valore contabile dello stock degli investimenti diretti svizzeri è tuttavia risultato leggermente inferiore a quello dell'anno precedente, in conseguenza principalmente del deprezzamento del dollaro americano. Il numero degli effettivi attivi nelle aziende all'estero, aumentando all'incirca di 1000 unità, si è stabilito a 726 000.

Abstracts

Money supply target for 1989 (pp. 271–272)

The Governing Board of the Swiss National Bank has decided, in agreement with the Federal Government, to set the money supply target for the adjusted monetary base at 2% in 1989.

Economic and monetary developments (pp. 273–317)

In the third quarter of 1988 the vigorous economic expansion continued in most industrialised countries. Britain exhibited the strongest rise in real gross domestic product. In the United States growth slowed down to some extent. Higher inflation rates in the United States, and more especially in the United Kingdom, caused the average rate of price increases to accelerate slightly in the OECD countries.

Switzerland, too, continued to enjoy lively economic activity in the third quarter. As in the first half-year, both domestic and foreign demand contributed to this gratifying development. The Swiss National Bank tightened the monetary reins slightly, thereby triggering a rise in money market rates between August and November.

Switzerland and the EC single European market – opportunities and risks for the financial centre (pp. 319–328)

In 1992 the EC single market will come into being – this will be an important step forward on the road to European integration. Since there is no chance of Switzerland joining the European Economic Community, our country will face the task of cooperating with the EC as a partner. In the domain of monetary policy Switzerland can participate in any efforts to stabilise exchange rates in Europe without being a member of the European Monetary System. There is a need for adjustment and Europeanisation in the supervision of the financial markets.

Monetary policy and the structure of Swiss interest rates – a macro-economic explanation (pp. 329–341)

This study is based on a model developed by Branson, Fraga and Johnson (1985). It examines the effects which a fully anticipated monetary shock of limited duration has on interest rates. If demand for money shrinks and if, as a consequence, the supply of money is diminished gradually, this theoretical model will exhibit a time path of interest rates not unlike that observed in Switzerland after the introduction of the new liquidity requirements applying to banks.

Switzerland's external assets (pp. 342–347)

For the first time the Swiss National Bank is publishing data on Switzerland's assets abroad. The new statistics provide information on financial claims (external assets) and commitments (external liabilities) vis-à-vis other countries. Between the end of 1984 and the end of 1987 both external assets and external liabilities increased markedly.

Swiss direct investments abroad in 1987 (pp. 348–355)

In 1987 Swiss enterprises further increased their direct foreign investments, with Sfr 1.9 billion flowing into business establishments abroad. Nevertheless, at Sfr 55.1 billion, the book value of Switzerland's total direct investments fell somewhat short of the previous year's figure, mainly as a result of the weaker US dollar. The number of staff in business establishments abroad rose by approximately 1000 up to 726000 persons.

Die Geldpolitik im Jahre 1989

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat beschlossen, das Wachstumsziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge für 1989 auf 2% festzulegen. Die Nationalbank bestätigt mit diesem Ziel ihre mittelfristig auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik. Als Berechnungsgrundlage für das Geldmengenwachstum dient das im Durchschnitt des vierten Quartals 1988 erreichte Niveau der bereinigten Notenbankgeldmenge. Während bei der Bereinigung bisher die Ultimospitzen der Notenbankgeldmenge beseitigt wurden, wird neu eine saisonale Bereinigung vorgenommen. Das Wachstumsziel für 1989 beruht auf diesen Werten.

Im Jahre 1988 senkte die Nationalbank die bereinigte Notenbankgeldmenge gegenüber dem Vorjahr um etwa 3,8%, so dass das Geldmengenziel von 3% stark unterschritten wurde. Diese Zielabweichung entspringt den auf den 1. Januar 1988 in Kraft getretenen neuen Liquiditätsvorschriften und der Einführung des Interbank-Zahlungssystems SIC. Diese Neuerungen führten zu einem massiven Rückgang der Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank, der im Jahresdurchschnitt 1988 über 30% betrug. Im Dezember 1988 lagen die Giro Guthaben sogar um rund 57% unter dem Vorjahresstand. Eine Verringerung der Giro Guthaben in einem Ausmass, wie es für das Jahr 1988 verzeichnet wurde, war von der Nationalbank nicht erwartet worden. Allerdings hatte die Nationalbank schon Ende 1987 auf die Schwierigkeit hingewiesen, den Rückgang der Giro Guthaben zuverlässig zu prognostizieren.

Demgegenüber lag der Zuwachs des Notenumlaufs mit etwas 4% über den Voraussagen, auf denen das Geldmengenziel für 1988 beruhte. Der Grund für diese Entwicklung lag nicht zuletzt in der überaus günstigen konjunkturellen Verfassung der schweizerischen Wirtschaft. Die Nationalbank rechnete Ende 1987 mit einer Abflachung des Realwachstums auf 1%. Dennoch erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt, das im Jahre 1988 um ungefähr 3% stieg, etwas

stärker als im Vorjahr. Die am Index der Konsumentenpreise gemessene Teuerungsrate entsprach mit 2% den Ende 1987 aufgestellten Prognosen.

Der starke Rückgang der bereinigten Notenbankgeldmenge bedeutet nicht, dass die schweizerische Geldpolitik im Jahre 1988 entsprechend restriktiv war. Die beiden Neuerungen am schweizerischen Finanzmarkt verfälschten nämlich die geldpolitische Aussagekraft dieser Zielgrösse. Der vorübergehende Rückgang der schweizerischen Geldmarktsätze Anfang 1988 deutet vielmehr darauf hin, dass die Nationalbank in der ersten Jahreshälfte eine weniger restriktive Geldpolitik führte, als sie ursprünglich angestrebt hatte. Sie baute die Giro Guthaben mit grosser Vorsicht ab, da sie weder die erwartete Konjunkturabflachung, noch die damals ausgeprägte Aufwertungstendenz des Schweizerfrankens am Devisenmarkt verstärken wollte. Die ursprünglich erwartete Abschwächung des Realwachstums trat jedoch nicht ein. Vielmehr mehrten sich im Sommer 1988 die konjunkturellen Überhitzungserscheinungen, welche die Nationalbank veranlassten, ihre geldpolitischen Zügel zu straffen und auf einen Kurs einzuschwenken, der grundsätzlich dem Ziel von 3% entsprach.

Für 1989 wird allgemein mit einer weiterhin günstigen Konjunkturlage in der Schweiz gerechnet. Das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts dürfte nur geringfügig auf 2% sinken und die Teuerungsrate Anfang 1989 noch bei ungefähr 2% verharren. Allerdings ist die Möglichkeit nicht auszuschliessen, dass die Teuerung – angesichts des Mangels an Arbeitskräften und der hohen Kapazitätsauslastung der Industrie – im Laufe des Jahres 1989 auf 3% steigen wird. Eine Straffung der schweizerischen Geldpolitik drängt sich daher auf.

Die prognostizierte Zunahme des realen Bruttoinlandprodukts und des Preisniveaus dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld im Verlauf von 1989 um etwa 4% steigen lassen. Bei einer Ausdehnung des Geldangebots um 2% ist ein

weiterer Zinsanstieg in der Schweiz nicht auszuschliessen. Die Nationalbank ist jedoch ohne eine Drosselung des Geldmengenwachstums nicht imstande, einem Teuerungsanstieg in der Schweiz entgegenzuwirken, geschweige denn, das Preisniveau zu stabilisieren. Allerdings wird sie die Geldpolitik vorsichtig straffen. Insbesondere wird sie auf Änderungen des Liquiditätsverhaltens der Banken Rücksicht nehmen müssen. Die Banken haben zwar ihre Giroguthaben an die neuen Liquiditätsvorschriften und an SIC weitgehend angepasst. Dennoch bestehen nach wie vor Unsicherheiten über das Niveau der Giroguthaben, das für eine reibungslose Abwicklung des schweizerischen Zahlungsverkehrs erforderlich ist. Daher behält sich das Direktorium vor, vom Ziel von 2% abzuweichen, falls dies als angezeigt erscheinen sollte.

Im Unterschied zur bisherigen Praxis wird das Ziel für 1989 als Zuwachs der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Durchschnittswert des vierten Quartals 1988 ausgedrückt. Das Ziel entspricht somit dem arithmetischen Mittel aus den zwölf monatlichen Zuwachsraten gegenüber dem vierten Quartal 1988. Die monatlichen Zuwachsraten werden dabei auf das Jahr hochgerechnet. Für die Hochrechnung wird angenommen, dass sich der Durchschnittswert der bereinigten Notenbankgeldmenge für das vierte Quartal 1988 auf die Quartalsmitte, d.h. auf November 1988 bezieht. Beispielsweise entspricht die auf das Jahr hochgerechnete Wachstumsrate für Januar 1989, die sich gemäss dieser Annahme auf zwei Monate erstreckt, der prozentualen Zunahme gegenüber dem vierten Quartal 1988, multipliziert mit sechs.

Ebenfalls im Unterschied zur bisherigen Praxis wird sich das Ziel inskünftig auf saisonbereinigte Zahlen für die Notenbankgeldmenge stützen. Die neue saisonbereinigte Reihe und die Saisonfaktoren werden im Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank publiziert. Die Saisonfaktoren weisen ein Zweijahresmuster auf, weil die Saisonspitze des Notenumlaufs, die am Jahresultimo regelmässig auftritt, am Ende von geraden Jahren höher ist als am Ende von ungeraden. Dies erklärt sich aus der Tatsache, dass auf Bundesebene und in verschiedenen Kantonen die Einkommens- und Vermögenssteuern nur

alle zwei Jahre veranlagt werden. Als Veranlagungstermin für die Vermögenssteuern gilt dabei der 31. Dezember von geraden Jahren. Daher wandeln viele Anleger am Ende von geraden Jahren zinstragende Aktiven vorübergehend in Notizen um. Wir möchten betonen, dass die Saisonbereinigung der Notenbankgeldmenge ein Experiment darstellt. Über das Saisonmuster der Giroguthaben bestehen nämlich noch beträchtliche Unsicherheiten.

Möglicherweise wird sich die bereinigte Notenbankgeldmenge auch im Jahre 1989 noch nicht als völlig zuverlässiger geldpolitischer Indikator erweisen. Dennoch sieht die Nationalbank keinen Anlass, ein anderes Geldmengenaggregat als Zielgrösse zu wählen. Als alternative Zielgrösse käme am ehesten die Geldmenge M_1 in Frage. Bis Ende 1987 bestand nämlich eine enge Korrelation zwischen der bereinigten Notenbankgeldmenge und der Geldmenge M_1 . Die neuen Liquiditätsvorschriften haben jedoch auch die geldpolitische Aussagekraft von M_1 vorübergehend beeinträchtigt. Sie bewirkten Anfang 1988 einen einmaligen, starken Anstieg von M_1 . Unter dem alten Liquiditätsregime waren die Grosskunden der Banken bestrebt, über das Monatsende Sichteinlagen für einige Tage in Termineinlagen umzuwandeln, um von den hohen Ultimozinsen zu profitieren. Da die Geldmenge M_1 aufgrund von Monatsendzahlen berechnet wird, wies die Nationalbankstatistik die Werte dieses Aggregats bis Ende 1987 zu tief aus. Weitere Verschiebungen der Geldmenge M_1 sind nicht auszuschliessen. Da der Tagesgeldsatz seit der Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften im Monatsverlauf nicht mehr stark schwankt, dürfte bei den Banken die Tendenz zunehmen, zumindest einen Teil ihrer Sichteinlagen marktgerecht zu verzinsen. Dies könnte zu einem weiteren Anstieg von M_1 führen. Weitere Gründe, die gegen M_1 als Zielgrösse sprechen, wurden zu einem früheren Zeitpunkt dargestellt (vgl. Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Dezember 1986, S. 208).

La politique monétaire en 1989

La Direction générale de la Banque nationale suisse a fixé, en accord avec le Conseil fédéral, son objectif monétaire pour l'année 1989. En choisissant une croissance de 2% de la monnaie centrale ajustée, la Banque nationale confirme qu'elle entend poursuivre sa politique axée à moyen terme sur la stabilité des prix. La croissance de l'agrégat monétaire part du volume moyen que la monnaie centrale ajustée a atteint au quatrième trimestre de 1988. La monnaie centrale était ajustée jusque-là pour éliminer les pointes enregistrées lors des échéances mensuelles. Dorénavant, l'ajustement consistera à corriger l'agrégat des variations saisonnières. L'objectif pour 1989 repose donc sur des données corrigées des variations saisonnières.

En 1988, la monnaie centrale ajustée a diminué d'environ 3,8% par rapport à l'année précédente. Son évolution est ainsi restée bien au-dessous de l'objectif de 3% que s'était fixé la Banque nationale. L'écart est dû à la mise en vigueur, le 1er janvier 1988, des nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités bancaires et à l'introduction du système de paiements interbancaires SIC. Ces innovations ont entraîné une réduction massive des avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale. Ceux-ci ont en effet reculé de plus de 30% en moyenne annuelle; au mois de décembre 1988, ils étaient même inférieurs d'environ 57% au niveau observé un an auparavant. La Banque nationale ne s'attendait pas à une diminution d'une telle ampleur. Elle avait toutefois signalé, à la fin de 1987, combien il était difficile d'établir des prévisions fiables pour l'évolution des avoirs en comptes de virements.

Quant aux billets en circulation, ils ont augmenté de quelque 4%, soit à un rythme supérieur aux prévisions sur lesquelles reposait l'objectif monétaire pour 1988. Leur forte expansion s'explique notamment par la conjoncture extrêmement favorable qui caractérise l'économie suisse. A la fin de 1987, la Banque nationale s'attendait à un ralentissement de la croissance économique réelle à 1%. En fait, le produit intérieur brut réel a

progressé probablement de 3% en 1988, atteignant ainsi un rythme légèrement supérieur à celui de l'année précédente. Le renchérissement, mesuré à l'indice des prix à la consommation, a correspondu en revanche au taux de 2% qui avait été prévu à la fin de 1987.

Le fort recul de la monnaie centrale ajustée ne signifie pas que la politique monétaire suisse a été aussi restrictive que ces chiffres ne le laissent paraître. Les deux innovations qui ont marqué le marché monétaire suisse ont en effet faussé la portée de cet agrégat en tant qu'indicateur de la politique monétaire. Le repli, au début de 1988, des rémunérations à court terme en Suisse montre que la Banque nationale a mené, au premier semestre, une politique moins restrictive que celle qu'elle avait envisagée initialement. Elle a réduit très prudemment les avoirs en comptes de virements, car elle ne voulait accentuer ni l'affaiblissement attendu de la conjoncture ni la tendance à la hausse, alors marquée, du franc sur les marchés des changes. Au lieu du ralentissement prévu, des signes de surchauffe se sont multipliés en été, de sorte que la Banque nationale a été amenée à resserrer les rênes de sa politique pour donner à celle-ci un cours correspondant en principe à l'objectif de 3%.

On s'attend généralement à ce que la conjoncture économique reste bonne, en Suisse, durant l'année 1989. La croissance du produit intérieur brut réel devrait fléchir légèrement, pour s'inscrire à 2%, et le taux de renchérissement se maintiendra probablement autour de 2% au début de l'année. Etant donné la pénurie de main-d'œuvre et le taux élevé d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, la hausse des prix pourrait s'accélérer pour atteindre 3% au cours de l'année 1989. Aussi un resserrement de la politique monétaire suisse s'impose-t-il.

Compte tenu de l'évolution prévue du produit intérieur brut réel et du niveau des prix, la demande de monnaie centrale devrait s'accroître de quelque 4% au cours de 1989. Si l'offre de monnaie augmente de 2%, une nouvelle hausse

des taux d'intérêt ne peut être exclue en Suisse. Sans un ralentissement de la progression de la masse monétaire, la Banque nationale ne sera pas en mesure de lutter contre l'accélération du renchérissement en Suisse et, à plus forte raison, de stabiliser le niveau des prix. Cependant, elle resserrera prudemment sa politique monétaire. Elle devra en particulier tenir compte des modifications dans le comportement des banques en matière de liquidités. Les banques ont déjà largement adapté leurs avoirs en comptes de virements aux nouvelles prescriptions sur les liquidités et au SIC. Mais une incertitude règne encore au sujet du volume des avoirs en comptes de virements qui est nécessaire pour assurer le bon déroulement du trafic des paiements en Suisse. C'est pourquoi la Direction générale se réserve de s'écarter de l'objectif de 2%, si cela devait paraître opportun.

Contrairement à la méthode appliquée jusque-là, l'objectif pour l'année 1989 est défini en termes de croissance de la monnaie centrale ajustée par rapport à la valeur moyenne de celle-ci au quatrième trimestre de 1988. Il correspond ainsi à la moyenne arithmétique des douze taux de variation qui seront calculés chaque mois par rapport au quatrième trimestre de 1988. Ces taux seront annualisés. Pour cette opération, on admet que la valeur moyenne de la monnaie centrale ajustée pour le quatrième trimestre de 1988 se rapporte au mois de novembre de la même année. Ainsi, le taux annualisé de croissance pour janvier 1989 sera obtenu en multipliant par six la variation en pour-cent entre ce mois et le quatrième trimestre de 1988, puisque deux mois se seront écoulés, conformément à l'hypothèse ci-dessus.

Contrairement aussi à la méthode suivie jusque-là pour l'objectif monétaire, les données afférentes à la monnaie centrale seront corrigées des variations saisonnières. Ces données et les coefficients saisonniers seront publiés dans le Bulletin mensuel de la Banque nationale suisse. Les influences saisonnières présentent un cycle bisannuel, car la pointe saisonnière qui est enregistrée régulièrement à fin décembre est plus forte les années paires que les années impaires. Cette particularité est due au fait que la Confédération et plusieurs cantons appliquent, pour les

impôts sur le revenu et la fortune, un système de taxation bisannuelle; pour les impôts sur la fortune, la déclaration est faite au 31 décembre des années paires. C'est pourquoi de nombreux investisseurs convertissent temporairement en billets de banque, à la fin des années paires, des actifs productifs d'intérêts. Nous désirons souligner que, pour ce qui a trait à la monnaie centrale, le passage à des données corrigées des variations saisonnières est un essai. De fortes incertitudes existent encore au sujet des influences saisonnières qui s'exercent sur les avoirs en comptes de virements.

En 1989 également, la monnaie centrale ajustée ne sera peut-être pas un indicateur parfaitement fiable de la politique monétaire. Néanmoins, la Banque nationale ne voit aucune raison de choisir un autre agrégat monétaire pour fixer son objectif. La masse monétaire M_1 offrirait sans doute la meilleure solution de rechange. En effet, une corrélation étroite a pu être observée, jusqu'à la fin de l'année 1987, entre la monnaie centrale ajustée et M_1 . La portée de M_1 en tant qu'indicateur de la politique monétaire a été réduite elle aussi temporairement par les nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités bancaires. Ces dispositions ont provoqué, au début de 1988, un saut de M_1 . Sous les anciennes prescriptions, les gros clients des banques s'efforçaient, en fin de mois, de convertir passagèrement leurs dépôts à vue en dépôts à terme pour bénéficier des rémunérations élevées qui étaient servies lors des échéances mensuelles. Comme la masse monétaire M_1 est calculée sur la base des chiffres de fin de mois, la statistique de la Banque nationale sous-évaluait cet agrégat jusqu'à la fin de 1987. D'autres sauts de M_1 ne sont pas à exclure. Le taux de l'argent au jour de jour ne fluctuant plus aussi fortement qu'auparavant au cours du mois – une conséquence des nouvelles prescriptions sur les liquidités –, les banques pourraient être de plus en plus incitées à rémunérer au taux du marché une partie au moins des dépôts à vue. Cela pourrait engendrer une nouvelle augmentation de M_1 . D'autres motifs de ne pas choisir cet agrégat comme cible de la politique monétaire ont été exposés dans un précédent numéro de Monnaie et conjoncture (voir bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, no 4, décembre 1986, pages 211 et 212).

La politica monetaria nel 1989

La Direzione generale della Banca nazionale, d'intesa con il Consiglio federale, ha deciso di fissare al 2% l'obiettivo di crescita della base monetaria epurata per il 1989. Con questo obiettivo, la Banca nazionale conferma l'orientamento della propria politica di stabilità dei prezzi a medio termine. Quale base di calcolo per la crescita della base monetaria epurata è stato scelto il suo valore medio del quarto trimestre 1988.

Finora la base monetaria veniva epurata dalle punte di rifinanziamento di fine mese. A partire dal 1989, si procederà invece a una nuova correzione dell'aggregato mirante a eliminare le variazioni stagionali. L'obiettivo di crescita si riferisce a questi valori corretti.

Nel 1988, la Banca nazionale ha ridotto la base monetaria epurata all'incirca del 3,8% nei confronti dell'anno precedente. La crescita effettiva della base monetaria si è così situata notevolmente al di sotto dell'obiettivo di crescita del 3%. Questo scostamento dall'obiettivo è una conseguenza dell'entrata in vigore, il 1° gennaio 1988, delle nuove prescrizioni sulle liquidità bancarie e dell'introduzione del sistema di pagamenti interbancari SIC. Queste innovazioni hanno condotto a una massiccia riduzione degli averi in conto giro delle banche presso la Banca nazionale. In media annuale tale diminuzione è stata di oltre il 30% nel 1988. Nel dicembre 1988, gli averi in conto giro sono addirittura risultati inferiori di circa il 57% al livello raggiunto un anno prima. La Banca nazionale non si aspettava una riduzione di tale entità. Tuttavia, già alla fine del 1987, aveva richiamato l'attenzione sulla difficoltà di pronosticare in modo attendibile la contrazione delle disponibilità in conto giro.

D'altra parte, l'incremento delle banconote in circolazione, di circa il 4%, ha ecceduto le previsioni sulle quali si fondava l'obiettivo monetario per il 1988. Il motivo di questo sviluppo risiede soprattutto nell'evoluzione congiunturale particolarmente favorevole. Alla fine del 1987, la Banca nazionale si aspettava una decelerazione all'1% circa della crescita reale. Invece, nel 1988, l'aumento del prodotto interno lordo reale dovrebbe

situarsi al 3% circa, in leggera accelerazione rispetto all'anno precedente. L'inflazione, misurata secondo l'indice dei prezzi al consumo, è stata del 2%, confermando le previsioni formulate alla fine del 1987.

La forte diminuzione della base monetaria epurata non significa che la politica monetaria nel 1988 sia stata altrettanto restrittiva. Le innovazioni sul mercato finanziario svizzero hanno reso questo aggregato un indicatore meno attendibile della politica monetaria. La diminuzione transitoria dei tassi sul mercato monetario all'inizio del 1988 indica infatti che la Banca nazionale ha condotto nella prima metà dell'anno una politica monetaria meno restrittiva di quanto si fosse prefissa. Ha ridotto gli averi in conto giro con estrema cautela, non volendo accentuare né l'atteso rallentamento congiunturale né l'allora marcata tendenza all'apprezzamento del franco svizzero sul mercato dei cambi. La contrazione della crescita economica non si è tuttavia realizzata. Al contrario, durante l'estate, i segni di surriscaldamento congiunturale si sono accentuati, inducendo la Banca nazionale a frenare l'espansione monetaria e a imboccare un orientamento che fondamentalmente corrispondesse all'obiettivo del 3%.

Per il 1989 si prevede il protrarsi della situazione congiunturale favorevole in Svizzera. La crescita reale del prodotto interno lordo dovrebbe solo leggermente rallentare e stabilirsi al 2%. Il tasso di rincaro dovrebbe mantenersi a circa il 2% all'inizio del 1989. La possibilità che l'inflazione salga al 3% nel 1989 non è tuttavia da escludere, in considerazione della penuria di manodopera e dell'elevato grado di utilizzazione delle capacità produttive. Per questo motivo, un irrigidimento della politica monetaria svizzera si impone.

La crescita prevista del prodotto interno lordo reale e l'evoluzione dei prezzi dovrebbe aumentare la domanda di base monetaria di circa il 4% nel 1988. Con un'espansione del 2% dell'offerta di moneta, un ulteriore aumento dei tassi d'interesse svizzeri non è da escludere. Senza un contenimento della crescita monetaria, la Banca

nazionale non è in condizione di contrastare un aumento del rincaro in Svizzera, e di stabilizzare così il livello dei prezzi. Comunque, l'irrigidimento della politica monetaria dovrà essere operato con cautela. In particolare, la Banca nazionale dovrà tenere in considerazione le modificazioni nel comportamento delle banche in materia di liquidità. Le banche hanno già ampiamente adattato alle nuove prescrizioni sulle liquidità e al SIC i loro averi in conto giro. Continuano tuttavia a sussistere incertitudini sul livello delle disponibilità in conto giro necessario a uno svolgimento senza attrito delle operazioni di pagamento in Svizzera. Di conseguenza, la Direzione generale si riserva di deviare dall'obiettivo del 2% se ciò dovesse apparire opportuno.

A differenza della prassi finora seguita, l'obiettivo per il 1989 sarà calcolato come l'incremento della base monetaria epurata per rapporto al valore medio del quarto trimestre 1988. L'obiettivo corrisponde dunque alla media aritmetica dei dodici aumenti mensili per rapporto al quarto trimestre 1988. I tassi d'incremento mensili saranno inoltre annualizzati. Per l'annualizzazione si suppone che il valore medio della base monetaria epurata al quarto trimestre 1988 si riferisca a novembre dello stesso anno. Così ad esempio, il tasso di crescita annualizzato di gennaio 1989, che secondo questa ipotesi abbraccia un periodo di due mesi, corrisponde all'incremento percentuale per rapporto al quarto trimestre 1988, moltiplicato per sei.

Parimenti, a differenza della prassi finora osservata, l'obiettivo si baserà su dati della base monetaria corretti dalle variazioni stagionali. La nuova serie stagionalizzata e i relativi coefficienti stagionali saranno pubblicati nel Bollettino mensile della Banca nazionale. I coefficienti stagionali presentano un profilo biennale: i massimi stagionali della circolazione di banconote, che si producono regolarmente alla scadenza annuale, sono superiori alla fine degli anni pari che alla fine di quelli dispari. Ciò si spiega per il fatto che in ambito federale e in vari Cantoni, le imposte sul reddito e sulla costanza vengono computate solo ogni due anni. La sostanza è imposta al suo valore al 31 dicembre degli anni pari. Quindi, molti investitori convertono provvisoriamente alla fine degli anni pari i loro attivi fruttiferi in banco-

note. Desideriamo sottolineare che la destagionalizzazione della base monetaria è un esperimento, esistendo ancora notevoli incertezze sul profilo temporale degli averi in conto giro.

Probabilmente, nel 1989, la base monetaria epurata non sarà ancora un indicatore completamente attendibile di politica monetaria. Tuttavia, la Banca nazionale non vede motivi di scegliere un altro aggregato monetario quale variabile-obiettivo. Come alternativa, la massa monetaria M_1 sarebbe presa in considerazione prioritariamente. Infatti, fino alla fine del 1987, esisteva una stretta correlazione tra la base monetaria epurata e la massa monetaria M_1 . Le nuove prescrizioni sulle liquidità hanno tuttavia peggiorato transitoriamente anche la qualità di indicatore di M_1 , causando, all'inizio del 1988, un suo aumento straordinario. Con il precedente regime delle liquidità, alla scadenza mensile, i grossi clienti delle banche trasformavano per alcuni giorni i loro depositi a vista in depositi a termine, per poter trarre vantaggio dagli alti tassi d'interesse serviti. Poiché la massa monetaria M_1 è calcolata sulla base dei dati di fine mese, la relativa statistica della Banca nazionale registra valori troppo bassi fino alla fine del 1987. Altri dislocamenti della massa monetaria M_1 non sono da escludere. Poiché in seguito all'introduzione delle nuove prescrizioni sulle liquidità il tasso per i prestiti giorno per giorno, sulla base dell'andamento mensile, non fluttua più marcatamente, le banche dovrebbero progressivamente tendere a remunerare i loro depositi a vista con tassi conformi al mercato. Ciò potrebbe condurre a un ulteriore aumento di M_1 . Altri motivi che si oppongono all'adozione di M_1 quale obiettivo sono già stati eposti in precedenza (cfr. Geld, Währung und Konjunktur, Bollettino trimestrale della Banca nazionale svizzera, dicembre 1986, p. 208).

Monetary policy in 1989

In agreement with the Federal Government, the Governing Board of the Swiss National Bank has decided to set the growth target for the adjusted monetary base at 2% for 1989. This target testifies to the Swiss National Bank's intention to achieve a stable price level in the medium term. The expansion of the money supply is calculated on the basis of the average level of the adjusted monetary base attained in the fourth quarter of 1988. While in the past the adjustment of the monetary base eliminated the end-of-month peaks in that aggregate, in future seasonal adjustment is to be introduced. The growth target for 1989 rests on seasonally adjusted values of the monetary base.

In 1988 the Swiss National Bank lowered the adjusted monetary base by an estimated 3.8% from the previous year's level; consequently the money supply fell considerably short of the 3% target. This divergence is attributable to the new liquidity requirements, which entered into force on 1 January 1988, and to the introduction of the interbank payment system SIC. These innovations led to a massive decline in banks' sight deposits at the Swiss National Bank amounting to an annual average of more than 30% in 1988.

In December 1988 sight deposits fell short of the previous year's level by as much as around 57%. A diminution of sight deposits to the extent recorded in 1988 had not been expected by the Swiss National Bank. Nevertheless, the Swiss National Bank had already pointed out at the end of 1987 how difficult it was to predict the decline in sight deposits with any degree of accuracy.

By contrast, the increase in note circulation of approximately 4% exceeded the estimates on which the money supply target for 1988 had been based. This development was due in no small measure to the extremely favourable state of the Swiss economy. At the end of 1987 the Swiss National Bank fully expected a slowdown in the rate of real growth to 1%. Yet real gross domestic product is likely to have increased by 3% in 1988, a slightly higher growth rate than in

the previous year. At 2%, the rate of inflation as measured by the consumer price index was in keeping with the forecasts made at the end of 1987.

The marked decline in the adjusted monetary base does not imply that a correspondingly restrictive monetary policy was implemented in Switzerland in 1988. In fact, the two innovations in the Swiss financial market impaired the quality of this target variable as a policy indicator. The temporary decline of Swiss money market rates at the beginning of 1988 actually indicates that the Swiss National Bank pursued a less restrictive monetary policy in the first half of the year than originally planned. It reduced sight deposits very cautiously since it did not wish to exacerbate the expected slackening of economic activity nor add fuel to the then pronounced firming of the Swiss franc in the foreign exchange market. There was, however, no slowdown in real growth as originally anticipated. On the contrary, in the summer of 1988 the symptoms of an overheating economy increased, inducing the Swiss National Bank to tighten the monetary reins and embark on a course which was basically in keeping with the 3% target.

On the whole, the favourable economic situation is expected to continue in Switzerland in 1989. The growth rate of real gross domestic product will probably decline only negligibly to 2%, while the inflation rate at the start of 1989 should remain at around 2%. However, it cannot be ruled out that, given the shortage of labour and the high degree of capacity utilization in industry, inflation will rise to 3% during 1989. A tightening of Swiss monetary policy is therefore inevitable.

The increase in real gross domestic product and the higher price level forecast are likely to boost demand for base money by approximately 4% in the course of 1989. Thus, if the money supply is allowed to expand by 2%, this may well lead to a further rise in interest rates in Switzerland. However, the Swiss National Bank has no possibility of counteracting a rise in inflation in Switzerland,

much less of stabilizing the price level, without curbing the growth of the money supply. It will, however, tighten monetary policy with great caution. In particular, it will have to take into account the changed behaviour of the banks with respect to liquidity. True, the banks have, for the most part, reduced their sight deposits in keeping with the new liquidity requirements and SIC. Yet some uncertainty still exists with regard to the level of sight deposits necessary for the smooth processing of transactions in the new interbank payments system. The Governing Board therefore reserves the right to deviate from the 2% target if circumstances warrant this.

In contrast to past practice, the target for 1989 is expressed as the increase of the adjusted monetary base over the average level of the fourth quarter of 1988. The target thus corresponds to the arithmetical average of the twelve monthly growth rates compared with the fourth quarter of 1988. The monthly growth rates are annualized for the calculation. For this purpose the average level of the adjusted monetary base for the fourth quarter of 1988 is centred on November 1988. For example, the annualized growth rate for January 1989, which applies to two months on the basis of this procedure, corresponds to the percentage increase as compared with the fourth quarter of 1988, multiplied by six.

Again in contrast to past practice, the target will in future be based on seasonally adjusted data for the monetary base. The new seasonally adjusted series and the seasonal factors are published in the "Monatsbericht" (a monthly report available in German and French) of the Swiss National Bank. The seasonal factors exhibit a biennial pattern because the seasonal peak in note circulation recurring regularly during end-of-year settlement is higher at the end of even years than at the end of uneven ones. This is due to the fact that both at federal level and in a number of cantons income and wealth tax are only assessed every two years. The date of assessment for wealth tax is the 31st December of even years. For this reason, numerous investors temporarily convert interest-bearing assets into notes at the end of even years. We wish to emphasize that the seasonal adjustment of the monetary base is in the nature of an experiment

since considerable uncertainty still attaches to the seasonal pattern of sight deposits.

It is quite possible that even in 1989 the adjusted monetary base will not yet prove to be a fully reliable monetary indicator. Nevertheless, the Swiss National Bank sees no reason to adopt another money supply aggregate as the monetary target. The most likely alternative would be the money supply M_1 since until the end of 1987 a close correlation existed between the adjusted monetary base and this money supply aggregate. The new liquidity requirements have, however, also temporarily distorted the significance of M_1 . Early in 1988 they caused an unprecedented marked expansion of M_1 . Under the old liquidity requirements the banks' major customers frequently converted sight deposits into time deposits for a few days at the end of the month in order to benefit from the high overnight lending rates normally recorded at this moment. As the money supply M_1 is calculated on the basis of end-of-month figures, the statistics published by the Swiss National Bank on the size of this aggregate until the end of 1987 fell short of the true level. Further adjustments in the money supply M_1 cannot be ruled out. After the introduction of the new liquidity requirements, the overnight lending rate ceased to fluctuate significantly in the course of the month; accordingly, the tendency among banks to pay market-related interest rates on at least part of their sight deposits is likely to increase. This could well cause a further expansion of the money supply M_1 . Some other factors which make M_1 a less than suitable target have been described in a previous publication (cf. "Geld, Währung und Konjunktur", Quarterly Bulletin of the Swiss National Bank, December 1986, p. 208 – in German and French only).

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 16. Dezember 1988*

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

Konjunkturentwicklung

Ein Jahr nach dem Börsenkrach von 1987 befand sich die Weltwirtschaft in einer weit besseren Verfassung, als damals von allen Konjunkturauguren vorausgesagt worden war. Nach den neusten Prognosen der OECD dürfte das reale Wirtschaftswachstum im Jahre 1988 für das Total der OECD-Länder 4% erreichen. Die Wachstumsunterschiede zwischen den verschiedenen Ländern waren auch im dritten Quartal geringer als in den früheren Jahren. In den Vereinigten Staaten schwächte sich das Wachstum leicht ab, während sich in Europa der starke Konjunkturauftrieb der beiden ersten Quartale bestätigte.

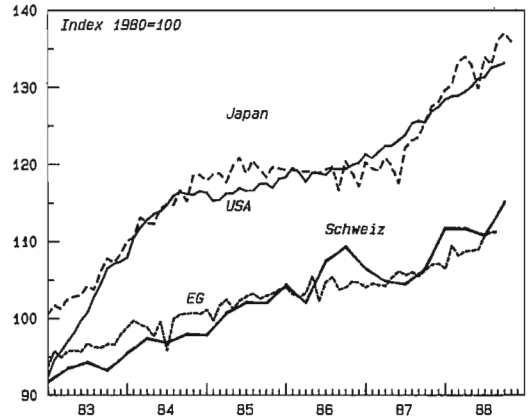
Alle Nachfragekomponenten trugen zur guten konjunkturellen Lage bei, insbesondere aber die Anlage- und Ausrüstungsinvestitionen des privaten Sektors. Die Auslastung der Kapazitäten erreichte in den meisten Ländern die Spitzenwerte früherer Konjunkturzyklen.

Das starke Wachstum war begleitet von einem nur noch langsamen Abbau der Ertragsbilanzungleichgewichte zwischen den Vereinigten Staaten und Japan. Die Gesamtposition Europas blieb unverändert, wobei innerhalb Europas einem stark zunehmenden Defizit Grossbritanniens entsprechend wachsende Überschüsse vor allem der Bundesrepublik Deutschland gegenüberstanden.

Trotz der regen Nachfrage und der hohen Auslastung der Kapazitäten erhöhte sich die Teuerung

* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1988 bekannt wurden.

Grafik 1: Industrielle Produktion



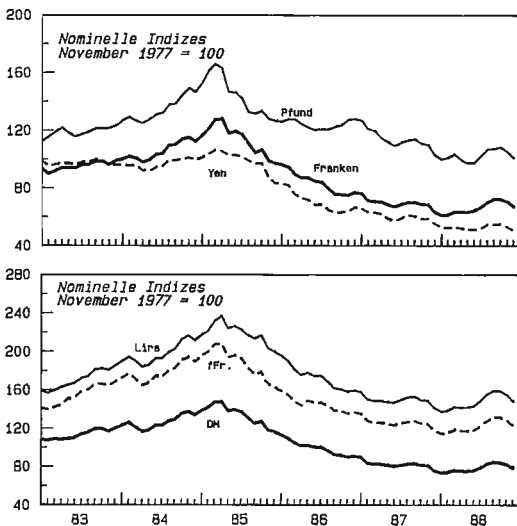
Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

im OECD-Raum nur geringfügig. Gemessen am Konsumentenpreisindex lag sie im August 1988 um 3,9% über dem Vorjahresstand. Im ersten Halbjahr hatte sie sich noch um 3,5% bewegt. Ein wesentlicher Grund für die nur mässige Teuerungsbeschleunigung war der Zerfall der Erdölpreise. Sie fielen wegen Meinungsverschiedenheiten im OPEC-Kartell bis Mitte Oktober auf den tiefsten Stand seit zweieinhalb Jahren. Die Verknappung am Arbeitsmarkt führte bisher nur in Grossbritannien zu deutlich höheren Arbeitskosten. Ein Anhalten des hohen Wachstumstempes würde aber auch in den anderen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten, die Gefahr einer Überhitzung, verbunden mit raschen Lohn- und Preissteigerungen, mit sich bringen.

Wirtschaftspolitik

Seit Frühjahr 1988 wurde die Geldpolitik in den meisten Industrieländern in unterschiedlichem Mass restriktiver gehandhabt. In den Vereinigten Staaten straffte das Federal Reserve Board die

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Geldpolitik sukzessive bis zur Diskontsatzserhöhung im August und blieb sie bis Anfang November unverändert. Am stärksten zog die Bank von England die Zügel an, dies angesichts einer raschen Teuerungsbeschleunigung und hoher Aussenhandelsdefizite. Als einzige grosse Notenbank nahm die Bank von Japan nicht an der international abgestimmten Leitzinserhöhung in den Monaten Juli und August teil. In den kontinentaleuropäischen Ländern verfolgten die Notenbanken zum Teil wegen der starken Dollarwertung einen restriktiveren Kurs.

Devisenmarkt

Der amerikanische Dollar wertete sich gegenüber den wichtigsten Währungen im Laufe der Monate Oktober bis November in der Grössenordnung von 2–5% ab, nachdem er in den vergangenen Monaten stark an Wert gewonnen hatte. Am stärksten fiel die Abwertung gegenüber dem japanischen Yen, am schwächsten gegenüber dem britischen Pfund aus. Da der amerikanische Dollar gegenüber den wichtigsten Währungen nach dem Jahreshöchst im August wieder schwächer notierte, stellten die Zentralbanken ihre in den Sommermonaten vorgenommenen massiven Dollarverkäufe zur Stützung der

eigenen Währungen ein. Lediglich die Banca d'Italia musste innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) verschiedentlich am Devisenmarkt intervenieren, um die italienische Lira innerhalb der Bandbreite des EWS zu halten.

Im dritten Quartal ging der handelsgewichtete Dollarkurs im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode sowohl nominell als auch real zurück (6,0% bzw. 3,8%). In der gleichen Periode stieg der handelsgewichtete Aussenwert des japanischen Yen an (nominell um 8,8% und real um 5,4%). Demgegenüber stabilisierte sich der handelsgewichtete D-Mark-Kurs nominell (-0,5%), sank hingegen real um 2,9%. Im Vergleich dazu sank der reale, handelsgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens um 2,7%.

Internationale Währungszusammenarbeit und Verschuldungsprobleme

An den Jahresversammlungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank, die Ende September in Berlin stattfanden, wurde die bisherige Schuldenstrategie im wesentlichen bestätigt. Sie basiert auf der länderweisen Lösung der Probleme sowie dem Ausbau des Schuldeninstrumentariums, mit dem einerseits die Schuldenlast – auf freiwilliger und marktgerechter Basis – vermindert und andererseits der Zufluss neuer Gelder in die Schuldnerländer gefördert werden soll. Entschieden wandten sich die Industrieländer gegen die Übernahme privater Risiken durch die öffentliche Hand. Im Falle der ärmsten – vor allem gegenüber den Regierungen der westlichen Industrieländer verschuldeten – Entwicklungsländer wird indessen vermehrt ein partieller Schuldenerlass in Betracht gezogen.

Im Oktober gewährte die Weltbank Argentinien Strukturanpassungs- und Investitionskredite in Höhe von insgesamt 1,25 Mrd. Dollar. Sie dienen namentlich der Finanzierung von Reformen im Kredit- und Aussenhandelssektor. Der Weltbankkredit an Argentinien weicht insofern von der bisherigen Schuldenstrategie ab, als er nicht an ein vom IWF genehmigtes Wirtschaftsprogramm geknüpft ist. Das im August von der argentinischen Regierung lancierte Programm

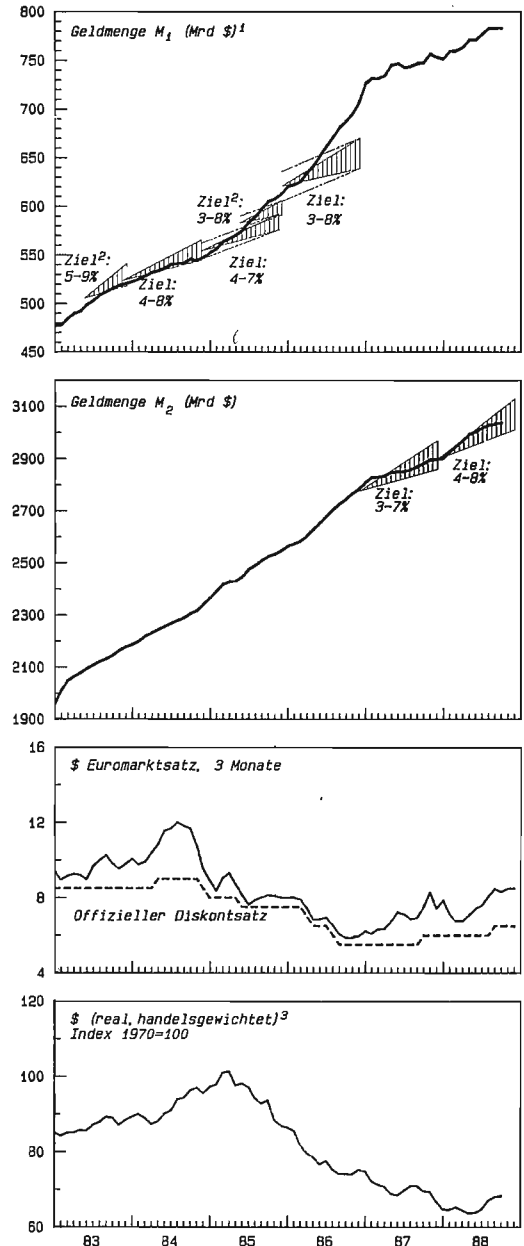
zur Sanierung der Wirtschaft und Bekämpfung der ausser Kontrolle geratenen Inflation war vom IWF als ungenügende Basis für einen Beistandskredit beurteilt worden. Das Einspringen der Weltbank stiess beim IWF auf Kritik, da es einen Einbruch in die bisher klare Aufgabenteilung zwischen den beiden Bretton-Woods-Institutionen bedeutet. Dennoch befürwortete der IWF die Auszahlung des im August mit Argentinien vereinbarten Überbrückungskredits der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und des amerikanischen Schatzamtes in Höhe von 500 Mio. Dollar. Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich an diesem Kredit mit einer Substitutionszusage in Höhe von 12,5 Mio. Dollar.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wachstum des realen Bruttosozialproduktes (BSP) fiel im dritten Quartal 1988 mit 2,6% (erstes Halbjahr 3,2%) schwächer aus als in den sieben vorangegangenen Quartalen. Ohne den dürrebedingten Produktionsausfall in der Landwirtschaft hätte das BSP-Wachstum allerdings ungefähr 3,2% betragen. Deutlich schwächer wuchsen die Unternehmensinvestitionen; sie nahmen aufs Jahr umgerechnet nur noch um 4,8% (Vorquartal 15%) zu. Während die staatliche Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen abnahm, stiegen der private Konsum und die Lagerinvestitionen im dritten Quartal ungefähr im gleichen Masse wie im Vorquartal. Die Importe, welche im zweiten Quartal gesunken waren, erhöhten sich im dritten Quartal aufs Jahr umgerechnet real wieder um 11,6%. Obschon die realen Exporte weiterhin wuchsen, stieg das reale Handelsbilanzdefizit erstmals seit einem Jahr wieder leicht an, während das nominelle Handelsdefizit aufs Jahr umgerechnet auf 82,4 Mrd. Dollar (Vorquartal 90,4 Mrd.) sank. Die Entwicklung im Aussenhandel ist im Zusammenhang mit der Wechselkursbewegung zu sehen. Der Dollar wertete sich seit Anfang 1988 gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner markant auf. Im dritten Quartal war der Dollar gegenüber den meisten europäischen Währun-

Grafik 3: Vereinigte Staaten



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board)

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

³ Quelle: OECD

gen höher bewertet als vor Jahresfrist, während er gegenüber dem Yen immer noch um 11% tiefer lag.

Die Kapazitätsauslastung der Unternehmungen betrug im Oktober 84,0%. Seit Juni ist damit der Auslastungsgrad noch um 0,9% gestiegen. Die Arbeitslosenquote sank im Oktober auf 5,3%; dies ist ihr tiefster Stand seit 14 Jahren. Der vom Handelsministerium publizierte Index der vorauslaufenden Konjunkturindikatoren sank im September um 0,1%. Nachdem dieser Index im Juli um 0,7% gefallen war, holte er im August wieder 0,5% auf. Dieses Auf und Ab widerspiegelt die verbreitete Ungewissheit in bezug auf die künftige Konjunkturentwicklung.

Das Haushaltsjahr 1988 ging im September mit einem Defizit von 155,1 Mrd. Dollar zu Ende. Das Defizit stieg damit im Vorjahresvergleich um 5,4 Mrd. Dollar, während es 1987 um 71 Mrd. gesunken war. Die Ende letzten Jahres beschlossenen Ausgabenkürzungen und Einnahmesteigerungen von 30 Mrd. Dollar verhinderten somit nur einen bedeutenden Wiederanstieg des Budgetdefizites.

Die Konsumentenpreise lagen im dritten Quartal um 4,1% über dem Vorjahresstand. Im Vorquartalsvergleich betrug die aufs Jahr hochgerechnete Inflationsrate 4,8% (zweites Quartal 4,8%). Das Federal Reserve Board hat angesichts der Inflationsentwicklung seine Ankündigung wahrgemacht und die Federal Funds Rate weiter in die Höhe getrieben. Ende Oktober betrug die Federal Funds Rate 8,3%. Seit seinem Tiefstand im November 1987 ist damit dieser kurzfristige Zinssatz um nahezu zwei Prozentpunkte angestiegen. Infolge dieser Entwicklung, die eine Verteuerung der Bankreserven bedeutet, lagen die Wachstumsraten der Geldaggregate M_2 und M_3 (6,0 bzw. 6,7%) im dritten Quartal ungefähr in der Mitte des Zielkorridors; dieser beträgt für beide Aggregate 4–8%. Im Gegensatz zur Entwicklung der kurzfristigen Zinsen halten sich die langfristigen Zinsen ungefähr auf dem Vorjahresniveau: Der Zins auf langfristigen Bundesanleihen war Ende Oktober 9,0% (Vorjahr 9,1%).

Bundesrepublik Deutschland

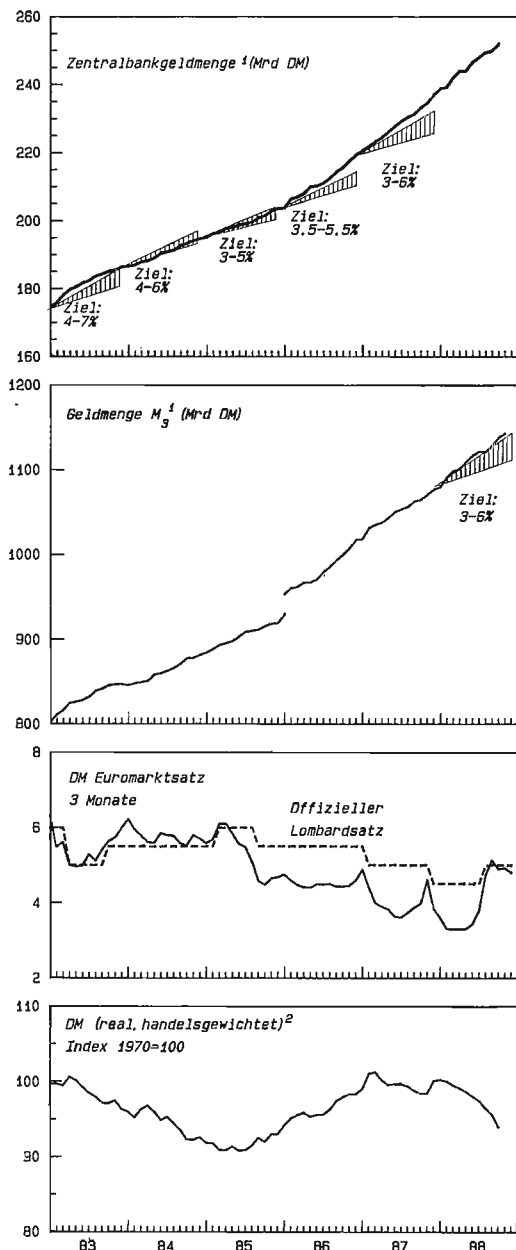
In der Bundesrepublik Deutschland stabilisierte sich das reale Bruttosozialprodukt im zweiten Quartal auf dem hohen Niveau des ersten Quartals. Es lag damit um 3,4% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Auftriebskräfte gingen vor allem vom Investitionssektor aus. Während die Ausrüstungsinvestitionen im Vorjahresvergleich um schätzungsweise 6,5% zunahmen, stiegen die Bauinvestitionen um 3,9%. Deutlich schwächer, nämlich bloss um 1,8%, wuchs dagegen der private Konsum. Im Durchschnitt der beiden ersten Quartale erhöhten sich die Konsumausgaben jedoch ungefähr gleich stark wie im Jahre 1987 (+3,2%). Die kräftige Binnennachfrage widerspiegelte sich in einem steigenden Importvolumen. Auch die realen Exporte, die im Jahre 1987 stagniert hatten, gewannen an Dynamik.

Die günstige Konjunkturlage hielt im dritten Quartal an. Positive Impulse gingen von den realen Detailhandelsumsätzen aus, die gegenüber dem Vorquartal deutlich zunahmen. Daneben sorgte auch eine anhaltend rege Investitions- und Exportnachfrage für ein gutes Geschäftsklima in der Industrie. Im verarbeitenden Gewerbe lag der Bestellungseingang aus dem In- und Ausland um 7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Das durchschnittliche Wachstum der Industrieproduktion beschleunigte sich im Vorjahresvergleich auf 4,3% (2. Quartal 1988: 2,5%).

Die Zahl der Beschäftigten lag im ersten Halbjahr um 0,5% über dem Stand vor Jahresfrist. Die meisten neuen Arbeitsplätze wurden im Dienstleistungssektor geschaffen. Die Arbeitslosenquote betrug im Oktober 8,6%, gegenüber 9% im gleichen Vorjahresmonat.

Dank der besonders kräftigen Nachfrage des Auslandes nach Ausrüstungsgütern nahmen die nominellen Güterexporte im dritten Quartal stark zu. Sie lagen um 9,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, während die Importe um 8,4% stiegen. In den ersten neun Monaten betrug damit der Überschuss der Handelsbilanz saisonbereinigt 95,0 Mrd. D-Mark, gegenüber 87,6 Mrd. D-Mark vor Jahresfrist. Da sich jedoch

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland



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

² Quelle: OECD

gleichzeitig das Defizit der Dienstleistungsbilanz ausweitete, fiel der Aktivsaldo der Leistungsbilanz mit 65,0 Mrd. D-Mark nur wenig höher aus als im Vorjahr.

Die Jahresteuerung erhöhte sich von 0,7% im Januar auf 1,3% im Oktober. Angesichts dieses Anstiegs, des kräftigen Wirtschaftswachstums und des hohen Dollarkurses ging die Deutsche Bundesbank im zweiten Quartal zu einer restriktiveren Geldpolitik über. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen von 3,5% Ende April auf 5,1% Ende August (Dreimonats-Euro-DM-Satz). Das Wachstum der Geldmenge M_3 – der Zielgröße der Deutschen Bundesbank – schwächte sich in der Folge leicht ab. Im September erhöhte sie sich gegenüber dem Durchschnitt des vierten Quartals 1987 um 6,6%, gegenüber 7,4% im Juni (auf Jahresbasis hochgerechnet) und näherte sich damit dem Zielkorridor von 3% bis 6% weiter an.

Im Oktober beschleunigte sich das Wachstum der Geldmenge M_3 allerdings erneut auf 6,8%. Die dreimonatigen Euro-DM-Sätze fielen gleichzeitig wieder unter die Marke von 5%. Diese leichte Zinsentspannung erfolgte vor dem Hintergrund der Erstarkung der D-Mark innerhalb des EWS, namentlich gegenüber dem französischen Franc. Der Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte sowie der offizielle Diskont- und Lombardsatz, die zwischen Juni und August in mehreren Schritten angehoben worden waren, blieben unverändert bei 4,25% bzw. 3,5% und 5%.

Grossbritannien

Das reale Bruttoinlandsprodukt lag im zweiten Quartal um 4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Binnennachfrage stieg dabei gegenüber dem ersten Quartal mit einer Jahresrate von 5,3% und übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um 5,6%. Dabei verschoben sich die Wachstumsimpulse vom privaten Konsum hin zu den Investitionen. Während die privaten Konsumausgaben gegenüber der Vorperiode um 1,5% zunahmen (auf Jahresbasis hochgerechnet), erhöhten sich die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen um 16,2%. Sie lagen damit um 10,5% höher als vor Jahresfrist.

Im dritten Quartal setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum fort. Die Produktion der verarbeitenden Industrie nahm innert Jahresfrist um 6,9% zu (zweites Quartal 1988: +3%), und die realen Konsumausgaben erhöhten sich im gleichen Zeitraum um 5,7%. Die Arbeitslosenquote sank von 8,0% im Juli auf 7,7% im Oktober.

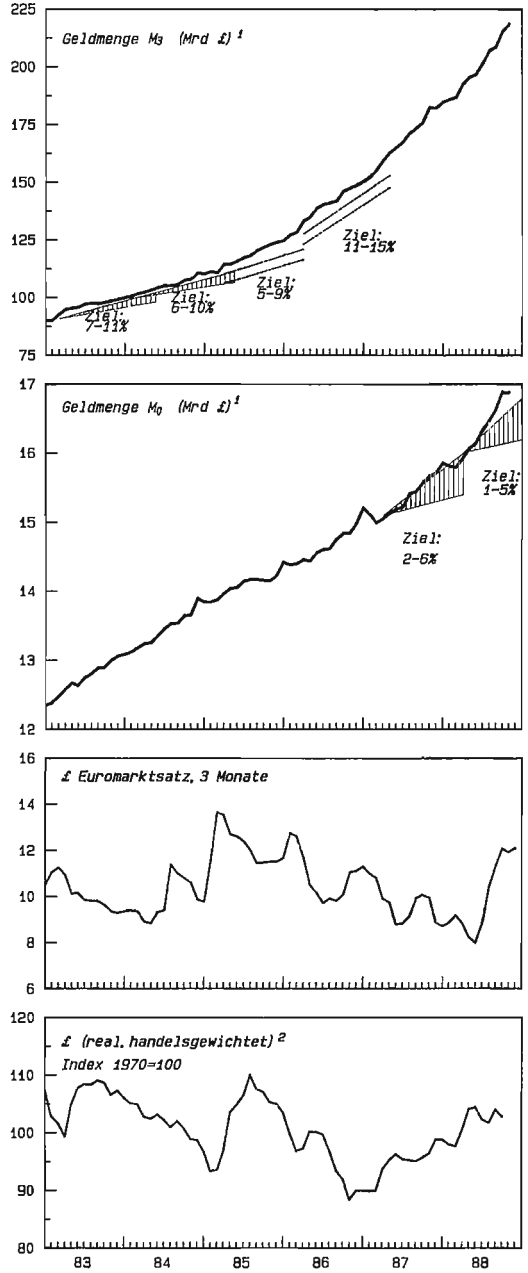
Infolge der starken Binnennachfrage nahmen die nominellen Importe im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode stark zu, während die Exporte real und nominell stagnierten. Das Defizit der Handelsbilanz stieg gegenüber der Vorperiode um rund 1 Mrd. auf 5,5 Mrd. Pfund. Bei einem unverändert auf 1,5 Mrd. Pfund geschätzten Überschuss in der Dienstleistungsbilanz erweiterte sich der Fehlbetrag der Leistungsbilanz auf 4,0 Mrd. Pfund.

Während sich die britische Leistungsbilanz gegenüber 1987 deutlich verschlechtern wird, zeichnet sich für das Fiskaljahr 1988/89 eine starke Zunahme des Budgetüberschusses ab. Statt der budgetierten 3,2 Mrd. Pfund wird der Überschuss des Staatshaushalts nun auf rund 10 Mrd. Pfund geschätzt. Ohne Einkünfte aus der Privatisierung von Staatsunternehmen hätte er rund 4 Mrd. Pfund betragen. Die markante Verbesserung der Staatsfinanzen ist einerseits auf das unerwartet kräftige Wachstum der Steuereinnahmen und andererseits auf tiefere Ausgaben namentlich im Sozialbereich zurückzuführen. Erstmals seit zwanzig Jahren dürfte damit die Staatsquote (Anteil der Staatsausgaben am Bruttoinlandsprodukt) wieder unter 40% fallen.

Die Hauptsorge der britischen Regierung stellt die Beschleunigung der Inflation dar. Seit Anfang Jahr erhöhte sich die Jahresteuerungsrate von 3,3% auf 6,4% (Oktober). Dies gilt als deutlichstes Zeichen dafür, dass sich die britische Konjunktur in einer Überhitzungsphase befindet.

Die britischen Währungsbehörden bekräftigten ihre Absicht, die Teuerung einzudämmen. Der Basiszinssatz – der Zinssatz, den die Banken erstklassigen Schuldern verrechnen – lag seit Ende August bei 12%. Ende November bewirkte die Bank of England einen weiteren Anstieg auf 13%. Erste Zeichen, dass die drastische Erhö-

Grafik 5: Grossbritannien



¹ Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; ab 1986: April bis März des folgenden Jahres
(Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

hung des Zinsniveaus seine nachfragedämpfende Wirkung nicht verfehlen dürfte, sind auf dem Immobilienmarkt zu erkennen, wo sich der Preisanstieg in den Sommermonaten markant verlangsamt hat.

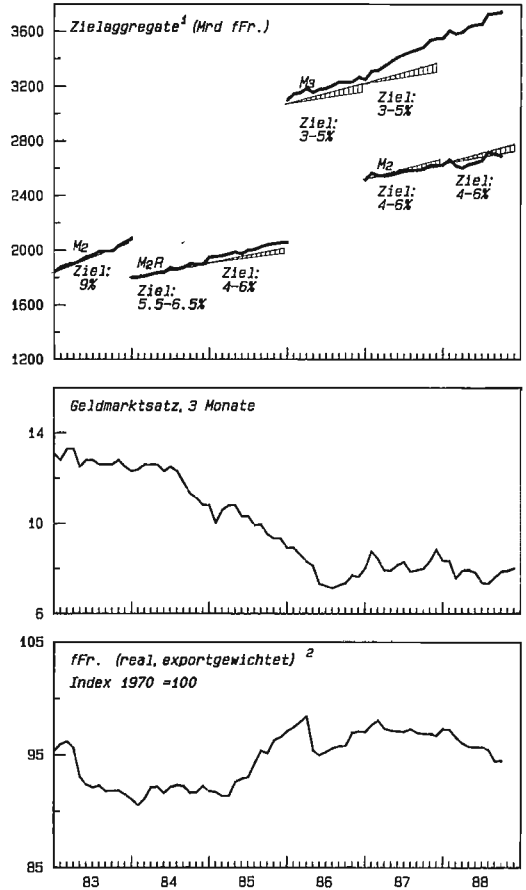
Die monetäre Basis (M_0) wuchs zwischen Juli und September um durchschnittlich 7,6%, gegenüber 6,3% im zweiten Quartal (auf Jahresbasis umgerechnet). Sie lag damit weit über dem für das Fiskaljahr 1988/89 vorgesehenen Zielkorridor von 1 bis 5%. Die Beschleunigung des Geldmengenwachstums ist teilweise auf den Poststreik vom September zurückzuführen; dieser zwang die Post, mehr Bargeld als üblich zu halten, damit die reibungslose Abwicklung des Zahlungsverkehrs – namentlich der Auszahlung der Renten – gewährleistet wurde. Auch die weiter gefassten Geldmengenaggregate M_3 und M_4 stiegen stärker als im zweiten Quartal. Die Geldmenge M_3 lag im dritten Quartal um durchschnittlich 21,1% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, während M_4 im gleichen Zeitraum um 17,8% zunahm.

Frankreich

In Frankreich stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um 0,6% gegenüber der Vorperiode; es übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 3,2%. Die bedeutendsten Wachstumsimpulse gingen von den Ausrüstungsinvestitionen sowie den Exporten aus, die im Vorjahresvergleich um real 8,5% bzw. 9,7% zunahmen. Die Bauinvestitionen erhöhten sich um 5%. Der private Konsum stagnierte dagegen auf dem Niveau des Vorquartals und stieg gegenüber dem zweiten Quartal 1987 um 2,5%. Die kräftige Investitionstätigkeit widerspiegelte sich in einem starken Zuwachs der Einfuhren von Ausrüstungsgütern. Insgesamt stieg das Importvolumen im Vorjahresvergleich um 7,6%.

Die im Sommer durchgeführten Konjunkturumfragen deuten auf eine vergleichsweise schwache Konsumnachfrage und eine anhaltend kräftige Investitionstätigkeit im dritten Quartal hin. Die Industrieproduktion nahm leicht zu und lag um 5,0% über dem entsprechenden Vorjahresquartal.

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

Nachdem die Zahl der Arbeitslosen zwischen Mai und Juli wieder leicht zugenommen hatte, ergriff die französische Regierung weitere Massnahmen, mit denen die Schaffung von Arbeitsplätzen gefördert werden soll. Geplant ist eine Reduktion der Sozialabgaben sowie ein Programm zur Wiedereingliederung von Arbeitslosen. Im September betrug die Arbeitslosenquote 10,2% gegenüber 10,5% vor Jahresfrist.

Das Defizit der Handelsbilanz betrug im dritten Quartal 12 Mrd. FF gegenüber 6,2 Mrd. FF in der entsprechenden Vorjahresperiode. Damit dürfte die Leistungsbilanz, die im zweiten Quartal annähernd ausgeglichen war, erneut einen Fehlbetrag aufweisen.

Die neue französische Regierung will die bisherige restriktive Fiskalpolitik im Finanzjahr 1989 beibehalten. Mit 4,7% bleibt das Wachstum der Staatsausgaben hinter der prognostizierten Zunahme des nominellen Bruttoinlandsprodukts zurück. Das Staatsdefizit wird auf rund 100 Mrd. FF geschätzt, gegenüber schätzungsweise 115 Mrd. FF im laufenden Fiskaljahr. Sein Anteil am Bruttoinlandsprodukt dürfte sich damit von 2,2% (1988) auf 1,7% zurückbilden. Die steuerliche Belastung soll im Jahre 1989 – nicht zuletzt im Hinblick auf die Harmonisierungsbestrebungen innerhalb der EG – nochmals vermindert werden. Vorgesehen ist eine Reduktion des Steuersatzes auf unverteiltern Unternehmensgewinnen von 42% auf 39% und eine Senkung der Mehrwertsteuer auf verschiedenen Dienstleistungen. Eine gewisse Akzentverschiebung in der Fiskalpolitik zeigt sich darin, dass keine weiteren Privatisierungen geplant sind. Dagegen ist die Einführung einer Vermögenssteuer vorgesehen, die zusätzliche Einnahmen in Höhe von 4,1 Mrd. FF bringen soll.

Die Teuerungsrate belief sich im Oktober auf 3,0%, gegenüber dem Tiefststand von 2,4% im Januar. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Inflationsrate leicht unter dem Wert des Vorjahres liegen.

Das Wachstum der Geldmenge beschleunigte sich leicht. Im August und September stieg die Geldmenge M_2 gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1987) um durchschnittlich 4,2% (auf Jahresbasis umgerechnet). Sie lag damit erstmals innerhalb des Zielkorridors von 4–6%.

Im Oktober kam die französische Währung innerhalb des EWS unter starken Druck. Zur Stützung des Franc hob die Banque de France ihren Interventionssatz am Geldmarkt um einen Viertelprozentpunkt auf 7,25% an.

Italien

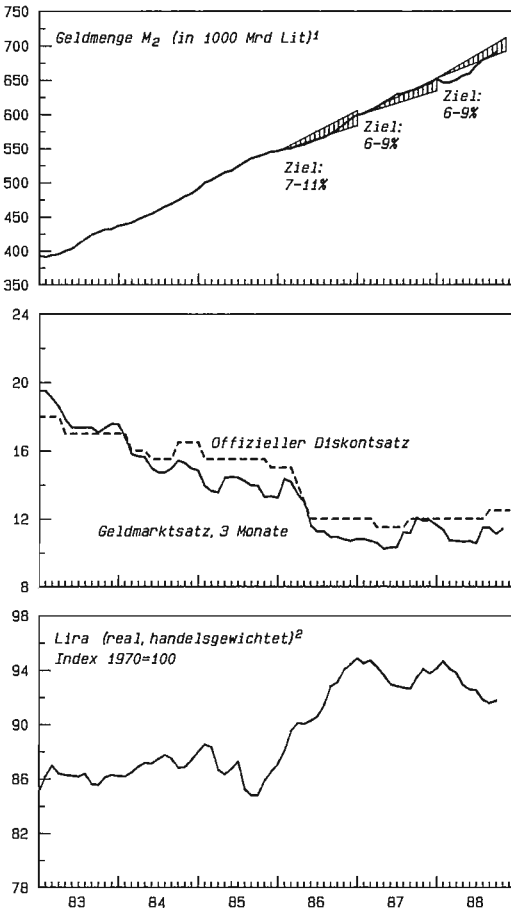
Die Expansionsphase der italienischen Wirtschaft hielt im zweiten Quartal an. Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts lag im Vorjahresvergleich mit 3,1% nur knapp unter demjenigen des ersten Quartals (3,4%). Die Auslandsnachfrage leistete einen bedeutenden Beitrag zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts. Die Zunahme der Binnennachfrage hingegen verlangsamte sich von beinahe 4% in den beiden Vorquartalen auf 1,2%. Die Komponenten der Binnennachfrage, die an Dynamik einbüßten, sind die Investitionen des Verkehrssektors und des Baugewerbes sowie die Lagerinvestitionen. Der private Konsum und die öffentlichen Käufe von Gütern und Dienstleistungen nahmen etwa gleich stark zu wie im ersten Quartal.

Im Sommer hielt die lebhaftere Konjunkturerwicklung an. Die Industrieproduktion erhöhte sich wieder, nachdem sie im zweiten Quartal leicht gesunken war. In den ersten neun Monaten des Jahres 1988 überstieg sie das im Vorjahr erzielte Niveau um 5,1%. Der Auslastungsgrad der Produktionskapazität liegt mittlerweile nahe bei 80%. Die Arbeitslosenquote blieb seit Jahresbeginn nahezu unverändert (Juli 12,1%).

Das Handelsbilanzdefizit der ersten acht Monate des Jahres 1988 bezifferte sich auf 7288 Mrd. Lire und blieb damit gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode fast unverändert. Die Ausfuhren nahmen um 11,5% und die Einfuhren um 10,8% zu. Aufgrund vorläufiger Schätzungen beläuft sich das Leistungsbilanzdefizit für die ersten neun Monate des Jahres 1988 auf 4000 bis 4500 Mrd. Lire. In der entsprechenden Vorjahresperiode war der Leistungsbilanzsaldo nahezu ausgeglichen.

Der Konsumentenpreisindex lag im dritten Quartal 4,9% über seinem Vorjahresstand. Der für 1989 vorgelegte Haushaltsplan beinhaltet einen Fehlbetrag in der Höhe von 10,2% des Bruttoinlandsprodukts. Der anhaltend starke Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand liess eine Entspannung an der Zinsfront nicht zu. Der Zins auf den Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von sechs Monaten, der im Juni noch 10,63% betragen hatte, belief sich im September auf 11,41%.

Grafik 7: Italien



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

² Quelle: OECD

Das Wachstum der Geldmenge M_2 , das in der ersten Jahreshälfte 1988 noch unterhalb des Zielkorridors lag, erhöhte sich und war im dritten Quartal innerhalb der für das Jahr 1988 vorgegebenen Bandbreite von 6% bis 9%. Die aufs Jahr hochgerechnete Zunahme der Kreditgewährung an den privaten Sektor betrug von Januar bis August 15,3% und lag damit über der von den Behörden anvisierten Zielvorgabe von 6% bis 10%. Die Ziele der Banca d'Italia für das Jahr 1989 lauten: Ein Wachstum von 6% bis 9% der Geldmenge M_2 und eine Zunahme von 7% bis 10% der Kredite an den privaten Sektor.

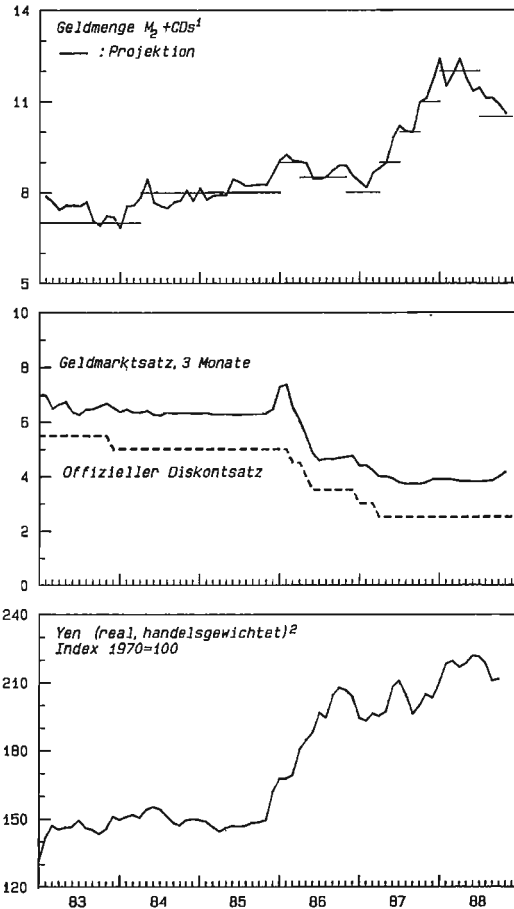
Japan

Nach dem ausserordentlich starken Aufschwung im ersten Quartal 1988 konnte die japanische Wirtschaft das erreichte Niveau nicht ganz halten. Im Laufe des Sommers setzte jedoch, ausgelöst durch die rege Inlandnachfrage, erneut eine dynamische Konjunkturentwicklung ein.

Das reale Bruttosozialprodukt sank im zweiten Quartal 1988 im Vergleich zum hohen Niveau der Vorperiode um 1,0%; es lag jedoch um 5,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Mit einem realen Jahreswachstum von 16% erwiesen sich die Ausrüstungsinvestitionen als wichtigste Stütze der Konjunktur. Auch der inländische Konsum stieg weiterhin. Demgegenüber verringerten sich die privaten Wohnbauinvestitionen, die vergangenes Jahr als Wachstumsmotor gewirkt hatten, gegenüber dem Stand des Vorquartals um 9,4%.

Im Laufe des Sommers nahm die Zahl der neuen Bauvorhaben im Wohnbausektor wieder zu; sie erreichte indes den im zweiten Halbjahr 1987 verzeichneten Höchststand nicht. Das Wachstum der industriellen Produktion blieb weiterhin hoch; nach einer Steigerung von mehr als 10% im ersten Halbjahr betrug der Zuwachs im dritten Quartal (im Jahresvergleich) 9,2%. Konjunkturumfragen zufolge bleibt die Investitionstätigkeit der Unternehmungen rege. Das gleiche zeigt sich in der Zunahme der Bestellungen von Maschinen. Auch die Detailhandelsumsätze stiegen erneut an. Zahlreiche Unternehmen revidierten ihre Gewinnprognose für das laufende Fiskaljahr, das Ende März 1989 abläuft, nach oben. Die Arbeitslosenquote blieb im dritten Quartal bei 2,5%.

Der saisonbereinigte Handelsbilanzüberschuss erhöhte sich im dritten Quartal leicht und betrug 22,6 Mrd. Dollar, nachdem er im zweiten Quartal 1988 mit 20,7 Mrd. sehr niedrig ausgefallen war. Der Leistungsbilanzsaldo betrug im dritten Quartal 17,8 Mrd. Dollar (zweites Quartal 16,8 Mrd.). Die Teuerungsrate war auch im dritten Quartal (Vorjahresvergleich) kleiner als ein Prozent. Im Oktober stieg die Teuerung jedoch auf 1,1%. Der Geldmarktsatz (Gensaki) betrug im Oktober 4,26% (Juni 3,82%). Der Diskontsatz (2,5%)

Grafik 8: Japan

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

² Quelle: OECD

Im Unterhaus wurde Mitte November eine Steuerreform verabschiedet, welche die Einführung einer Mehrwertsteuer von 3% und eine Reduktion der direkten Steuern vorsieht. Es wird erwartet, dass das japanische Oberhaus im Laufe des Dezembers seine Zustimmung zu dieser Reform gibt.

blieb seit dem 23. Februar 1987 unverändert. Die Bank von Japan hielt an ihrer eher expansiven Geldpolitik fest. Als einzige der grossen Notenbanken verzichtete sie im Juli und August auf eine Erhöhung ihrer Leitzinsen. Im Gegensatz zu anderen Notenbanken intervenierte sie auch nicht, um dem Dollaranstieg entgegenzuwirken. Die Geldmenge $M_2 + CD$ nahm gegenüber dem Stand im Vorjahresquartal um 10,9% zu. Die Zentralbank beließ die Projektion für das vierte Quartal unverändert bei 10–11%.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987a)	1987a)			1988a)		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	6,8	3,4	2,8	3,4	3,0	3,9	5,0	4,8	4,3	3,8
BRD	3,3	2,0	2,5	1,7	0,7	1,5	2,3	4,2	3,4	–
Grossbritannien b)	3,0	3,6	3,3	4,6	4,1	5,7	4,6	4,2	4,0	–
Frankreich b)	1,5	1,7	2,1	2,4	1,8	2,4	2,7	3,5	3,2	–
Italien b)	3,5	2,9	2,9	3,1	3,0	3,0	2,8	3,4	3,1	–
Japan	5,0	4,9	2,4	4,2	2,8	4,1	5,3	6,7	5,6	–
Schweiz b)	1,8	4,1	2,8	2,3	2,2	2,6	2,4	3,5	2,9	–

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987	1988		1988			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	4,3	3,5	1,9	3,7	3,9	4,1	4,1	4,0	4,2	4,2
BRD	2,4	2,2	–0,2	0,2	1,1	1,2	1,0	1,1	1,4	1,3
Grossbritannien	5,0	6,1	3,4	4,2	4,2	5,5	4,8	5,7	5,9	6,4
Frankreich	7,4	5,8	2,7	3,1	2,5	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0
Italien	10,8	8,6	6,1	4,6	5,0	4,9	4,9	5,0	4,8	4,7
Japan	2,2	2,0	0,6	0,1	0,2	0,6	0,5	0,6	0,6	1,1
Schweiz	2,9	3,4	0,8	1,4	2,1	1,9	1,8	1,8	2,0	2,0

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1984	1985	1986	1987	1988		1988			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	7,5	7,1	6,9	6,2	5,4	5,5	5,4	5,6	5,4	5,3
BRD e)	9,1	9,3	9,0	8,9	8,9	8,8	8,9	8,8	8,7	8,6
Grossbritannien b), d)	10,9	11,1	11,4	10,2	8,4	7,9	8,0	7,8	7,9	7,7
Frankreich b)	9,9	10,2	10,5	10,6	10,2	10,3	10,4	10,4	10,2	–
Italien b)	10,4	10,6	11,0	12,0	12,1c)	–	12,1	–	–	–
Japan	2,7	2,6	2,8	2,8	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4
Schweiz	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7

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)

	1984	1985	1986	1987a)	1987a)			1988a)		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	–106,5	–117,7	–140,6	–154,0	–41,3	–43,4	–33,5	–36,9	–33,3	–
BRD	9,8	16,4	39,2	44,8	11,5	10,9	10,3	9,1	15,5	12,4
Grossbritannien	1,7	3,8	–0,1	–3,0	–0,5	–1,5	–2,2	–5,0	–5,1	–7,1
Frankreich	–0,8	–0,2	2,9	–5,0	–1,2	–1,1	–2,6	1,0	0,0	–
Italien	–2,9	–4,1	2,2	–1,0	–0,5	–1,3	–1,2	–5,2b)	–	–
Japan	35,0	49,2	85,8	87,0	21,3	19,9	20,5	23,2	16,8	17,8
Schweiz b)	3,4	5,0	6,9	7,3	1,4	1,3	1,9	3,2	1,1	0,5

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg im dritten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 2,8%. Dies lässt für das ganze Jahr ein Wachstum von ungefähr 3% erwarten. Wie in den meisten übrigen Industrieländern fiel das reale Wachstum damit deutlich höher aus, als prognostiziert worden war. Verschiedene Anzeichen wie die hohe Kapazitätsauslastung, der Mangel an Arbeitskräften sowie die starke Zunahme der gewerblich-industriellen Bauten sprechen dafür, dass die Hochkonjunktur anhält.

Die schweizerische Industrie profitierte von der guten, vor allem von den Ausrüstungsinvestitionen getragenen Konjunktur in den wichtigen Absatzländern. Im dritten Quartal 1988 lagen die Güterausfuhren real um 6,4% höher als im Vorjahresquartal. Da jedoch die Dienstleistungsausfuhren wegen der mässigen Tourismussaison kaum zunahm, schwächte sich das Wachstum der Gesamtexporte gegenüber dem ersten Halbjahr etwas ab. Immer noch mit hohen Zuwachsraten, aber deutlich schwächer als im Vorjahr wuchsen die Investitionen. Gegenüber dem Vorquartal nahmen die privaten Konsumausgaben verstärkt zu. Sie lagen im dritten Quartal um 2,7% über dem Stand vor Jahresfrist.

Das starke Wachstum der Gesamtnachfrage führte zu einer intensiveren Nutzung der technischen und personellen Ressourcen. Die vierteljährlich von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) erhobene Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg im dritten Quartal auf 88%. Dies entspricht dem höchsten Wert seit 1974. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich vor allem im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerungsrate sank im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal von 2,1% auf 1,9%. Dagegen beschleunigte sich der Preisaufrtrieb auf der Grosshandelsstufe sowie im Baugewerbe.

Die neuen Liquiditätsvorschriften für den Ban-

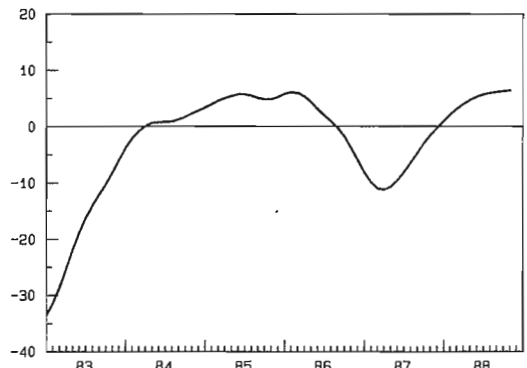
kensektor und der Ausbau des SIC (Swiss Interbank Clearing) gestatteten es den Banken, ihre Kassenliquidität weiter zu verringern. Die Nationalbank trug dieser verminderten Nachfrage zwischen Juli und November durch einen weiteren Abbau der Giro Guthaben um 1,8 Mrd. Franken auf 4,0 Mrd. Franken im November Rechnung. Ihr geldpolitischer Kurs fiel etwas restriktiver aus als in der ersten Jahreshälfte. Dies widerspiegelte sich in einem Anstieg der Geldmarktsätze.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandsprodukt und industrielle Produktion

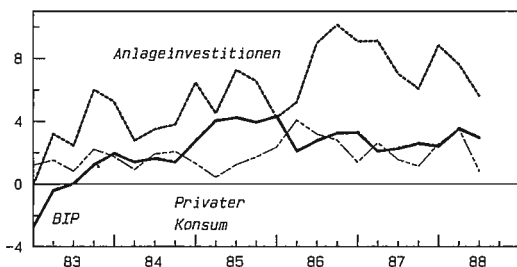
Das reale Bruttoinlandsprodukt erhöhte sich im dritten Quartal 1988 gegenüber dem Vorjahr um 2,8%. Damit blieb der Anstieg der Inlandproduktion im Bereich des seit Mitte 1987 feststellbaren Wachstumspfads von deutlich über 2%. Das weiterhin breit abgestützte Wachstum wurde sowohl von der Binnen- als auch von der Aussennachfrage getragen. Während der Zuwachs des privaten Konsums über dem des Vorjahres lag, expandierten die Investitionen weniger als 1987. Die im ersten Halbjahr festgestellten Umlagerun-

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

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

gen von den Ausrüstungs- zu den Bauinvestitionen wurden im dritten Quartal abgebremst. Die gegenüber dem Vorquartal praktisch unveränderte Zunahme der Warenexporte und die gleichbleibenden Dienstleistungsausfuhren, im wesentlichen von der mässigen Entwicklung im Tourismussektor bestimmt, führten verglichen mit dem ersten Semester zu einem schwächeren Wachstum der Exporte.

Auch der Produktionsindex wies mit einem Anstieg um 8% gegenüber dem Vorquartal auf eine anhaltend gute Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz hin, die auch in der von der KOF-ETH vierteljährlich erhobenen Kapazitätsauslastung ihre Bestätigung fand. Sie übertraf das Vorquartalsergebnis mit 88% um 0,5 Prozentpunkte und lag um 1,7 Prozentpunkte höher als vor Jahresfrist.

Gemäss dem von der KOF-ETH monatlich ermittelten Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» wurde die Wirtschaftslage im dritten Quartal ein weiteres Mal besser bewertet. Während die für den Binnenmarkt tätigen Unternehmungen den Geschäftsgang verglichen mit der Vorperiode als unverändert günstig ansahen, beurteilte ihn die exportorientierte Industrie als nochmals lebhafter. Die Unternehmen schätzten angesichts des kräftigen Bestellungseingangs und des wachsenden Auftragsbestandes die Konjunktorentwicklung optimistisch ein.

Privater Konsum

Der private Konsum nahm im dritten Quartal 1988 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode real um 2,7% zu. Damit wuchs er deutlich stärker als im Vorquartal (0,8%) und übertraf die Zuwachsrate des Vorjahresquartals.

Der Warenkonsum erhöhte sich deutlicher als noch im Vorquartal, wie auch die Detailhandelsumsätze mit einer realen Zunahme von 2,8% (zweites Quartal: -1,1%) zeigen. Die Dienstleistungsausgaben waren wie im zweiten Quartal überdurchschnittlich hoch. Einzig die Ausgaben für Ferien im Inland blieben weiterhin unter den Erwartungen.

Die bereits veröffentlichten Konsumindikatoren weisen für das vierte Quartal auf eine ähnliche Zunahme der Konsumausgaben hin wie in den ersten neun Monaten dieses Jahres: Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen im Oktober erhobene Konsumentenstimmungsindex hat sich gegenüber der Vorerhebung im Juli nochmals verbessert; auch die Aussichten im Detailhandel bleiben gemäss der Oktoberumfrage der KOF-ETH anhaltend gut.

Investitionen

Die Investitionstätigkeit stabilisierte sich nach Jahren anhaltend starker Entwicklung auf hohem Niveau. Die Anlageinvestitionen wuchsen im dritten Quartal 1988 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode real um 6,8%. Somit nahmen sie etwas stärker zu als im Vorquartal, aber um 0,8 Prozentpunkte weniger als im Jahre 1987. Die Ausrüstungsinvestitionen dehnten sich deutlich stärker aus als die Bauinvestitionen (9,9% bzw. 4,8%); noch im ersten Halbjahr deuteten die Zuwachsraten (7,9% bzw. 5,3%) darauf hin, dass sich die Wachstumspfade angleichen würden.

Die zunehmenden Auftragsbestände in der Industrie und die hohe Auslastung der Produktionsanlagen lassen auch für die nächsten Monate zusätzliche Ausrüstungsinvestitionen erwarten, denn der günstige Wirtschaftsverlauf bedingt neben Ersatz- auch Neuinvestitionen. Gemäss der

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987	1987			1988		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,6	8,7	14,5	10,0	10,9	5,7	19,0	-	-	-
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	-6,4	-15,0	3,2	-13,2	-16,8	-0,2	-31,6	24,4	9,2	-13,6
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,9	-2,3	-1,5	-16,3	-16,1	-6,8	-15,7	-11,0	13,6	-15,2
Geplante industrielle Bauten ¹										
Raumvolumen	-8,0	34,4	21,8	-0,1	7,5	-25,0	-3,5	-14,3	-32,0	-3,7
Anzahl Projekte	31,5	12,6	5,2	0,1	13,1	-10,8	-0,6	7,5	-24,0	-4,1

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, Bfs, Eidgenössische Oberzolldirektion

Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes nahmen die Auftragseingänge und Arbeitsvorräte auch im Baubereich, hauptsächlich im gewerblich-industriellen Bau, weiter zu. Dies deutet darauf hin, dass die Investitionstätigkeit weiterhin stark bleiben wird. Das Wachstum wird im Bausektor eher von beschäftigungsbedingten Kapazitätsgrenzen als von Auftragsbeständen bestimmt.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

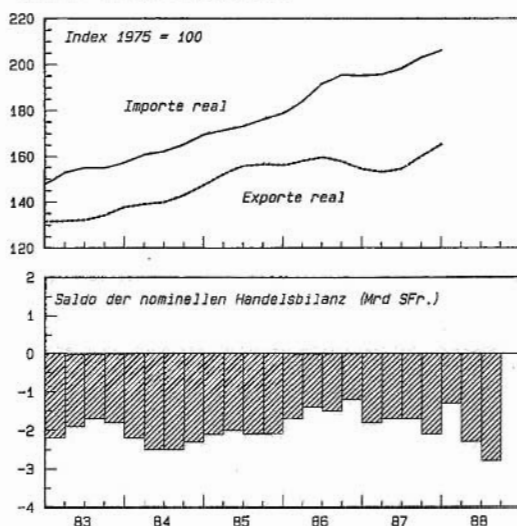
Das Handelsbilanzdefizit stieg seit Beginn dieses Jahres kontinuierlich an. Die gute inländische Nachfrage führte dazu, dass die Importe im dritten Quartal 1988 stärker zunahm als die Exporte.

Die Exporte lagen wiederum mit 11,6% über dem Vorjahresniveau (gemäss Index II nominal +8,6%, real +6,4%). Nach Ländern betrachtet, erhöhten sich die Güterverkäufe nach Frankreich, Italien und in die Vereinigten Staaten überdurchschnittlich stark, während sie für die Bundesrepublik Deutschland unter dem Mittel lagen. Nach Grossbritannien stiegen die Ausfuhren nicht im selben Mass wie im zweiten Quartal.

Von der wachsenden Nachfrage profitierten hauptsächlich die Uhrenindustrie (+14,5%) sowie die Metall- und Kunststoffindustrie (je +13,5%). Einzig die Schuhindustrie verzeichnete einen Rückgang der Exporte (-4%).

Die rege Importnachfrage hielt auch im dritten Quartal an; sie stieg verglichen mit der Vorjahresperiode um 12,5% (gemäss Index II nominal 12,3%, real +9,0%). Vor allem die Einfuhren von Investitionsgütern und Rohstoffen wuchsen stark, während sich die wertmässige Einfuhr von Energieträgern abschwächte. Die Mehrnachfrage wurde insbesondere von den Vereinigten Staaten, Japan und den nicht-erdöl-exportierenden Entwicklungsländern gedeckt.

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturforschung (reale Entwicklung ab 1. Quartal 1988)

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987a)	1987a)			1988a)b)		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Reale Ausfuhr	6,4	9,1	0,6	1,5	-4,4	0,4	9,6	9,4	7,0	6,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	9,8	7,9	0,0	1,6	-4,5	0,0	8,5	-	-	-
Investitionsgüter	3,1	10,7	3,9	1,6	-3,1	-0,6	8,1	-	-	-
Konsumgüter	6,4	8,8	-2,7	1,7	-6,2	3,1	13,2	-	-	-
Ausfuhrpreise	4,5	1,9	0,8	-1,1	0,3	-0,5	-2,9	1,3	1,6	4,7
Reale Einfuhr	7,3	5,2	8,2	6,4	3,3	2,0	12,7	9,3	8,7	9,0
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	10,1	7,6	3,7	3,2	-2,0	2,7	8,2	-	-	-
Investitionsgüter	3,6	8,7	14,5	10,0	10,9	5,7	19,0	-	-	-
Konsumgüter	9,6	2,5	9,0	8,1	3,6	5,1	11,9	-	-	-
Einfuhrpreise	4,0	4,7	-9,4	-4,2	-5,8	-0,5	-1,8	-1,7	1,6	3,1

a) provisorische Werte

b) Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BfK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind für 1988 vorläufig keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1984	1985	1986	1987a)	1987a)			1988*)		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Warenexporte	55,8	69,1	69,2	69,5	17,3	16,4	19,3	18,3	18,8	18,3
Spezialhandel	53,7	66,6	67,0	67,5	16,8	15,9	18,8	17,7	18,3	17,8
Übrige Warenexporte ²	2,1	2,4	2,2	2,0	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5
Dienstleistungsexporte	16,0	20,0	19,9	20,7	5,0	6,4	4,0	5,4	4,9	6,2
Faktoreinkommen aus dem Ausland³	23,4	28,6	27,0	27,7	6,8	7,1	7,0	7,1	7,1	7,3
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,0	2,5	2,8	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total Einnahmen	97,2	120,1	118,9	120,8	29,8	30,6	31,1	31,6	31,5	32,5
Warenimporte	63,6	77,8	76,6	78,1	19,5	18,9	20,9	20,1	21,5	21,3
Spezialhandel	61,1	74,8	73,5	75,2	18,8	18,3	20,2	19,3	20,8	20,6
Übrige Warenimporte ²	2,6	3,0	3,1	2,9	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7
Dienstleistungsimporte	8,2	10,3	9,8	10,3	2,7	4,1	2,0	1,6	2,8	4,4
Faktoreinkommen an das Ausland³	13,4	15,2	15,4	16,6	4,1	4,2	4,3	4,2	4,2	4,5
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,9	4,5	4,7	5,1	1,3	1,4	1,2	1,2	1,4	1,5
Total Ausgaben	89,1	107,7	106,5	110,0	27,6	28,6	28,4	27,1	30,0	31,6
Ertragsbilanzsaldo	8,1	12,4	12,3	10,8	2,2	2,1	2,7	4,5	1,5	0,8

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

Im dritten Quartal 1988 verminderte sich der Überschuss der Ertragsbilanz von 2,1 Mrd. im Vorjahresquartal auf 0,8 Mrd. Franken. Zu diesem Rückgang trugen mit Ausnahme der Kapi-

talerträge alle Komponenten der Ertragsbilanz bei. Beim Aussenhandel bewirkte das stärkere Wachstum der Importe eine Erhöhung des traditionellen Aussenhandelsdefizites um 0,5 Mrd.

Franken auf 2,8 Mrd. Franken. Der Überschuss des Dienstleistungsverkehrs sank einerseits infolge der höheren Ausgaben für Auslandsreisen, andererseits infolge der geringeren Einnahmen beim indifferenten Geschäft der Banken. Auch das Defizit bei den Arbeitseinkommen erhöhte sich erneut um 0,2 Mrd. Franken aufgrund der gestiegenen Lohnzahlungen an die ausländischen Grenzgänger. Einzig der Saldo der Kapitalerträge blieb mit 4,1 Mrd. gegenüber dem Vorjahr praktisch unverändert.

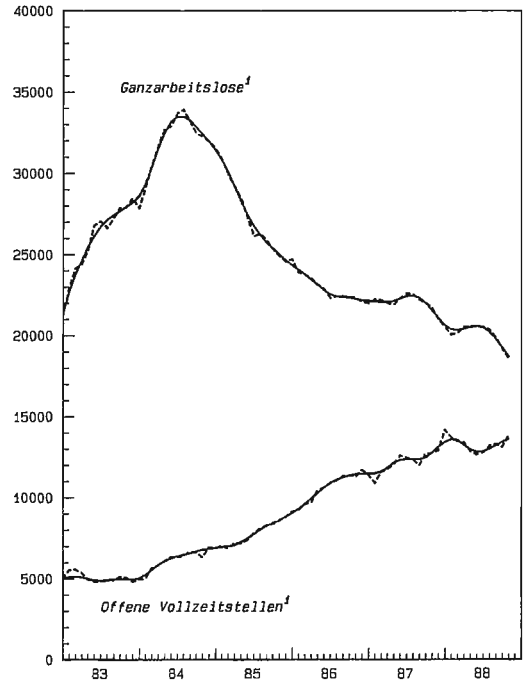
Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung stieg im dritten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 1,1% (2. Quartal: 1,2%). Erneut überdurchschnittlich fielen die Zunahmen im Dienstleistungsbereich (+1,5%) und im Baugewerbe (+1,6%) aus, während sich im Industriesektor die Beschäftigung kaum änderte.

Die Zahl der Ganzarbeitslosen (saisonbereinigt) nahm wiederum ab, und die Arbeitslosenquote verharrte auf dem Niveau des Vorquartals (0,7%). Die wegen Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden gingen leicht zurück. Gleichzeitig stieg die Anzahl der gemeldeten offenen Stellen, nachdem sie im ersten Halbjahr praktisch unverändert geblieben war. Mehr offene Stellen meldeten vor allem die Bereiche Metallherstellung und -bearbeitung, Maschinenbau sowie das

Gastgewerbe. Der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften verschärfte sich weiter.

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1984	1985	1986	1987	1988					
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten ¹	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,2	1,1	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	1,0	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Ganzarbeitslose ³	32 061	27 025	22 770	21 918	19 838	17 521	18 281	17 491	16 791	16 791
Kurzarbeiter ³	11 231	2 133	2 058	4 142	5 022	2 046	1 621	1 720	2 797	3 044
Offene Vollzeitstellen ³	6 269	7 898	10 734	12 348	13 293	13 871	13 987	13 803	13 824	14 119

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

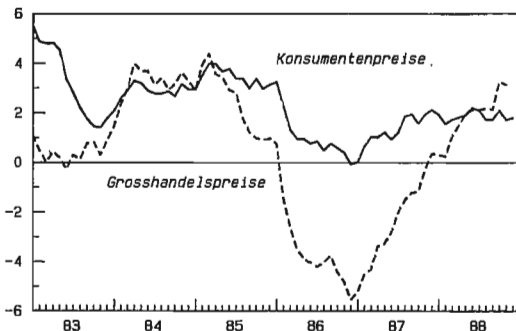
Preise und Löhne

Im dritten Quartal nahm der Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber der Vorjahresperiode um 1,9% zu (2. Quartal 1988: 2,1%). Die leicht schwächere Teuerung im Vergleich zum Vorquartal ist hauptsächlich die Folge der Preisentwicklung bei der Gruppe Heizung und Beleuchtung. Die entsprechenden Preise sanken innert Jahresfrist um 6%, nachdem sie bereits im Vorquartal um 3,6% abgenommen hatten. Die Nahrungsmittelpreise nahmen mit 2% deutlich schwächer zu als im Vorquartal (3,3%).

Die Preise für Inlandgüter stiegen im dritten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 2,7% und damit gleich stark wie in den beiden Vorquartalen. Die tieferen Erdölpreise fanden in der Entwicklung der Preise für Auslandgüter ihren Niederschlag: Sie lagen um 0,4% unter dem Vorquartalswert; im zweiten Quartal waren sie noch um 0,3% gestiegen. Dies entsprach dem stärksten Rückgang seit dem zweiten Quartal 1987. Im Dienstleistungssektor setzte sich der seit Anfang Jahr feststellbare Aufwärtstrend der Preise fort. Die Jahresteuersatzrate lag mit 3,0% um 0,5 Prozentpunkte über dem Jahresdurchschnitt von 1987.

Die Güter verteuerten sich auf Grosshandelsstufe innert Jahresfrist um 2,5%. Gegenüber dem Vorquartal stiegen die Preise um 0,6%. Diese Zunahme beruht vor allem auf Preissteigerungen

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

in der Chemieindustrie. Im Vergleich zum Vorjahr nahm der Index der Rohstoffe und Halbfabrikate um 4,5% zu; die Preise für Energieträger und Hilfsstoffe bildeten sich dagegen um 2,7% zurück. Von Juli bis September stiegen die Preise importierter Güter (+3,2%) stärker als jene für Inlandwaren (+2,3%).

Nach Berechnungen des BIGA nahmen die Arbeitnehmerverdienste im dritten Quartal nominell um 3,2% zu. Unter Berücksichtigung der am Landesindex der Konsumentenpreise gemessenen Teuerung ergab sich somit ein Reallohnzuwachs von 1,3%.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Wie im August 1988 angekündigt, straffte die Schweizerische Nationalbank im Herbst ihre Geldpolitik leicht. Dies führte bis Mitte November zu einem Anstieg der Geldmarktsätze. Der starke Rückgang der Giroguthaben der Banken bei der Notenbank von durchschnittlich 5,4 Mrd. Franken während der Monate Juni bis August auf 4,0 Mrd. im November ist jedoch vorwiegend dem sinkenden Liquiditätsbedarf der Banken zuzuschreiben. Der Grund für die tiefere Nachfrage nach Giroguthaben liegt in einer weiteren Anpassung der Banken an die neuen Liquiditätsvorschriften und dem Ausbau des SIC (Swiss Interbank Clearing). In den Monaten September bis November sanken die Giroguthaben um 48,1% gegenüber dem Stand vor Jahresfrist (Juni bis August: -36,2%), während sich der Notenumlauf um 4,7% erhöhte (4,3%). Insgesamt nahm die bereinigte Notenbankgeldmenge um 6,9% ab (-4,0%).

Das Wachstum der Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 verlangsamte sich im dritten Quartal 1988 gegenüber der Vorperiode. Die Geldmenge M_1 lag noch 14% über dem entsprechenden Niveau des Vorjahres (zweites Quartal 1988: 18,5%). Allerdings wuchs der Bargeldumlauf mit 5,7% rascher als im Vorquartal (4,7%). Dagegen schwächte sich das hohe Wachstum der Sichteinlagen von 25,2% auf 18,0% ab. Diese Abschwächung ist vor allem auf den Anstieg der

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1984	23 263	2,1	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
1988 1. Q.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	125	33 020	1,3
1988 2. Q.	25 516	4,3	5 627	- 34,3	47	31 096	- 3,6
1988 3. Q.	25 660	4,5	5 247	- 37,8	50	30 856	- 4,5
1988 Juli	25 722	4,2	5 774	- 34,3	0	31 496	- 3,3
1988 August	25 552	4,5	5 125	- 36,6	0	30 677	- 4,4
1988 Sept.	25 705	4,9	4 841	- 42,5	150	30 396	- 5,7
1988 Okt.	25 792	4,4	4 310	- 47,9	0	30 102	- 6,5
1988 Nov.	26 008	4,3	4 014	- 53,7	0	30 022	- 8,6

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1984	2,6	5,6	6,2
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	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	9,5	11,9	11,1
1988 1. Q. ²	17,4	10,2	11,2
1988 2. Q. ²	18,5	8,9	11,2
1988 3. Q. ²	14,0	7,9	9,8
1988 Juli ²	15,9	8,6	10,6
1988 Aug. ²	12,8	8,2	9,9
1988 Sept. ²	13,3	6,8	8,9
1988 Okt. ²	11,4	4,7	7,6

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

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

M₂ = M₁ + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

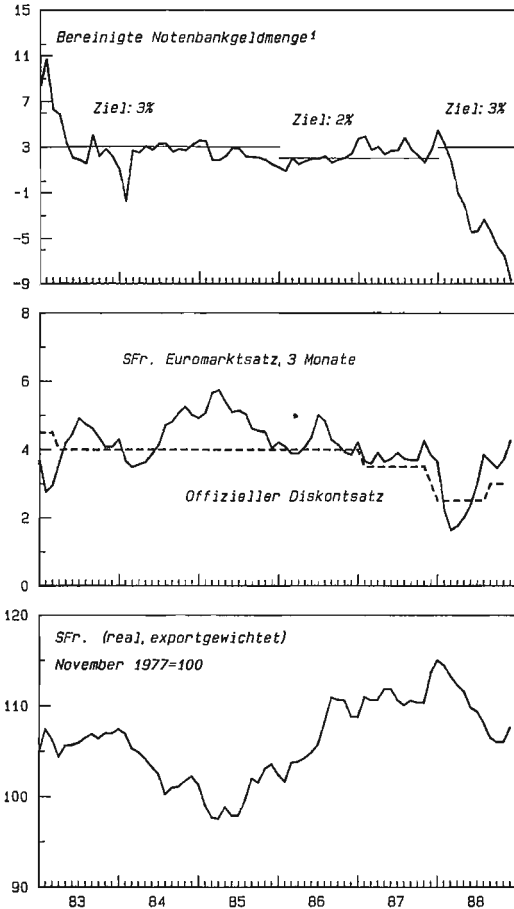
M₃ = M₂ + Spareinlagen

Zinssätze um die Jahresmitte zurückzuführen, die Umschichtungen von den Sicht- zu den Termineinlagen bewirken. Die Festgelder erhöhten

sich im dritten Quartal um 1,7%, nachdem sie im zweiten Quartal noch um 1,3% unter dem entsprechenden Vorjahresstand gelegen hatten. Die Geldmenge M₂, die beide Komponenten einschliesst, nahm mit 7,9% etwas langsamer zu als im Vorquartal (8,9%). Da sich auch das Wachstum der Spareinlagen von 13,2% auf 11,4% abschwächte, wuchs die Geldmenge M₃ mit 9,8% deutlich schwächer als in der Vorperiode (11,2%). Der geringere Zufluss von Spargeldern ist einerseits auf die Reduktion der Spargeldsätze und andererseits auf die höheren Renditen von Obligationen – namentlich Kassenobligationen – zurückzuführen.

Geldmarkt

Die Anpassung an die neuen Liquiditätsvorschriften setzte sich im dritten Quartal fort, indem die Banken ihre Bestände an Giroguthaben bei der Nationalbank weiter reduzierten. Nur im Juli, wie bereits im Juni, wurde dieser Abbau als Folge des Semesterultimos vorübergehend unterbrochen. In den folgenden Monaten nahmen die durchschnittlichen Giroguthaben um insgesamt 1,8 Mrd. Franken ab und erreichten im November ein Niveau von 4,0 Mrd. Franken. Eine sehr ungleiche Verteilung der Liquidität zw-

Grafik 14: Schweiz

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

schen den Banken führte Ende September zu einer überraschenden Anspannung am Geldmarkt. Als der Tagesgeldsatz gegen 10% anstieg, nahm die Nationalbank zusätzliche Swapabschlüsse und Bundesgeldplazierungen vor.

Am Eurofrankenmarkt stieg die Vergütung für Dreimonatsdepots im Juli auf knapp 4%; einjährige Frankenanlagen wurden zu mehr als 4% verzinst. Im Gegensatz zu den Geldmarktsätzen anderer Währungen, die im August weiter zunahmen, sanken die Eurofrankensätze und blie-

ben im September annähernd stabil. Im Durchschnitt des dritten Quartals stieg die Verzinsung von Dreimonats-Schweizerfranken von 2,50% im Vorquartal auf 3,66%. Gleichzeitig vergrösserte sich die Differenz gegenüber den höher verzinsten Euromarkt- und Eurodollaranlagen. Bis Anfang November sank die Differenz wieder, weil bei einem Anstieg des Entgelts für Eurofranken um einen Viertel Prozentpunkt die Sätze des US-Dollars stabil blieben, bzw. jene der D-Mark zurückgingen.

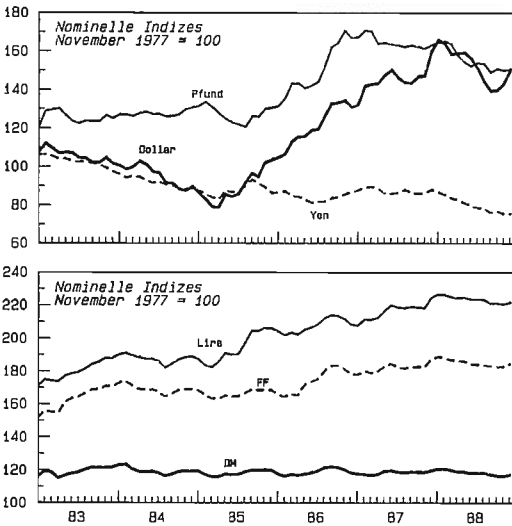
Nachdem die Zinssätze für Kundenfestgelder von Mai bis Mitte Juli mehrmals heraufgesetzt worden waren, blieben sie bis Mitte November unverändert. Für Dreimonatsdepots bei den Grossbanken wurden 3¼% bezahlt: Im Juni hatte der durchschnittliche Zinssatz noch 2¼% betragen. Die Verzinsung neuer eidgenössischer Geldmarkt-Buchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit, die im Juli 1988 um einen Prozentpunkt auf 3,95% gestiegen war, sank im Laufe des dritten Quartals auf 3,53% und blieb bis Anfang November praktisch unverändert.

Devisenmarkt

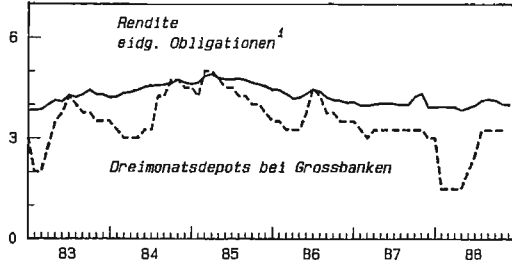
Im Laufe der Monate August bis November entwickelte sich der Schweizer Franken gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartnerländer uneinheitlich. Die Tieferebewertung gegenüber dem amerikanischen Dollar, die im April eingesetzt hatte, kam Mitte August bei einem Kurs von rund Fr. 1.60 zum Stillstand. Danach festigte sich der Franken im Einklang mit anderen Währungen. Gegen Ende Oktober lag der Dollar bei Fr. 1.50, und kurz nach der Präsidentschaftswahl in den Vereinigten Staaten fiel er auf 1.46. Die Frankenkurse des japanischen Yen und des britischen Pfundes schwankten um einen Mittelwert von etwa 1.19 bzw. 2.67 Franken. Gegenüber der D-Mark, dem französischen Franken und der italienischen Lira gewann der Franken leicht an Wert. Die D-Mark notierte im Durchschnitt der Monate August bis November bei rund 84 Rappen, d. h. knapp 2% über dem Mittelwert der entsprechenden Vorjahresperiode.

Nachdem die Schweizerische Nationalbank in

Grafik 15: Frankenurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinssatzentwicklung



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

den Monaten Juni bis August in Abstimmung mit anderen Notenbanken mehrmals am Devisenmarkt zugunsten der eigenen Währung interveniert hatte, kam es von September bis November nur noch zu wenigen Devisenmarktoperationen. Die Nationalbank verkaufte vorerst 30 Mio. Dollar und kaufte später 70 Mio. Dollar.

Die seit Beginn des Jahres 1988 beobachtete reale Tieferbewertung des Frankens setzte sich im dritten Quartal gegenüber allen wichtigen

Währungen fort. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal sank der Franken real am stärksten gegenüber dem japanischen Yen (-9,8%) und dem britischen Pfund (-9,3%). Gegenüber dem amerikanischen Dollar schwächte sich der Franken real um 4% ab, während er gegenüber der D-Mark (-0,4%) annähernd stabil blieb. Auf exportgewichteter Basis wurde der Franken insgesamt um 2,7% real tiefer bewertet als vor Jahresfrist.

Kapitalmarkt

Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen unter Berücksichtigung der Kündbarkeit lag im dritten Quartal 1988 mit 4,16% um rund einen Viertel Prozentpunkt höher als im Vorquartal. Allerdings verminderte sich die Rendite sowohl im September als auch im Oktober um je 0,1 Prozentpunkte, so dass sie Anfang November knapp unter die 4%-Marke fiel. Die sinkende Rendite erkärt sich teilweise dadurch, dass sich das Angebot an Papieren allererster Bonität wegen der guten Finanzlage der öffentlichen Hand verknappte. Wie bereits im Juni und August verzichtete der Bund auch im Oktober auf die Emission der angekündigten Anleihe von 250 Mio. Franken. Ausserdem zahlte er Anfang November zwei Bundesanleihen in Höhe von insgesamt 410 Mio. Franken zurück und kündigte vorzeitig die 4¼%-Bundesanleihe 1976/91 von 500 Mio. Franken per 15. Dezember 1988. Aufgrund ihrer guten Liquiditätslage ist auch der Nettoemissionsbedarf der Wirtschaft zur Zeit gering, während bei den institutionellen Anlegern der Anlagbedarf gross ist.

Nach zwei Erhöhungen von je einem Viertel Prozentpunkt um die Jahresmitte hoben die Banken Anfang September ihre Kassenobligationssätze erneut um einen Viertel Prozentpunkt an. Damit betragen die häufigsten Zinsvergütungen 4¼%, 4½% und 4¾% für Laufzeiten von 3–4, 5–6 und 7–8 Jahren. Gegenüber den Obligationenanleihen verbesserten sich die Konditionen der Kassaobligationen für die Anleger. Der kräftige Zeichnungszugang veranlasste verschiedene Banken, die Verzinsung für die längste Laufzeit Anfang November wieder auf 4½% zurückzunehmen.

Am Aktienmarkt stieg das Kursniveau von Ende Juni bis Ende September um 4,5% und im Oktober um weitere 4%. Damit wurde erstmals in diesem Jahr der entsprechende Vorjahresstand übertroffen. Gegenüber dem Höchststand vor dem Preissturz im Oktober 1987 wurden die Aktien aber immer noch um rund 20% tiefer bewertet.

Als die Firma Nestlé im November bekanntgab, dass sie künftig auch Ausländer als Namenaktiönäre akzeptieren werde, kam es am Aktienmarkt zu einer generellen Umbewertung zwischen den Namen- und Inhaberpapieren erstklassiger Gesellschaften. Die Kurse von Inhaberaktien und Partizipationsscheinen gingen zurück, während Namenaktien wesentlich höher notierten.

Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch aufgelegte Obligationenanleihen und Aktienemissionen betrug im dritten Quartal 14,8 Mrd. Franken (drittes Quartal 1987: 16,0 Mrd.). Davon entfielen 28% (18%) auf Kapitalaufnahmen inländischer Emittenten. Im Inlandbereich wurden keine Konversionen (Vorjahresquartal 0,1 Mrd.), hingegen Rückzahlungen von 2,6 Mrd. Franken (1,3 Mrd.) vorgenommen. Somit belief sich die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten auf 1,6 Mrd. Franken (1,5 Mrd.).

Kapitalexport

Der bewilligungspflichtige Kapitalexport betrug im dritten Quartal 13,5 Mrd. Franken. Damit lag er um 13% unter dem Ergebnis der Vorjahresperiode. Vor einem Jahr war der Kapitalexport allerdings wegen der damaligen Hausse an den Wertschriftenbörsen und den günstigen Swapkonditionen extrem hoch ausgefallen. Die um Saison- und Zufallseinflüsse bereinigten Werte weisen daher lediglich auf eine Verflachung der in der ersten Hälfte des Jahres sehr ausgeprägten Auftriebstendenzen hin. Bei den einzelnen Geschäftsarten verlief die Entwicklung unterschiedlich. Während die Anleihen (inkl. der nicht zur Kotierung vorgesehenen Belegungen) gegenüber dem dritten Quartal 1987 um 17% zurückgingen, nahmen die Kredite um 9% zu. Bei den Anleihen entfielen rund 50% auf eigenkapitalbezogene Emissionen, vorab Wandelanleihen; diese Quote entspricht dem vor Jahresfrist erzielten Höchstwert. Der hohe Anteil der Wandelanleihen ist durch den weiterhin ungestillten Eigenkapitalbedarf japanischer Schuldner – vor allem von Banken – bedingt. Er steht zum Teil im Zusammenhang mit der Empfehlung der Notenbankgouverneure der Länder der Zehnergruppe, gemeinsame Standards für das haftende Kapital der international tätigen Banken anzuwenden.

Der bewilligungspflichtige Kapitalexport blieb mit einem Anteil von 84% auch im dritten Quartal überwiegend auf die Industrieländer ausgerichtet. Der Rest verteilte sich zu ungefähr gleichen

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
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.	13 974,0	2 053,3	282,2	15 485,3
1987 4. Q.	6 662,2	4 347,4	197,8	11 207,4
1988 1. Q.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2. Q.	8 581,0	3 027,5	280,8	11 889,3
1988 3. Q.	10 835,9	2 370,0	179,2	13 385,1

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

Teilen auf die Entwicklungs- und Staatshandelsländer sowie auf die Entwicklungsorganisationen.

Mit Wirkung ab 27. Oktober 1988 wurden alle Beschränkungen im Kreditbereich aufgehoben. Diese Liberalisierung gilt sowohl für Kredite einzelner Banken als auch für syndizierte Kredite, unabhängig davon, ob der Kreditgeber bzw. die Syndikatsbanken in der Schweiz oder im Ausland ansässig sind. Für in der Schweiz domizilierte Institute besteht bei der Gewährung von Schweizer-Franken-Krediten ins Ausland, welche 10 Mio. Franken und eine Laufzeit von einem Jahr erreichen, gleich wie bei den heute schon generell bewilligten Fremdwährungskrediten nur noch eine Meldepflicht. Allerdings behält sich die Nationalbank in Absprache mit den Bundesbehörden vor, Kredite an ausgewählte Länder weiterhin einer individuellen Bewilligungspflicht zu unterstellen. Die Bestimmungen für Auslandemissionen werden von der Liberalisierung nicht berührt; Auslanleihen, die auf Schweizer Franken lauten oder eine Verbindung zum Schweizer Franken aufweisen, dürfen weiterhin nur von Instituten, die in der Schweiz domiziliert sind, begeben werden.

Bankbilanzen und Kredite

Die Anpassungen der Bilanzstruktur der Banken an die neuen Kassaliquiditätsvorschriften und den Aktienkurseinbruch im Oktober 1987 sind weitgehend abgeschlossen. Die Entwicklung der Bankbilanzen der 71 monatlich meldenden Banken wurde im dritten Quartal 1988 weiterhin von der guten Wirtschaftslage beeinflusst. Im Jahresvergleich lag die Bilanzsumme Ende September um 6,1% höher. Bei den Treuhandgeldern, die mit geringer zeitlicher Verzögerung der Wechselkursentwicklung Schweizer Franken/US-Dollar folgen, verstärkte sich das Wachstum seit Jahresbeginn. Ende September lagen die Treuhandanlagen 18,8% über dem Vorjahresstand (+23,3% seit Jahresbeginn).

Die Finanzanlagen (liquide Mittel, Guthabenüberschuss im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) sanken gegenüber dem dritten Quartal 1987 um 6,9%.

Mit Ausnahme des Interbankensaldos – er stieg um 19,0% – lagen sämtliche Posten unter dem Vorjahresniveau. Besonders ausgeprägt war dies bei den liquiden Mitteln der Fall. Die gesamten greifbaren Mittel¹, die zu rund 84% auf Schweizer Franken lauten, lagen mit durchschnittlich 7,8 Mrd. Franken in den ersten neun Monaten 1988 46% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Der Interbankensaldo übernimmt offensichtlich auch Liquiditätsreservenfunktionen und hilft weiterhin mit, die kurzfristige Zahlungsbereitschaft der Banken im Zeitpunkt der vierteljährlichen Bilanzveröffentlichung zu verbessern. Der Bestand an Wechseln und Geldmarktpapieren bildete sich innert Jahresfrist weiter zurück (-20,0%). Einer der Gründe dafür ist die höhere Eigenmittelunterlegung dieser Bilanzposition im Vergleich zu den Interbankenguthaben.

Die lebhaftere Kreditstätigkeit hielt im dritten Quartal an (14,2%). Die Inlandkredite, die rund 80% des gesamten Kreditvolumens ausmachen, lagen Ende September 11,6% über dem Vorjahresstand, während die Auslandkredite um 25,9% zunahm. Besonders stark stiegen die rund zur Hälfte auf Fremdwährungen lautenden festen Vorschüsse ohne Deckung (35,8%).

Die Publikumsfelder (Sicht-, Termin- und Spareinlagen sowie Kassaobligationen und Obligationen) lagen am Ende des dritten Quartals um 8,5% über dem Vorjahresstand (September 1987: 8,9%). Wegen der diesjährigen Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften für Banken blieb die Wachstumsrate der inländischen, auf Franken lautenden Kreditoren auf Sicht mit 18,6% Ende September ungewöhnlich hoch. Übereinstimmend tief war in derselben Zeitspanne die Zunahme von 0,3% bei den inländischen Termineinlagen in Schweizer Franken. Obwohl die Bestände der Spar- und Depositenhefte sowie der Kassenobligationen und Obligationen, wie im Vorjahr, seit Monaten stagnierten, wiesen sie immer noch Jahreszuwachsrate von 10,4% bzw. 9,2% auf.

¹ Vor allem Münzen, Noten, Postcheck, Guthaben bei der Nationalbank und der Girozentrale der Regionalbanken sowie konvertierbare fremde Geldsorten und Clearingguthaben ausländischer Filialen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 16 décembre 1988¹

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

Evolution de la conjoncture

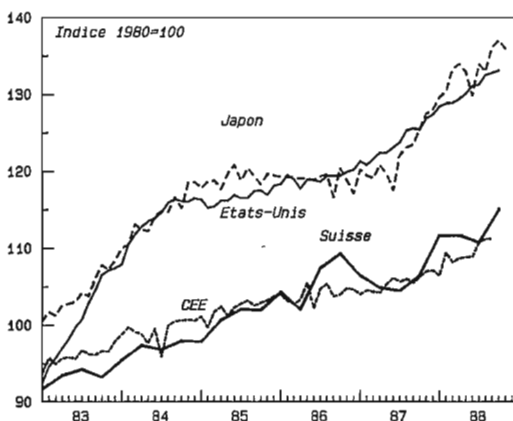
Un an après le krach boursier de 1987, l'économie mondiale est dans une situation bien meilleure à celle que les augures annonçaient alors. Selon les dernières prévisions de l'OCDE, la croissance réelle dans les Etats membres de l'Organisation devrait atteindre 4% en 1988. Au troisième trimestre également, les écarts entre les rythmes de croissance des pays de la zone ont été plus faibles que ceux des années précédentes. Si l'expansion a faibli légèrement aux Etats-Unis, la vigueur observée pendant les deux premiers trimestres s'est maintenue en Europe.

Toutes les composantes de la demande ont contribué à la bonne conjoncture, mais les investissements du secteur privé ont joué un rôle de premier plan. Dans la plupart des pays, les taux d'utilisation des capacités de production ont atteint les niveaux les plus élevés des cycles économiques précédents.

Dans le domaine des balances courantes, la résorption des déséquilibres entre les Etats-Unis et le Japon s'est ralentie. Le solde global des pays européens est resté inchangé, mais le déficit fortement accru du Royaume-Uni a été compensé par des excédents élevés, en République fédérale d'Allemagne notamment.

Compte tenu de la demande très vive et de l'utilisation élevée des capacités de production, le renchérissement n'a augmenté que faiblement

Graphique 1: Production industrielle



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

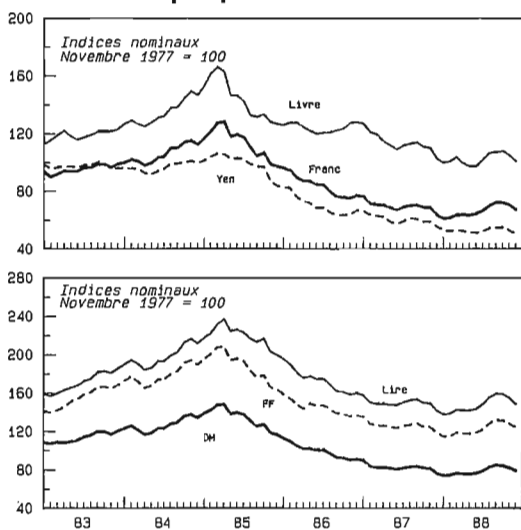
dans les pays de l'OCDE. Les prix à la consommation dépassaient en août de 3,9% leur niveau du même mois de 1987; au premier semestre, leur hausse annuelle s'inscrivait autour de 3,5%. L'accélération du renchérissement a été modérée du fait essentiellement de l'effondrement des prix pétroliers. A cause des divergences de vues qui sont apparues entre les membres du cartel de l'OPEP, les prix pétroliers sont tombés, à la mi-octobre, à leur plus bas niveau depuis deux ans et demi. Jusque-là, l'assèchement du marché du travail n'a provoqué une hausse sensible des coûts salariaux qu'au Royaume-Uni. Si la croissance économique rapide se maintient, les autres pays, en particulier les Etats-Unis, risquent eux aussi d'enregistrer une surchauffe, accompagnée de vives augmentations des salaires et des prix.

Politique économique

Depuis le printemps de 1988, la plupart des pays industrialisés ont donné un caractère plus res-

¹ Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1988

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



trictif, mais dans des proportions variables, à leur politique monétaire. Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a accentué graduellement le degré de rigueur de sa politique, jusqu'au relèvement du taux officiel de l'escompte en août, puis a maintenu le cap jusqu'au début de novembre. La Banque d'Angleterre est celle qui a le plus resserré les rênes, étant donné la rapide accélération du renchérissement et le fort déficit du commerce extérieur. De toutes les grandes banques centrales, la Banque du Japon a été la seule à rester à l'écart des hausses, coordonnées sur le plan international, des taux directeurs au cours des mois de juillet et d'août. Les instituts d'émission des pays de l'Europe continentale ont resserré leur politique, à cause en partie de la forte revalorisation du dollar.

Marchés des changes

Après une phase de redressement vigoureux, le dollar des Etats-Unis a perdu entre 2 et 5%, durant les mois d'octobre et de novembre, face aux principales monnaies. Le repli le plus fort a été enregistré vis-à-vis du yen et le plus faible, par rapport à la livre sterling. Etant donné ce mouvement de baisse du dollar – la monnaie américaine a atteint en août ses niveaux les plus

élevés de l'année –, les banques centrales ont mis fin aux ventes massives de dollars qu'elles avaient effectuées en été pour soutenir leur monnaie. Au sein du Système monétaire européen (SME), seule la Banque d'Italie a dû intervenir, à plusieurs reprises, pour maintenir la lire à l'intérieur des marges de fluctuations prévues.

Du troisième trimestre de 1987 à la même période de 1988, le cours du dollar, en données pondérées par le commerce extérieur, a fléchi de 6% en termes nominaux et de 3,8% en termes réels. Pendant la même période, le yen s'est raffermi de 8,8% en termes nominaux et de 5,4% en termes réels. En revanche, le mark allemand est resté plus stable puisqu'il a diminué de 0,5% en termes nominaux et de 2,9% en termes réels. Quant au franc suisse, il a faibli de 2,7% en termes réels.

Coopération monétaire internationale et problèmes de l'endettement

La stratégie mise en œuvre jusque-là pour résoudre la crise de l'endettement a été réaffirmée, pour l'essentiel, lors de l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale, qui a eu lieu à Berlin, à fin septembre. Cette stratégie consiste à chercher des solutions, pays par pays, aux problèmes de la dette et à mettre en place de nouveaux instruments financiers pour alléger le fardeau de la dette – sur des bases volontaires et conformes au marché – mais aussi pour favoriser l'octroi de nouveaux fonds aux pays en développement. Les pays industrialisés se sont opposés avec détermination au transfert des risques du secteur privé au secteur public. Toutefois, l'idée d'une remise partielle de la dette des pays en développement les plus pauvres – ces pays sont débiteurs avant tout des gouvernements des pays industrialisés occidentaux – est de plus en plus envisagée.

Au mois d'octobre, la Banque mondiale a accordé à l'Argentine un crédit de 1,25 milliard de dollars en vue de financer des investissements et des adaptations structurelles dans le domaine du crédit et dans celui du commerce extérieur notamment. Ce crédit ne s'inscrit pas dans la

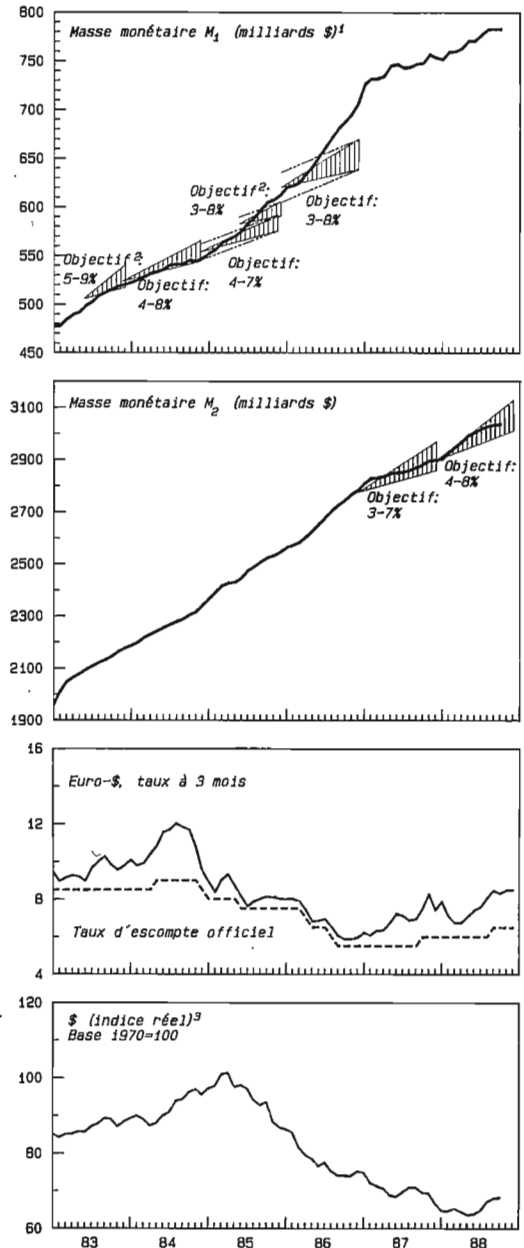
stratégie suivie jusque-là, dans la mesure où il n'est pas lié à l'application d'un programme économique approuvé par le FMI. Le programme lancé au mois d'août par le gouvernement argentin pour assainir l'économie et lutter contre l'inflation galopante a été jugé insuffisant par le Fonds monétaire international (FMI) pour l'octroi d'un crédit stand-by. La décision de la Banque mondiale a soulevé des critiques de la part du FMI, car elle est en rupture avec la répartition des tâches, jusque-là claire, entre les deux institutions de Bretton Woods. Le FMI a cependant approuvé le versement, par la Banque des Règlements Internationaux et le Trésor américain, du crédit relais de 500 millions de dollars qui avait été convenu en août avec l'Argentine. La Banque nationale suisse a participé à l'octroi de ce crédit en accordant une promesse de substitution de 12,5 millions de dollars.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Après correction des variations saisonnières, la croissance du produit national brut réel a fléchi, en taux annualisé, de 3,2% au premier semestre à 2,6% au troisième trimestre, passant ainsi au-dessous des rythmes observés les sept trimestres précédents. Abstraction faite des conséquences que la sécheresse a eues sur la production agricole, elle aurait été de 3,2%. L'expansion des investissements des entreprises s'est ralentie nettement: en taux annualisé, ils ont augmenté de 4,8%, contre 15% au deuxième trimestre. La demande de biens et de services du secteur public a diminué au troisième trimestre, mais la consommation privée et les stocks ont continué de s'accroître à peu près à leur rythme de la période précédente. Les importations, qui avaient reculé au deuxième trimestre, ont augmenté de nouveau, en volume et en taux annualisé, de 11,6% le trimestre suivant. Bien que les exportations aient enregistré une nouvelle progression en volume, le déficit commercial s'est creusé légèrement, en termes réels, pour la première fois depuis un an. En termes nominaux toutefois, il a diminué de 90,4 milliards au

Graphique 3: Etats-Unis



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Système de Réserve Fédérale)

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

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

deuxième trimestre à 82,4 milliards de dollars les trois mois suivants (en chiffre annualisé). L'évolution du commerce extérieur est à rattacher aux fluctuations des cours de change. Dès le début de 1988, le dollar s'est raffermi sensiblement face aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis. Au troisième trimestre, il atteignait, vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes, des niveaux supérieurs à ceux qui étaient observés un an auparavant; par rapport au yen toutefois, il enregistrait encore une baisse de 11%.

Dans les entreprises, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté de 83,1 en juin à 84% en octobre. Le taux de chômage s'inscrivait à 5,3% en octobre, soit à son niveau le plus bas depuis quatorze ans. L'indice des indicateurs conjoncturels avancés, que publie le Département du Commerce, a fléchi de 0,1% en septembre. Après avoir perdu 0,7% en juillet, il avait repris 0,5% en août. Ces fluctuations traduisent l'incertitude, largement répandue, qui règne au sujet de l'évolution de la conjoncture durant les prochains trimestres.

Pour l'année budgétaire 1988 qui a pris fin en septembre, les comptes de l'Etat se sont soldés par un déficit de 155,1 milliards de dollars. Ce déficit dépasse de 5,4 milliards le précédent, lequel était inférieur de 71 milliards de dollars à celui de l'exercice 1986. Les décisions adoptées à la fin de 1987 – réduction de certaines dépenses et augmentation de 30 milliards de dollars des recettes – n'ont permis en fait que d'empêcher une croissance encore plus forte de l'excédent de dépenses.

Au troisième trimestre, les prix à la consommation dépassaient de 4,1% le niveau observé un an auparavant. Du deuxième au troisième trimestre, ils ont augmenté de 4,8% en taux annualisé (4,8% également le trimestre précédent). Face à la reprise du renchérissement, le Système de Réserve Fédérale a agi comme il l'avait annoncé et poussé de nouveau le taux des fonds fédéraux à la hausse. A fin octobre, ce taux s'élevait à 8,3%. Depuis le mois de novembre 1987, il a regagné ainsi près de deux points. A la suite de cette évolution, qui rend la détention de réserves plus onéreuse pour les banques, la

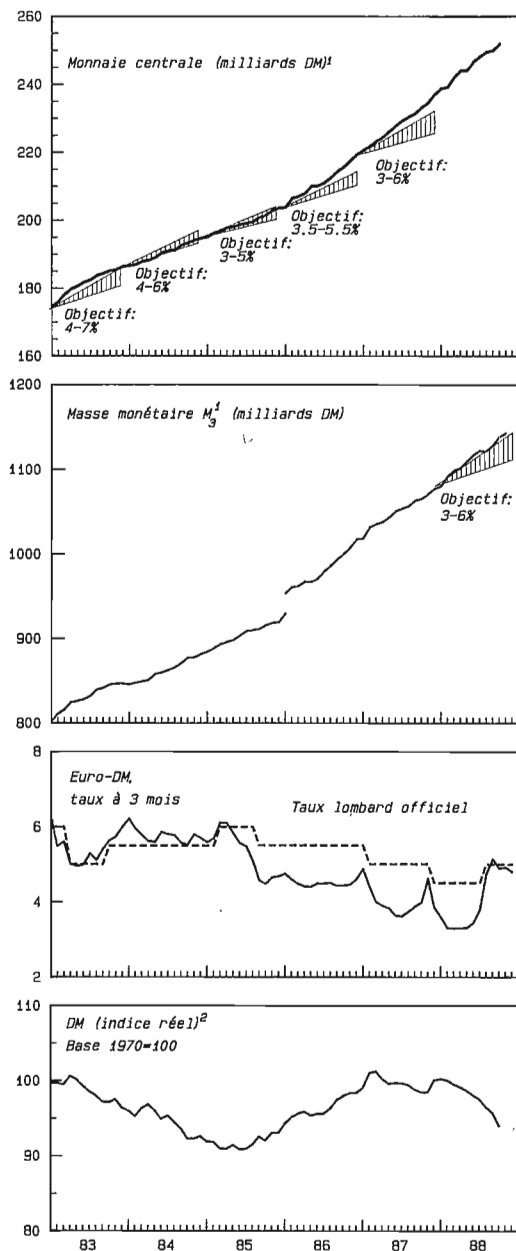
croissance des agrégats M_2 et M_3 a diminué à 6% et 6,7% au troisième trimestre; elle a donc passé au centre de la fourchette de 4 à 8%, choisie comme objectif pour chacun de ces deux agrégats. Contrairement aux rémunérations à court terme, les taux à long terme ont peu varié par rapport à l'année précédente. Le rendement des emprunts d'Etat à long terme s'inscrivait à 9% à la fin du mois d'octobre, contre 9,1% un an auparavant.

République fédérale d'Allemagne

Au deuxième trimestre, le produit national brut réel de l'Allemagne fédérale s'est stabilisé à son niveau élevé des trois mois précédents. Il a progressé toutefois de 3,4% en comparaison annuelle. La conjoncture a été stimulée principalement par les investissements. Par rapport au deuxième trimestre de 1987, les investissements en biens d'équipement se sont accrus d'environ 6,5% et les constructions, de 3,9%. La consommation privée a augmenté à une cadence nettement plus faible (1,8% seulement). Toutefois, en moyenne des deux premiers trimestres de l'année, les dépenses de consommation ont enregistré un taux annuel d'expansion très proche de celui de 1987 (3,2%). La vigueur de la demande intérieure a engendré un accroissement des importations en volume. Quant aux exportations, elles ont retrouvé elles aussi un certain dynamisme, après avoir stagné, en volume, l'année précédente.

La conjoncture favorable s'est maintenue au troisième trimestre. Des impulsions sont venues du commerce de détail: le chiffre d'affaires y a progressé nettement d'un trimestre à l'autre. En outre, la demande d'investissements et la demande étrangère, toutes deux toujours soutenues, ont contribué au climat positif qui règne au sein de l'industrie. Les entrées de commandes que l'industrie de transformation a reçues de résidents et de non-résidents ont augmenté de 7% par rapport au troisième trimestre de 1987. En comparaison annuelle, la croissance moyenne de la production industrielle s'est accélérée, passant de 2,5% au deuxième trimestre à 4,3% au trimestre suivant.

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

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

Au premier semestre, l'emploi dépassait de 0,5% le niveau observé un an auparavant. La plupart des nouveaux emplois ont été créés dans le secteur des services. Le taux de chômage s'inscrivait à 8,6% au mois d'octobre, contre 9% un an auparavant.

Grâce à la demande étrangère particulièrement vigoureuse dans le domaine des biens d'équipement, les exportations de marchandises se sont accrues fortement, en valeur, au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, leur progression a atteint 9,9%, alors que celle des importations a été de 8,4%. En données corrigées des variations saisonnières, la balance commerciale a dégagé un excédent de 95 milliards de marks pour les neuf premiers mois de l'année, contre 87,6 milliards pour la même période de 1987. Le solde actif de la balance courante s'est inscrit à 65 milliards de marks. Comparé au résultat des trois premiers trimestres de l'an dernier, il a peu augmenté du fait que le déficit de la balance des services s'est creusé.

Le taux annuel de renchérissement a passé de 0,7% en janvier à 1,3% en octobre. Etant donné cette accélération mais aussi la vigueur de la conjoncture et le cours élevé du dollar, la Banque fédérale d'Allemagne a adopté une politique monétaire plus restrictive au deuxième trimestre. Sur le marché des euro-marks, la rémunération des dépôts à trois mois a passé de 3,5% à fin avril à 5,1% à fin août. La croissance de la masse monétaire M_3 – la Banque fédérale d'Allemagne a fixé son objectif monétaire en termes de M_3 – a alors fléchi. Par rapport à la moyenne du quatrième trimestre de 1987, la progression de cet agrégat a diminué, en taux annualisé, de 7,4% en juin à 6,6% en septembre. Elle s'est ainsi rapprochée de la fourchette de 3 à 6% choisie comme objectif.

En octobre, la croissance de M_3 a augmenté à 6,8% et le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-marks a passé au-dessous de 5%. Ce léger repli des taux d'intérêt est à mettre en rapport avec le raffermissement du mark au sein du SME, notamment face au franc français. Après avoir été relevés en plusieurs étapes pendant les mois de juin à août, les taux directeurs

sont restés inchangés à 4,25% (taux auquel la Banque fédérale d'Allemagne prend des effets en pension), à 3,5% (taux de l'escompte) et à 5% (taux des avances sur nantissement).

Royaume-Uni

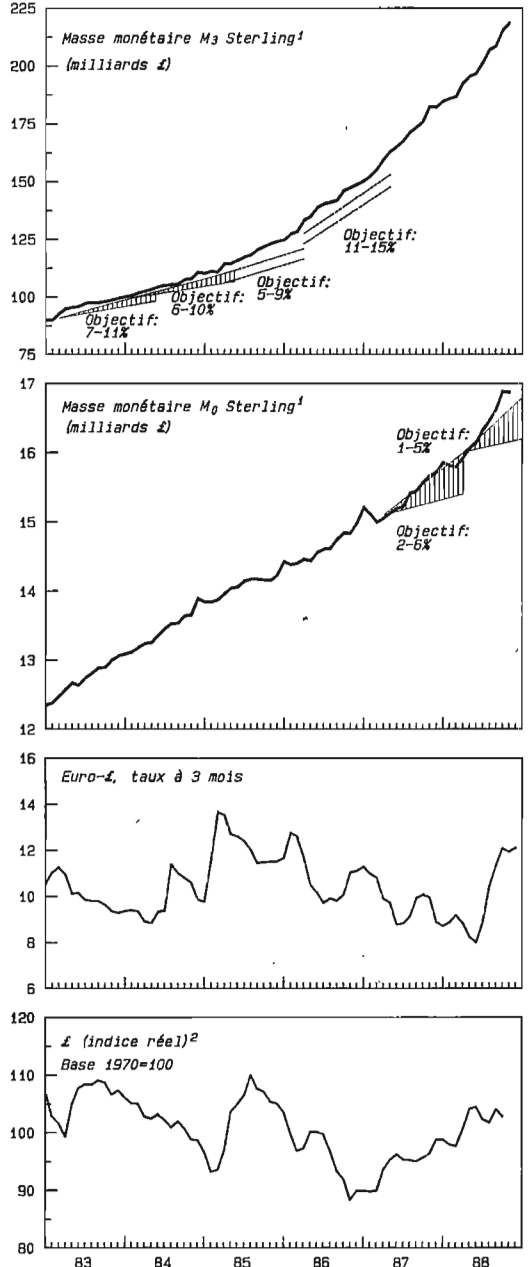
Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel était supérieur de 4% à son niveau de la même période de 1987. La demande intérieure s'est accrue de 5,3%, en taux annualisé, par rapport aux trois premiers mois de l'année et de 5,6% par rapport au deuxième trimestre de 1987. Les principales impulsions se sont déplacées, les investissements ayant pris le relais de la consommation privée. Du premier au deuxième trimestre, les dépenses de consommation ont progressé, en taux annualisé, de 1,5% et les investissements, de 16,2%. Les investissements dépassaient de 10,5% leur niveau du deuxième trimestre de 1987.

L'économie a poursuivi sa vigoureuse croissance au troisième trimestre. En comparaison annuelle, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue de 6,9% (3% au deuxième trimestre) et les dépenses de consommation, de 5,7% en termes réels. Le taux de chômage a diminué de 8% en juillet à 7,7% en octobre.

La demande intérieure étant forte, les importations ont augmenté vigoureusement, en valeur, d'un trimestre à l'autre. Quant aux exportations, elles ont stagné, tant en valeur qu'en volume. Le déficit de la balance commerciale s'est accru par conséquent d'environ un milliard de livres, par rapport au deuxième trimestre, pour atteindre 5,5 milliards. Comme l'excédent de la balance des services est resté probablement inchangé à 1,5 milliard, le solde passif de la balance courante a augmenté à 4 milliards de livres au troisième trimestre.

Alors que la balance courante britannique se détériorera fortement en 1988, l'exercice budgétaire 1988/89 enregistrera probablement un excédent sensiblement accru. Au lieu des 3,2 milliards de livres prévus à l'origine, l'excédent de recettes des comptes de l'Etat devrait atteindre quelque 10 milliards. Il s'élèvera à environ 4

Graphique 5: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs de 1982 à 1985: du mois de février au mois de mars de l'année suivante; à partir de 1986: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante (source: Banque d'Angleterre)

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

milliards de livres, sans les recettes provenant de la privatisation d'entreprises publiques. Cette amélioration substantielle des finances publiques s'explique à la fois par la hausse vigoureuse et inattendue des recettes fiscales et par des dépenses moins fortes que prévu, notamment dans le domaine social. Ainsi, la part des dépenses publiques au produit intérieur brut devrait passer au-dessous de 40% pour la première fois depuis vingt ans.

L'accélération de l'inflation est la principale préoccupation du gouvernement britannique. Le taux annuel de renchérissement, qui s'inscrivait à 3,3% au début de l'année, a augmenté à 6,4% en octobre; c'est là un indice qui montre clairement que l'économie britannique est entrée dans une phase de surchauffe.

Les autorités monétaires britanniques ont réaffirmé leur volonté de juguler l'inflation. Le taux de base – taux que les banques appliquent aux débiteurs de premier ordre – a été porté à 12% à fin août et à 13% à fin novembre. Les premiers signes de contraction de la demande, conséquence inéluctable de l'augmentation massive des taux d'intérêt, sont apparus sur le marché immobilier, où la hausse des prix s'est ralentie notablement durant les mois d'été.

Pendant les mois de juillet à septembre, la croissance de la base monétaire (M_0) a pris une allure plus rapide; en taux annualisés, elle s'est inscrite en moyenne à 7,6% au troisième trimestre, contre 6,3% le trimestre précédent. La fourchette de 1 à 5%, fixée comme objectif pour l'exercice budgétaire 1988/89, était donc largement dépassée. La grève des postes, en septembre, est en partie responsable de cette accélération; l'entreprise des postes a été obligée de détenir davantage de numéraire pour assurer le bon déroulement du trafic des paiements, le versement des rentes notamment. Les agrégats M_3 et M_4 ont augmenté eux aussi plus rapidement. Au troisième trimestre, M_3 dépassait en moyenne de 21,1% le niveau observé un an auparavant; pour M_4 , la croissance s'inscrivait à 17,8%.

France

Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel de la France était supérieur de 0,6% à son niveau des trois mois précédents et de 3,2% à celui de la période correspondante de 1987. Les investissements en biens d'équipement (croissance réelle, en comparaison annuelle: 8,5%) et les exportations (9,7%) ont été les principaux éléments moteurs de la conjoncture. Les investissements en construction ont progressé de 5%. Quant à la consommation privée, elle n'a guère varié d'un trimestre à l'autre, mais augmenté de 2,5% par rapport au deuxième trimestre de l'année précédente. La vigueur des investissements s'est traduite par une forte croissance des importations de biens d'équipement. Au total, les importations se sont élevées de 7,6%, en volume, par rapport à la même période de 1987.

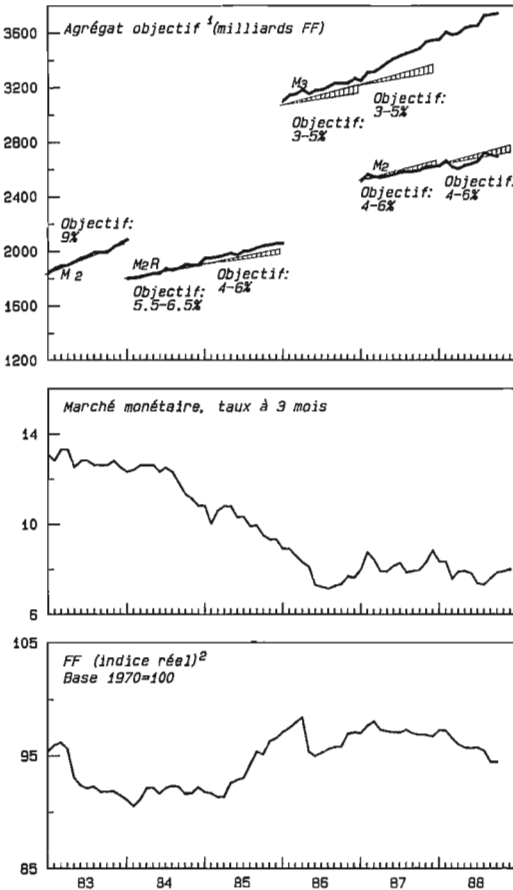
On peut déduire des enquêtes effectuées en été sur la conjoncture que la demande de consommation a été relativement faible au troisième trimestre et que les investissements sont restés vigoureux. La production industrielle a progressé légèrement; au troisième trimestre, elle dépassait de 5% le niveau enregistré un an auparavant.

Le nombre des chômeurs ayant augmenté légèrement pendant les mois de mai à juillet, le gouvernement français a pris de nouvelles mesures pour encourager la création d'emplois. Il a apporté des allègements dans le domaine des cotisations sociales et adopté un programme destiné à faciliter la réinsertion des chômeurs. En septembre, le taux de chômage s'inscrivait à 10,2%, contre 10,5% un an auparavant.

Le solde passif de la balance commerciale a passé à 12 milliards de francs français au troisième trimestre; il avait été de 6,2 milliards pendant la même période de l'année précédente. Après avoir été approximativement en équilibre au deuxième trimestre, la balance courante s'est soldée probablement par un déficit au troisième trimestre.

Le nouveau gouvernement français a l'intention de maintenir une politique budgétaire restrictive en 1989. Atteignant 4,7%, l'augmentation prévue

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; à partir de 1986: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque de France)

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

des dépenses publiques restera inférieure à celle du produit intérieur brut nominal. Le déficit de l'Etat est estimé à 100 milliards de francs français, contre probablement 115 milliards en 1988. Exprimé en pour-cent du produit intérieur brut, il devrait ainsi diminuer de 2,2% cette année à 1,7% en 1989. Une nouvelle réduction de la charge fiscale est envisagée pour tenir compte notamment des efforts d'harmonisation au sein de la Communauté économique européenne. Il

est prévu de ramener de 42% à 39% le taux d'imposition frappant les bénéficiaires non distribués des entreprises et de réduire la TVA sur différents services. En outre, aucune nouvelle privatisation n'est envisagée, et un impôt sur la fortune devrait procurer à l'Etat 4,1 milliards de francs français de recettes supplémentaires.

En octobre, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3%; son niveau le plus bas, soit 2,4%, remonte à janvier 1988. En moyenne annuelle, le renchérissement sera probablement moins élevé en 1988 qu'en 1987.

L'expansion monétaire s'est accélérée quelque peu. Aux mois d'août et de septembre, la masse monétaire M₂ dépassait de 4,2%, en taux annualisé, son niveau de la période de référence qui est le quatrième trimestre de 1987. Elle évoluait ainsi, pour la première fois, à l'intérieur de sa fourchette de 4 à 6%.

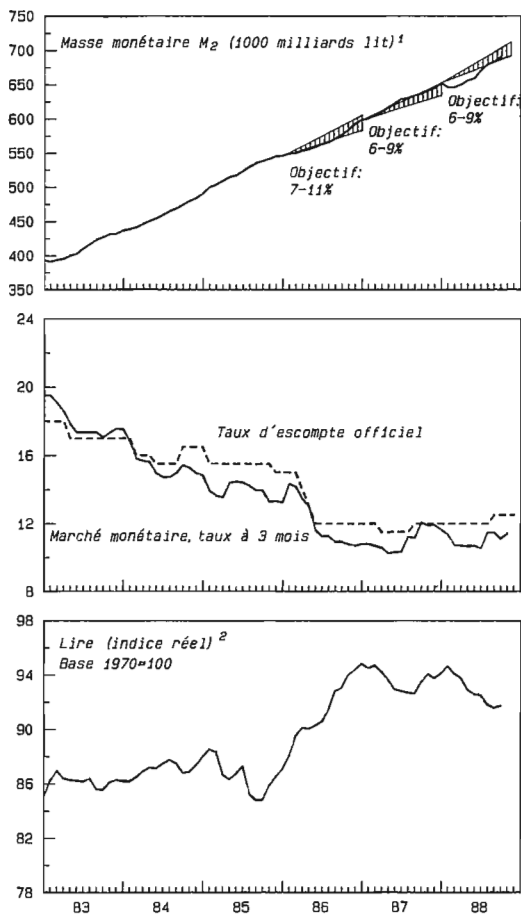
En octobre, le franc français a subi de fortes pressions au sein du SME. En vue de soutenir sa monnaie, la Banque de France a porté de 7% à 7,25% son taux d'intervention sur le marché monétaire.

Italie

L'économie italienne a poursuivi son essor au deuxième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1987, le produit intérieur brut réel a progressé de 3,1%, contre 3,4% au premier trimestre. La demande étrangère a fortement contribué à cette expansion. Après avoir atteint près de 4% les deux trimestres précédents, la croissance de la demande intérieure a fléchi à 1,2%. Ce repli s'explique notamment par l'évolution des investissements – dans les transports et la construction – et des stocks. La consommation privée et les achats de biens et de services du secteur public ont augmenté approximativement à leur rythme du premier trimestre.

Le dynamisme de la conjoncture a continué en été. La production industrielle, qui avait diminué légèrement au deuxième trimestre, a augmenté de nouveau. Pour les neuf premiers mois de

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)

l'année, elle a atteint un niveau dépassant de 5,1% le chiffre de la période correspondante de 1987. Le taux d'utilisation des capacités techniques a passé à près de 80%. Quant au taux de chômage, il n'a guère varié depuis le début de l'année (12,1% en juillet).

Le solde passif de la balance commerciale pour les huit premiers mois de l'année a atteint 7288 milliards de lire, résultat qui est très proche de

celui de la période correspondante de 1987. Les exportations ont progressé de 11,5% et les importations, de 10,8%. Selon des estimations provisoires, la balance courante a enregistré un déficit de 4000 à 4500 milliards de lire pour les trois premiers trimestres, alors qu'elle était à peu près en équilibre un an auparavant.

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 4,9% le niveau du même trimestre de 1987. Le budget proposé pour 1989 se solde par un déficit atteignant 10,2% du produit intérieur brut. Les besoins élevés de fonds de l'Etat ont empêché une détente des taux d'intérêt. Le rendement des bons du Trésor à six mois a augmenté de 10,63% en juin à 11,41% en septembre.

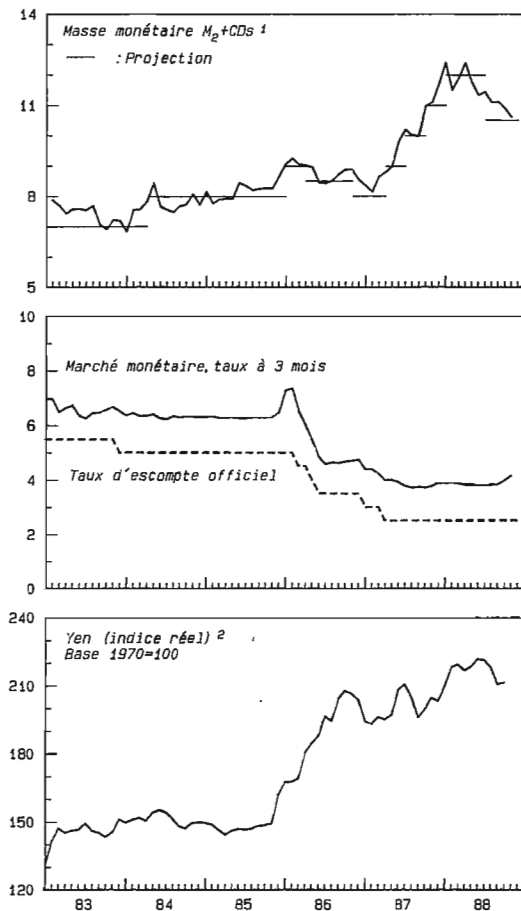
Après être restée inférieure à l'objectif de 6 à 9%, la croissance de la masse monétaire M_2 s'est accélérée pour passer, au troisième trimestre, à l'intérieur de la fourchette. Au cours des huit premiers mois de l'année, les crédits accordés au secteur privé ont augmenté de 15,3%, en taux annualisé, soit à un rythme dépassant nettement la fourchette de 6 à 10% visée par les autorités. Pour 1989, la Banque d'Italie n'a guère modifié ses objectifs: elle entend maintenir entre 6 et 9% la croissance de M_2 et entre 7 et 10% celle des crédits au secteur privé.

Japon

Après une progression exceptionnellement rapide au premier trimestre de 1988, l'économie japonaise a un peu ralenti sa cadence. Au cours de l'été toutefois, elle a retrouvé un net dynamisme, grâce à la vivacité de la demande intérieure.

Au deuxième trimestre de 1988, le produit national brut réel était inférieur de 1% au niveau des trois mois précédents, mais supérieur de 5,6% à celui de la période correspondante de 1987. Les investissements en biens d'équipement, qui ont enregistré une croissance annuelle réelle de 16%, ont été le principal moteur de la conjoncture. La consommation intérieure s'est inscrite elle aussi en hausse, tandis que la construction de logements du secteur privé, principal stimu-

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)

lant de l'expansion en 1987, a fléchi de 9,4% du premier au deuxième trimestre.

Au cours de l'été, le nombre des projets de construction a de nouveau augmenté dans le domaine des logements, mais sans atteindre le niveau record du second semestre de 1987. La croissance de la production industrielle est restée élevée; par rapport à la période correspondante de l'année précédente, elle s'est inscrite à 9,2% au troisième trimestre, contre plus de 10%

au premier semestre. Selon des enquêtes sur la conjoncture, la propension à investir des entreprises est restée soutenue. Les commandes accrues de machines le montrent également. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a lui aussi progressé. De nombreuses entreprises ont revu à la hausse leurs prévisions de bénéfices pour l'année budgétaire qui s'achèvera à fin mars 1989. Au troisième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à 2,5%.

En données corrigées des variations saisonnières, l'excédent de la balance commerciale a augmenté légèrement pour atteindre 22,6 milliards de dollars au troisième trimestre. Les trois mois précédents, il avait diminué à 20,7 milliards de dollars. La balance courante a dégagé un excédent de 17,8 milliards de dollars, contre 16,8 milliards au deuxième trimestre.

Le taux annuel de renchérissement est resté inférieur à 1% au troisième trimestre. Il a passé toutefois à 1,1% au mois d'octobre.

Sur le marché monétaire, le taux à trois mois («Gensaki») a augmenté de 3,82% en juin à 4,26% en octobre. Le taux officiel de l'escompte (2,5%) n'a plus été modifié depuis le 23 février 1987. La Banque du Japon a maintenu le caractère plutôt expansionniste de sa politique monétaire. De toutes les grandes banques centrales, elle a été la seule à renoncer à relever les taux directeurs en juillet et en août. Contrairement à d'autres instituts d'émission, elle n'est pas intervenue non plus pour freiner la hausse du dollar. Au troisième trimestre, la masse monétaire $M_2 + CD$ dépassait de 10,9% le niveau observé un an auparavant. Pour le quatrième trimestre, la Banque du Japon a fixé entre 10 et 11% son objectif d'expansion monétaire. Elle a donc maintenu la projection qu'elle avait adoptée pour le troisième trimestre.

A la mi-novembre, la Chambre basse a approuvé une réforme fiscale qui prévoit l'introduction d'une taxe à la valeur ajoutée, au taux de 3%, et une réduction des impôts directs. On s'attend à ce que la Chambre haute adopte elle aussi cette réforme en décembre.

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1984	1985	1986	1987a)	1987a)		1988a)			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	6,8	3,4	2,8	3,4	3,0	3,9	5,0	4,8	4,3	3,8
Rép. féd. d'Allemagne	3,3	2,0	2,5	1,7	0,7	1,5	2,3	4,2	3,4	-
Royaume-Uni b)	3,0	3,6	3,3	4,6	4,1	5,7	4,6	4,2	4,0	-
France b)	1,5	1,7	2,1	2,4	1,8	2,4	2,7	3,5	3,2	-
Italie b)	3,5	2,9	2,9	3,1	3,0	3,0	2,8	3,4	3,1	-
Japon	5,0	4,9	2,4	4,2	2,8	4,1	5,3	6,7	5,6	-
Suisse b)	1,8	4,1	2,8	2,3	2,2	2,6	2,4	3,5	2,9	-

a) Chiffres provisoires b) BIP

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

	1984	1985	1986	1987	1988		1988			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	4,3	3,5	1,9	3,7	3,9	4,1	4,1	4,0	4,2	4,2
Rép. féd. d'Allemagne	2,4	2,2	-0,2	0,2	1,1	1,2	1,0	1,1	1,4	1,3
Royaume-Uni	5,0	6,1	3,4	4,2	4,2	5,5	4,8	5,7	5,9	6,4
France	7,4	5,8	2,7	3,1	2,5	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0
Italie	10,8	8,6	6,1	4,6	5,0	4,9	4,9	5,0	4,8	4,7
Japon	2,2	2,0	0,6	0,1	0,2	0,6	0,5	0,6	0,6	1,1
Suisse	2,9	3,4	0,8	1,4	2,1	1,9	1,8	1,8	2,0	2,0

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

	1984	1985	1986	1987	1988		1988			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	7,5	7,1	6,9	6,2	5,4	5,5	5,4	5,6	5,4	5,3
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,1	9,3	9,0	8,9	8,9	8,8	8,9	8,8	8,7	8,6
Royaume-Uni b), d)	10,9	11,1	11,4	10,2	8,4	7,9	8,0	7,8	7,9	7,7
France b)	9,9	10,2	10,5	10,6	10,2	10,3	10,4	10,4	10,2	-
Italie b)	10,4	10,6	11,0	12,0	12,1c)	-	12,1	-	-	-
Japon	2,7	2,6	2,8	2,8	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4
Suisse	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7

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 (balance des revenus; solde en milliards de dollars, données cvs)

	1984	1985	1986	1987a)	1987a)		1988a)			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	-106,5	-117,7	-140,6	-154,0	-41,3	-43,4	-33,5	-36,9	-33,3	-
Rép. féd. d'Allemagne	9,8	16,4	39,2	44,8	11,5	10,9	10,3	9,1	15,5	12,4
Royaume-Uni	1,7	3,8	-0,1	-3,0	-0,5	-1,5	-2,2	-5,0	-5,1	-7,1
France	-0,8	-0,2	2,9	-5,0	-1,2	-1,1	-2,6	1,0	0,0	-
Italie	-2,9	-4,1	2,2	-1,0	-0,5	-1,3	-1,2	-5,2b)	-	-
Japon	35,0	49,2	85,8	87,0	21,3	19,9	20,5	23,2	16,8	17,8
Suisse b)	3,4	5,0	6,9	7,3	1,4	1,3	1,9	3,2	1,1	0,5

a) Chiffres provisoires

b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,8% son niveau de la période correspondante de 1987. Ainsi, sa progression pourrait être de quelque 3% pour l'ensemble de 1988. En Suisse comme dans la plupart des pays industrialisés, la croissance économique est donc nettement plus forte que ce qui avait été prévu. Plusieurs indices – taux d'utilisation élevé des capacités techniques, manque de main-d'œuvre et forte progression des constructions artisanales et industrielles notamment – montrent que la haute conjoncture se maintient.

L'industrie suisse a bénéficié de la conjoncture vigoureuse, soutenue avant tout par les investissements en biens d'équipement, des pays vers lesquels elle exporte. Au troisième trimestre, les exportations de biens dépassaient de 6,4%, en volume, leur niveau des trois mêmes mois de 1987. La croissance des exportations totales a toutefois faibli un peu par rapport au premier semestre. Ce ralentissement s'explique par le fait que les exportations de services n'ont guère augmenté à cause de la saison touristique assez moyenne. Les investissements ont continué à progresser vigoureusement, sans toutefois atteindre leur rythme élevé de l'année dernière. D'un trimestre à l'autre, les dépenses de consommation privée se sont accélérées; au troisième trimestre, elles étaient supérieures de 2,7% à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

La forte expansion de la demande globale a conduit à une utilisation plus intense des ressources techniques et humaines. Selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie a augmenté à 88% au troisième trimestre; un tel niveau n'avait plus été observé depuis 1974. Le nombre des personnes occupées s'est accru avant tout dans le secteur des services et dans la construction.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement a passé de

2,1% au deuxième trimestre à 1,9% au troisième. Par contre, le renchérissement s'est accéléré si l'on considère l'évolution des prix de gros et des prix dans le secteur de la construction.

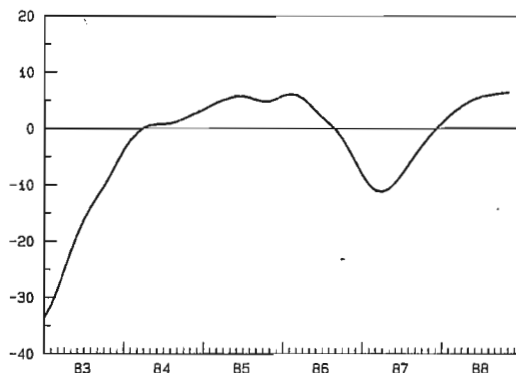
Les nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités bancaires et l'extension du SIC (Swiss Interbank Clearing) ont permis aux banques de réduire encore leurs encaisses. Etant donné cette diminution, la Banque nationale a ramené le volume des avoirs en comptes de virements de 5,8 milliards en juillet à 4 milliards de francs en novembre. Le cours de sa politique monétaire a été un peu plus restrictif qu'au premier semestre. La hausse des rémunérations à court terme reflète ce resserrement.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

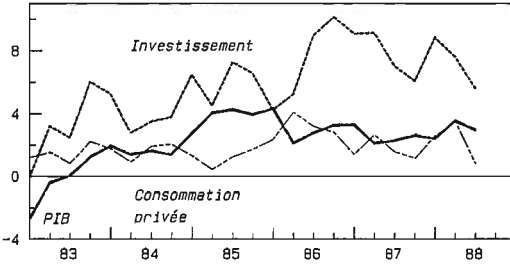
Au troisième trimestre de 1988, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,8% par rapport au niveau enregistré une année auparavant.

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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹

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

L'expansion de la production intérieure est donc restée approximativement sur le sentier de croissance, nettement supérieur à 2%, observé depuis le milieu de 1987. Elle reposait toujours sur une large assise et a été stimulée aussi bien par la demande intérieure que par celle de l'étranger. La progression de la consommation privée a été plus forte que l'an dernier, alors que celle des investissements a faibli durant le même laps de temps. Dans ce dernier secteur, l'importance que les investissements en construction avaient gagnée au premier semestre, au détriment de ceux en biens d'équipement, s'est atténuée durant le troisième trimestre. La croissance des exportations s'est ralentie par rapport au premier semestre; si les livraisons de marchandises à l'étranger ont progressé quasiment au même rythme aux deuxième et troisième trimestres, les exportations de services ont stagné durant la même période, en raison surtout de l'évolution modérée du tourisme.

La persistance de la bonne conjoncture en Suisse est également reflétée par l'augmentation de 8%, du deuxième au troisième trimestre, de l'indice de la production industrielle, mais aussi par le taux élevé d'utilisation des capacités techniques. Ce taux, qui fait l'objet d'une enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a progressé de 0,5 point d'un trimestre à l'autre et de 1,7 point en l'espace d'une année, atteignant ainsi 88% au troisième trimestre.

L'indicateur sur la «marche des affaires dans l'industrie», établi chaque mois par le Centre de

recherches conjoncturelles de l'EPFZ, montre que la conjoncture reste bien orientée au troisième trimestre. Si l'opinion favorable des entreprises opérant sur le marché intérieur n'a guère varié, l'industrie d'exportation a estimé que ses affaires s'étaient encore améliorées. Les entrepreneurs apprécient avec optimisme l'évolution de la conjoncture, étant donné la vigoureuse croissance des entrées de commandes et les carnets de commandes toujours mieux garnis.

Consommation privée

Au troisième trimestre, la consommation privée a progressé de 2,7%, en termes réels, par rapport à la même période de 1987. Sa croissance s'est donc nettement accélérée du deuxième (0,8%) au troisième trimestre et a aussi dépassé celle des trois mois correspondants de 1987.

La consommation de biens a augmenté dans une plus forte mesure qu'au deuxième trimestre, de même que le chiffre d'affaires du commerce de détail, qui a enregistré, après un recul de 1,1% au deuxième trimestre, une hausse de 2,8% en termes réels. Comme au deuxième trimestre, les dépenses en matière de services ont augmenté plus fortement que la moyenne. Seules les dépenses occasionnées par les vacances en Suisse sont restées inférieures aux prévisions.

Selon les indicateurs déjà disponibles, les dépenses de consommation devraient progresser, au dernier trimestre, au même rythme que durant les neuf premiers mois de l'année. Calculé par l'Office fédéral des questions conjoncturelles, l'indice du climat de consommation s'est encore amélioré entre les mois de juillet et d'octobre. Quant à l'enquête effectuée en octobre par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, elle montre également que les perspectives du commerce de détail demeurent bonnes.

Investissements

Après des années de progression vigoureuse, les investissements se sont stabilisés à un niveau élevé. Au troisième trimestre, la croissance

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

	1984	1985	1986	1987	1987			1988		
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,6	8,7	14,5	10,0	10,9	5,7	19,0	-	-	-
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	-6,4	-15,0	3,2	-13,2	-16,8	-0,2	-31,6	24,4	9,2	-13,6
Logements construits dans 96 villes	6,9	-2,3	-1,5	-16,3	-16,1	-6,8	-15,7	-11,0	13,6	-15,2
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume des projets	-8,0	34,4	21,8	-0,1	7,5	-25,0	-3,5	-14,3	-32,0	-3,7
- nombre de projets	31,5	12,6	5,2	0,1	13,1	-10,8	-0,6	7,5	-24,0	-4,1

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Sources: La Vie économique, OFIAMT, Office fédéral de la statistique et Direction générale des douanes fédérales

annuelle des investissements a atteint 6,8% en termes réels. Elle s'est donc accélérée un peu par rapport au trimestre précédent, mais a été de 0,8% inférieure à celle de 1987. Les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 9,9% et ceux en construction, de 4,8%; au premier semestre, les taux de croissance s'étaient inscrits à 7,9% et 5,3%, laissant supposer un rapprochement.

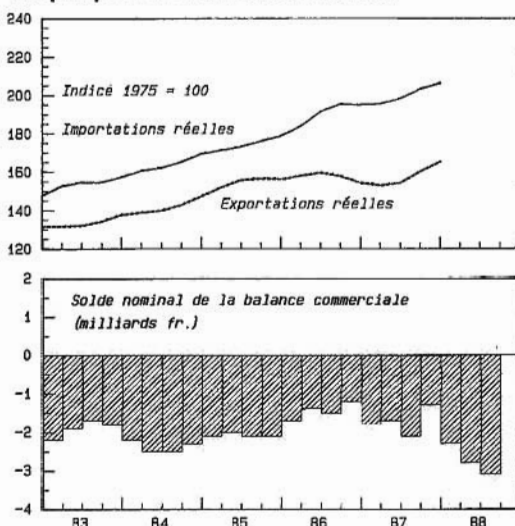
Des carnets de commandes toujours mieux garnis dans l'industrie et la forte utilisation des capacités de production semblent indiquer que des investissements accrus se feront en biens d'équipement ces prochains mois. La bonne conjoncture entraîne en effet non seulement le remplacement d'installations vétustes mais encore une extension des équipements. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes et les réserves de travail ont aussi augmenté dans la construction, en particulier dans la construction industrielle et artisanale. Le volume des investissements se maintiendra donc à un niveau élevé. Dans le secteur de la construction, la croissance est plutôt fonction du volume de main-d'œuvre disponible que de l'importance du portefeuille de commandes.

Commerce extérieur et balance courante

Le déficit de la balance commerciale n'a cessé de se creuser depuis le début de l'année. La fermeté de la demande intérieure a entraîné une

croissance plus rapide des importations que des exportations au troisième trimestre.

Les exportations ont dépassé une nouvelle fois le niveau observé une année auparavant. Leur hausse a atteint 11,6% (selon l'indice II: 8,6% en termes nominaux et 6,4% en termes réels). La répartition par pays montre que les livraisons à la France, à l'Italie et aux Etats-Unis ont progressé

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et Office fédéral des questions conjoncturelles (évolution en volume à partir du 1^{er} trim. de 1988)

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

	1984	1985	1986	1987a)	1988a)b)					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Exportations, volume	6,4	9,1	0,6	1,5	- 4,4	0,4	9,6	9,4	7,0	6,4
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	9,8	7,9	0,0	1,6	- 4,5	0,0	8,5	-	-	-
biens d'équipement	3,1	10,7	3,9	1,6	- 3,1	- 0,6	8,1	-	-	-
biens de consommation	6,4	8,8	- 2,7	1,7	- 6,2	3,1	13,2	-	-	-
Valeurs moyennes										
à l'exportation	4,5	1,9	0,8	- 1,1	0,3	- 0,5	- 2,9	1,3	1,6	4,7
Importations, volume	7,3	5,2	8,2	6,4	3,3	2,0	12,7	9,3	8,7	9,0
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	10,1	7,6	3,7	3,2	- 2,0	2,7	8,2	-	-	-
biens d'équipement	3,6	8,7	14,5	10,0	10,9	5,7	19,0	-	-	-
biens de consommation	9,6	2,5	9,0	8,1	3,6	5,1	11,9	-	-	-
Valeurs moyennes										
à l'importation	4,0	4,7	- 9,4	- 4,2	- 5,8	- 0,5	- 1,8	- 1,7	1,6	3,1

a) Chiffres provisoires

b) Estimations de l'Office fédéral des questions conjoncturelles (OFQC). Du fait de la révision de la statistique douanière, les données pour 1988 afférentes au commerce extérieur par catégories d'utilisation ne sont pas comparables, pour le moment, à celles des années précédentes.

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

	1984	1985	1986	1987a)	1988*)					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Recettes										
Exportations de marchandises	55,8	69,1	69,2	69,5	17,3	16,4	19,3	18,3	18,8	18,3
Commerce spécial (indice I)	53,7	66,6	67,0	67,5	16,8	15,9	18,8	17,7	18,3	17,8
Autres exportations de marchandises ²	2,1	2,4	2,2	2,0	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5
Exportations de services	16,0	20,0	19,9	20,7	5,0	6,4	4,0	5,4	4,9	6,2
Revenus de facteurs ³	23,4	28,6	27,0	27,7	6,8	7,1	7,0	7,1	7,1	7,3
Transferts sans contrepartie	2,0	2,5	2,8	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total	97,2	120,1	118,9	120,8	29,8	30,6	31,1	31,6	31,5	32,5
Dépenses										
Importations de marchandises	63,6	77,8	76,6	78,1	19,5	18,9	20,9	20,1	21,5	21,3
Commerce spécial (indice I)	61,1	74,8	73,5	75,2	18,8	18,3	20,2	19,3	20,8	20,6
Autres importations de marchandises ²	2,6	3,0	3,1	2,9	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7
Importations de services	8,2	10,3	9,8	10,3	2,7	4,1	2,0	1,6	2,8	4,4
Revenus de facteurs ³	13,4	15,2	15,4	16,6	4,1	4,2	4,3	4,2	4,2	4,5
Transferts sans contrepartie	3,9	4,5	4,7	5,1	1,3	1,4	1,2	1,2	1,4	1,5
Total	89,1	107,7	106,5	110,0	27,6	28,6	28,4	27,1	30,0	31,6
Solde de la balance des transactions courantes	8,1	12,4	12,3	10,8	2,2	2,1	2,7	4,5	1,5	0,8

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

dans une très forte mesure, celles à destination de l'Allemagne fédérale étant inférieures à la moyenne. Quant aux exportations vers le Royaume-Uni, elles ont enregistré un ralentissement de leur croissance par rapport au deuxième trimestre.

L'horlogerie (14,5%), l'industrie des métaux (13,5%) et celle des matières synthétiques (13,5%) ont bénéficié principalement de cette demande accrue émanant de l'étranger. Seule l'industrie de la chaussure a enregistré un recul de ses ventes à l'étranger (-4%).

Les achats de biens à l'étranger sont restés élevés au troisième trimestre. Ils se sont accrus de 12,5% par rapport au trimestre correspondant de l'année dernière (selon l'indice II: 12,3% en termes nominaux et 9% en termes réels). Les importations de biens d'investissement et de matières premières ont augmenté tout particulièrement; par contre, celles d'agents énergétiques ont faibli en valeur. Ce sont surtout les Etats-Unis, le Japon et les pays en développement non exportateurs de pétrole qui ont satisfait cette demande supplémentaire.

L'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 2,1 milliards à 0,8 milliard de francs du troisième trimestre de 1987 à la période correspondante de 1988. A l'exception des revenus de capitaux, toutes les composantes de la balance courante ont contribué à ce recul. L'accélération de la croissance des importations

a encore alourdi de 0,5 milliard le déficit traditionnel du commerce extérieur, le portant ainsi à 2,8 milliards de francs. Le solde actif de la balance des services a diminué à la suite, d'une part, de la hausse des dépenses occasionnées par les voyages à l'étranger et, d'autre part, de la baisse des recettes issues des opérations n'influant pas sur les bilans. En outre, le déficit des revenus du travail s'est creusé une nouvelle fois de 0,2 milliard, en raison du relèvement des salaires versés aux frontaliers étrangers. Seul le solde des revenus de capitaux n'a guère varié en l'espace d'un an, puisqu'il s'est inscrit à 4,1 milliards de francs.

Emploi et marché du travail

Au troisième trimestre, l'emploi a augmenté de 1,1% par rapport au niveau observé une année auparavant (2e trimestre: 1,2%). Dans les services et la construction, il a progressé de 1,5% et de 1,6%, enregistrant ainsi une nouvelle fois des taux de croissance particulièrement élevés. Dans l'industrie par contre, l'emploi n'a guère varié.

Le nombre des chômeurs complets a encore diminué en données corrigées des variations saisonnières, et le taux de chômage s'est maintenu à 0,7%, soit au même niveau qu'au trimestre précédent. Les heures de travail perdues pour cause de chômage partiel ont reculé légèrement. Après avoir quasiment stagné au premier

Tableau 5: Emploi et marché du travail

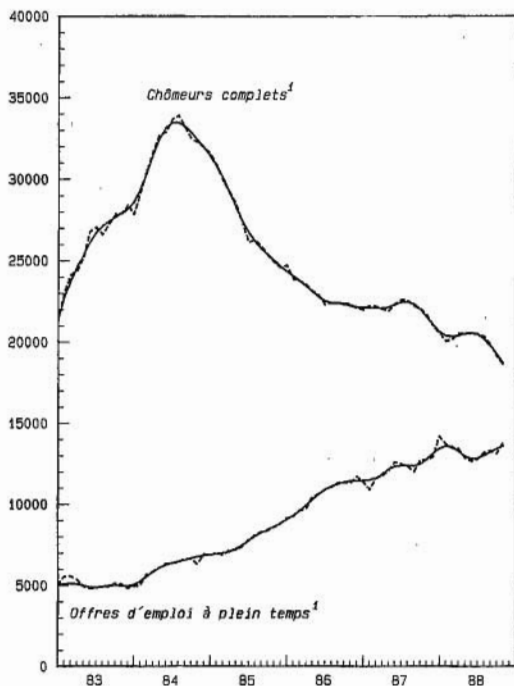
(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1984	1985	1986	1987	1988					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi ¹	- 0,4	0,8	1,0	1,2	1,2	1,1	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	1,0	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Chômeurs ³	32 061	27 025	22 770	21 918	19 838	17 521	18 281	17 491	16 791	16 791
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	11 231	2 133	2 058	4 142	5 022	2 046	1 621	1 720	2 797	3 044
Offres d'emploi à plein temps ³	6 269	7 898	10 734	12 348	13 293	13 871	13 987	13 803	13 824	14 119

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980 (3 091 694 personnes actives)

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

Graphique 12: Marché du travail

¹ Données cvs et lissées

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

semestre, le nombre des places vacantes annoncées a progressé au troisième trimestre, grâce aux emplois supplémentaires offerts surtout par les branches de la métallurgie, de la construction de machines ainsi que de l'hôtellerie et de la restauration. Le manque de personnel qualifié s'est encore accentué.

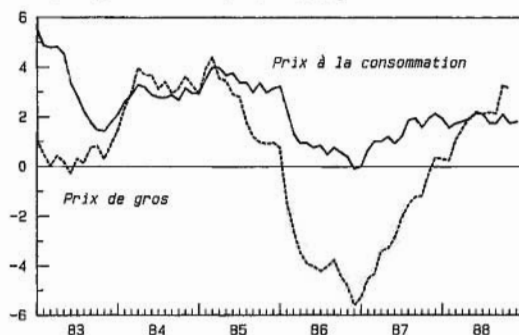
Prix et salaires

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation a progressé de 1,9% en l'espace d'une année, contre 2,1% au deuxième. Ce léger repli s'explique principalement par la baisse de 6% - 3,6% au deuxième trimestre - des prix du groupe «Chauffage et éclairage». Les prix du groupe «Alimentation» ont augmenté de 2%, contre 3,3% au deuxième trimestre.

Les prix des marchandises suisses ont haussé, au troisième trimestre, de 2,7% par rapport à la même période de 1987, soit au même rythme qu'aux deux trimestres précédents. La baisse des prix pétroliers s'est reflétée dans l'évolution des prix des marchandises importées. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, ces derniers ont diminué de 0,4%, alors qu'ils avaient encore augmenté de 0,3% au deuxième trimestre. Un recul aussi fort n'avait plus été enregistré depuis le deuxième trimestre de 1987. Observée depuis le début de l'année, l'orientation à la hausse des prix s'est poursuivie dans les services; ainsi, le taux annuel de croissance a atteint 3%, un niveau de 0,5 point de pourcentage supérieur au renchérissement moyen de 1987.

Les prix de gros des marchandises ont augmenté de 2,5% en l'espace d'une année et de 0,6% entre le deuxième et le troisième trimestre. La hausse des prix dans l'industrie chimique avant tout est à l'origine de cette évolution. L'indice des prix des matières premières et des produits semi-ouvrés s'est accru de 4,5% par rapport au niveau de l'année précédente. En revanche, les prix des produits énergétiques et connexes ont baissé de 2,7%. Entre les mois de juillet et de septembre, les prix des marchandises importées ont progressé de 3,2% et ceux des produits suisses, de 2,3%.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs ont haussé de 3,2%, en termes nomi-

Graphique 13: Evolution des prix¹

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

naux, entre le troisième trimestre de 1987 et la même période de 1988. Abstraction faite du renchérissement, qui est mesuré par l'indice des prix à la consommation, les salaires se sont accrus de 1,3% en termes réels.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Comme elle l'avait annoncé au mois d'août, la Banque nationale a légèrement resserré en automne les rênes de sa politique monétaire. Cela a entraîné une hausse des taux à court terme jusqu'à la mi-novembre. La sensible diminution des avoirs en comptes de virements que les banques entretiennent à la Banque nationale – ces avoirs ont passé de 5,4 milliards de francs en moyenne durant les mois de juin à août à 4 milliards en novembre – est due essentiellement à la plus faible demande de liquidités des banques. Car ces dernières se trouvent encore dans une période d'adaptation aux nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités et le SIC connaît toujours une phase d'extension. Durant les mois

de septembre à novembre, les comptes de virements ont reculé de 48,1% par rapport à la période correspondante de 1987 (de juin à août: -36,2%), alors que les billets en circulation progressaient de 4,7% (4,3%). Au total, la monnaie centrale ajustée a fléchi de 6,9% (-4%).

La croissance des masses monétaires M_1 , M_2 et M_3 a ralenti entre le deuxième et le troisième trimestre. Celle de l'agrégat M_1 a atteint encore 14% en l'espace d'une année (deuxième trimestre: 18,5%). Toutefois, l'expansion annuelle du numéraire en circulation a passé de 4,7% à 5,7% du deuxième au troisième trimestre. Par contre, le rythme de croissance des dépôts à vue a reculé de 25,2% à 18%. Cet affaiblissement découle en premier lieu de la hausse des taux d'intérêt en vue de l'échéance semestrielle, hausse qui a provoqué des transferts de fonds des dépôts à vue vers ceux à terme. Au troisième trimestre, les dépôts à terme fixe ont augmenté de 1,7% en l'espace d'une année, alors qu'au deuxième trimestre ils s'inscrivaient 1,3% au-dessous du niveau relevé une année auparavant. L'expansion de la masse monétaire M_2 , qui comprend notamment les dépôts à vue et à terme, a diminué de 8,9% à 7,9% du deuxième

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
1988 1er trim.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	125	33 020	1,3
1988 2e trim.	25 516	4,3	5 627	-34,3	47	31 096	- 3,6
1988 3e trim.	25 660	4,5	5 247	-37,8	50	30 856	- 4,5
1988 juillet	25 722	4,2	5 774	-34,3	0	31 496	- 3,3
1988 août	25 552	4,5	5 125	-36,6	0	30 677	- 4,4
1988 septembre	25 705	4,9	4 841	-42,5	150	30 396	- 5,7
1988 octobre	25 792	4,4	4 310	-47,9	0	30 102	- 6,5
1988 novembre	26 008	4,3	4 014	-53,7	0	30 022	- 8,6

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
1984	2,6	5,6	6,2
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	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	9,5	11,9	11,1
1988 1er trim. ²	17,4	10,2	11,2
1988 2e trim. ²	18,5	8,9	11,2
1988 3e trim. ²	14,0	7,9	9,8
1988 juillet ²	15,9	8,6	10,6
1988 août ²	12,8	8,2	9,9
1988 septembre ²	13,3	6,8	8,9
1988 octobre ²	11,4	4,7	7,6

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

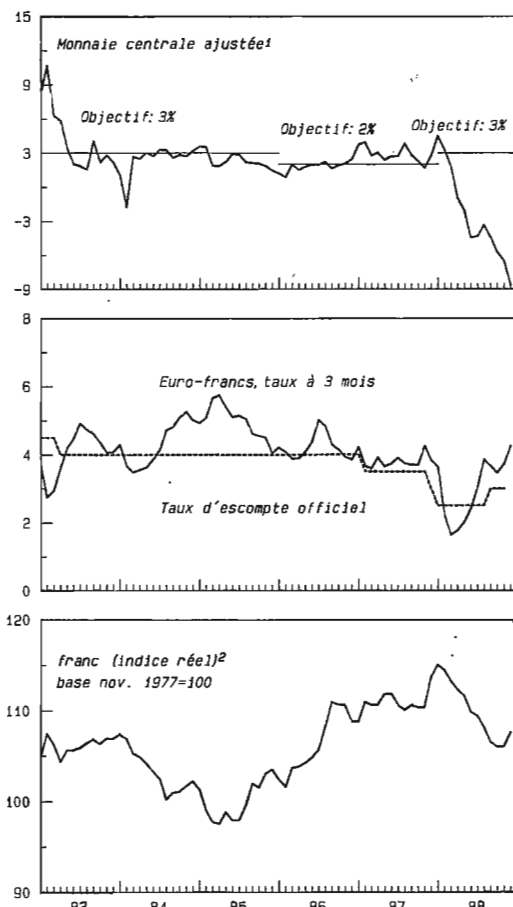
au troisième trimestre. Comme la croissance des dépôts d'épargne a passé de 13,2% à 11,4%, la masse monétaire M₃ a enregistré une progression de 9,8%, contre 11,2% au deuxième trimestre. La baisse de l'afflux de fonds d'épargne s'explique par le recul des rémunérations servies sur ces dépôts et le rendement plus élevé des obligations, notamment des obligations de caisse.

Marché monétaire

La phase d'adaptation aux nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités s'est poursuivie durant le troisième trimestre, les banques ayant encore réduit les avoirs qu'elles entretiennent en comptes de virements à la Banque nationale. Ce mouvement n'a été interrompu que temporairement en juillet, comme en juin déjà, en raison de l'échéance semestrielle. Au cours des mois suivants, les avoirs en comptes de virements ont diminué de 1,8 milliard de francs pour s'établir,

en moyenne, à 4 milliards de francs en novembre. Une répartition très inégale des liquidités entre les banques a provoqué, à la fin du mois de septembre, une brusque tension sur le marché monétaire. Le taux de l'argent au jour le jour ayant augmenté à près de 10%, la Banque nationale a conclu des swaps supplémentaires et placé des fonds de la Confédération.

Sur le marché des euro-francs, les rémunérations des dépôts à trois mois ont progressé pour atteindre 4% environ en juillet; celles des fonds à

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

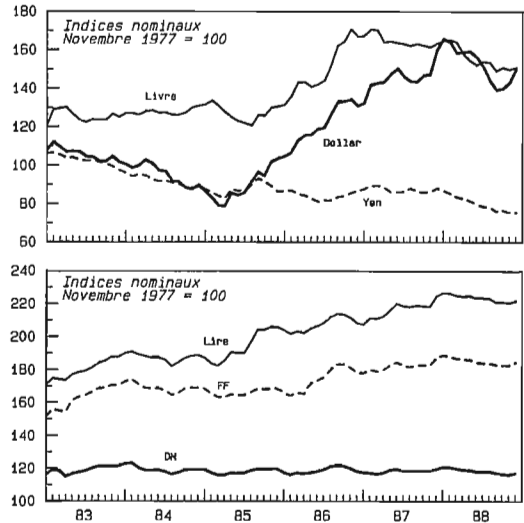
un an ont dépassé 4%. Contrairement aux taux des placements à court terme dans d'autres monnaies, qui ont encore augmenté en août, ceux du marché des euro-francs se sont repliés puis sont restés stables en septembre. Du deuxième au troisième trimestre, le taux moyen des dépôts en francs à trois mois a passé de 2,50% à 3,66%. L'écart avec les rémunérations plus avantageuses des marchés de l'euro-mark et de l'euro-dollar s'est creusé toutefois. Jusqu'au début du mois de novembre, la différence s'est réduite de nouveau, car les taux servis sur le marché des euro-francs ont progressé d'un quart de point, tandis que les rémunérations des fonds en dollars restaient stables et que celles des dépôts en marks reculaient.

Après avoir été relevés à plusieurs reprises du mois de mai à la mi-juillet, les taux des dépôts à terme fixe n'ont plus varié jusqu'à la mi-novembre. Les grandes banques appliquent un taux de 3¼% aux dépôts à trois mois; en juin, le taux ne s'élevait qu'à 2¼% en moyenne. La rémunération des nouvelles créances comptables à trois mois sur la Confédération a augmenté d'un point pour atteindre 3,95% en juillet. Durant le troisième trimestre, elle a reculé pour s'établir à 3,53%; jusqu'au début du mois de novembre, elle est restée quasiment inchangée.

Marché des changes

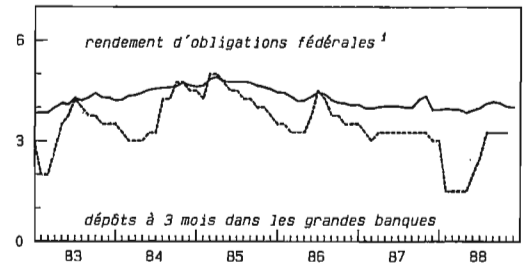
Face aux monnaies de nos principaux partenaires commerciaux, le franc suisse a évolué inégalement entre les mois d'août et de novembre. Amorcée en avril, sa dépréciation vis-à-vis du dollar a pris fin à la mi-août, le cours de la monnaie américaine atteignant fr. 1,60. Par la suite, le franc suisse s'est raffermi avec d'autres monnaies. Le dollar s'établissait à fr. 1,50 à fin octobre et a fléchi à fr. 1,46 peu après les élections présidentielles. Le cours du yen japonais a fluctué aux environs de fr. 1,19 et celui de la livre sterling aux alentours de fr. 2,67. Le franc suisse s'est revalorisé un peu par rapport au mark allemand, au franc français et à la lire italienne. Du mois d'août à celui de novembre, le mark s'est inscrit en moyenne à 84 centimes, soit à peine 2% au-dessus du cours moyen de la période correspondante de 1987.

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

Durant les mois de juin à août, la Banque nationale suisse et d'autres banques centrales sont intervenues sur les marchés des changes pour soutenir leurs monnaies. Ces opérations ont presque cessé entre les mois de septembre et de novembre; la Banque nationale a d'abord vendu 30 millions de dollars, puis acheté 70 millions de dollars.

Observée depuis le début de l'année, la dépréciation réelle du franc suisse face à toutes les autres monnaies importantes s'est poursuivie au troisième trimestre. Par rapport au troisième trimestre de 1987, le franc a fléchi de 9,8% vis-à-vis du yen japonais et de 9,3% face à la livre sterling. Si le franc a faibli de 4%, en termes réels, face au dollar, il n'a presque pas varié par rapport au mark allemand (-0,4%). Pondéré par le commerce extérieur, le cours réel du franc a diminué de 2,7% au total, en l'espace d'une année.

Marché des capitaux

Le rendement moyen des emprunts fédéraux, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a atteint 4,16% au troisième trimestre, soit un quart de point de plus qu'au précédent. Après avoir perdu 0,1 point tant en septembre qu'en octobre, il s'établissait légèrement au-dessous de 4% au début du mois de novembre. Cette baisse s'explique notamment par la faible offre de papiers-valeurs de débiteurs de premier ordre, une évolution due à la bonne situation financière des pouvoirs publics. Comme en juin et en août, la Confédération a renoncé à l'emprunt de 250 millions de francs qu'elle avait prévu d'émettre en octobre. Au début du mois de novembre, elle a remboursé deux emprunts d'un montant total de 410 millions; en outre, elle a dénoncé au remboursement anticipé, au 15 décembre 1988, l'emprunt fédéral 4¼% 1976/91 de 500 millions. Disposant elle aussi de liquidités abondantes, l'économie éprouve actuellement moins la nécessité de procéder à des recueils nets de fonds, alors que les besoins de placement des investisseurs institutionnels sont importants.

Après avoir relevé à deux reprises, vers le milieu de l'année, d'un quart de point les taux de leurs obligations de caisse, les banques les ont augmentés une nouvelle fois d'un quart de point au début de septembre. Les rémunérations des obligations de caisse se sont donc inscrites, en général, à 4¼% pour les titres à 3 et 4 ans, à 4½% pour ceux à 5 et 6 ans et à 4¾% pour ceux à 7 et 8 ans. Comparées à celles des emprunts obligataires, les conditions des obligations de

caisse ont enregistré une amélioration. Au début du mois de novembre, plusieurs banques ont ramené à 4½% le taux de leurs obligations de caisse assorties de la durée la plus longue, en raison du volume très élevé des souscriptions.

Durant le troisième trimestre, les cours des actions ont haussé de 4,5%. En octobre, ils ont encore gagné 4%. De ce fait, ils ont dépassé pour la première fois cette année le niveau de la période correspondante de 1987. Toutefois, ils étaient encore inférieurs d'environ 20% au record observé avant l'effondrement des marchés en octobre 1987.

En novembre, l'annonce par la société Nestlé d'un assouplissement de sa politique en matière d'actions nominatives – depuis lors les étrangers sont eux aussi acceptés comme actionnaires – a influé sur les cours des titres nominatifs et au porteur émis par des sociétés suisses de premier ordre. Les cours des actions au porteur et des bons de participation ont reculé, alors que ceux des actions nominatives progressaient sensiblement.

Le prélèvement brut d'argent frais par l'émission d'obligations et d'actions a totalisé 14,8 milliards de francs au troisième trimestre, contre 16 milliards un an auparavant. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 28% (troisième trimestre de 1987: 18%). Comme aucune conversion d'emprunts suisses n'a eu lieu (0,1 milliard) et que les remboursements se sont élevés à 2,6 milliards (1,3 milliard), le montant net prélevé sur le marché par des débiteurs suisses s'est inscrit à 1,6 milliard (1,5 milliard).

Exportations de capitaux

Au troisième trimestre, les exportations de capitaux soumises à autorisation se sont chiffrées à 13,5 milliards de francs. Elles ont donc diminué de 13% par rapport au montant de la période correspondante de 1987. Il y a un an toutefois, les exportations de capitaux avaient atteint un volume particulièrement élevé, en raison des hausses observées aux bourses des valeurs et des conditions favorables qui étaient appliquées aux swaps. En données corrigées des variations

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
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.	13 974,0	2 053,3	282,2	15 485,3
1987 4e trim.	6 662,2	4 347,4	197,8	11 207,4
1988 1er trim.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2e trim.	8 581,0	3 027,5	280,8	11 889,3
1988 3e trim.	10 835,9	2 370,0	179,2	13 385,1

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

saisonniers et d'effets dus à des facteurs particuliers, elles ont enregistré un certain tassement, après la très vigoureuse progression du premier semestre. Les exportations de capitaux ont évolué très inégalement selon les catégories. Les émissions d'emprunts (y compris ceux qui ne font pas l'objet d'une cotation) ont fléchi de 17% par rapport à celles du troisième trimestre de 1987, tandis que les crédits augmentaient de 9%. Les emprunts assortis de droits d'option et surtout les emprunts convertibles ont représenté la moitié des émissions; cette part correspond au niveau record enregistré une année auparavant. La proportion importante d'emprunts convertibles résulte de la demande de fonds propres émanant des débiteurs japonais – des banques avant tout. Elle est aussi à mettre en relation avec la recommandation des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix, recommandation qui porte sur l'harmonisation des normes régissant le capital de garantie des banques opérant à l'échelon international.

Une part prépondérante des exportations de capitaux soumises à autorisation, soit 84%, est revenue une nouvelle fois aux pays industrialisés au troisième trimestre. Le reste s'est partagé en parts à peu près égales entre les pays en développement, ceux à commerce d'Etat et les institutions multilatérales de développement.

A compter du 27 octobre 1988, toutes les entraves ont été levées dans le domaine des crédits. Cette libéralisation s'applique aussi bien

aux crédits accordés par une seule banque et aux crédits syndiqués, indépendamment du fait que la banque octroyant le crédit ou les banques syndiquées aient leur domicile en Suisse ou à l'étranger. Pour les établissements domiciliés en Suisse, il ne subsiste que l'obligation d'annoncer l'opération, si cette dernière porte sur un crédit à l'étranger en francs suisses d'un montant de 10 millions de francs et d'une durée d'une année. Il s'agit de la même obligation auxquels les crédits en monnaies étrangères, bénéficiant déjà du régime de l'autorisation générale, sont soumis. Toutefois, la Banque nationale, en accord avec les autorités fédérales, se réserve la possibilité de soumettre encore à une autorisation individuelle des crédits accordés à un certain nombre de pays. Les prescriptions relatives aux émissions étrangères restent inchangées; comme précédemment, seuls des établissements sis en Suisse peuvent placer des emprunts étrangers qui sont libellés en francs suisses ou qui présentent un lien avec le franc suisse.

Bilans bancaires et crédits

Le processus d'adaptation de la structure des bilans bancaires aux nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités et à la situation nouvelle découlant du krach boursier d'octobre 1987 est terminée en grande partie. Au troisième trimestre, l'évolution des bilans des 71 établissements qui remettent chaque mois des relevés a été encore influencée par la bonne conjoncture. A la

fin du mois de septembre, le total des bilans dépassait de 6,1% le niveau observé une année auparavant. Les affaires fiduciaires, qui s'adaptent avec un léger retard aux fluctuations de la relation de change entre le franc suisse et le dollar, ont enregistré une accélération de leur croissance depuis le début de l'année. A la fin du troisième trimestre, elles progressaient de 18,8% en l'espace d'une année et de 23,3% depuis le début de 1988.

Les placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, effets de change, papiers monétaires et titres) ont diminué de 6,9% par rapport au troisième trimestre de 1987. Seul le solde des affaires interbancaires a augmenté (19%); toutes les autres composantes ont reculé par rapport aux niveaux observés un an auparavant. Les liquidités ont fléchi dans une mesure particulièrement forte. Le total des disponibilités¹ – la part libellée en francs suisses atteint 84% – s'est inscrit à 7,8 milliards de francs en moyenne durant les neuf premiers mois de 1988, soit 46% de moins qu'une année auparavant. Le solde des affaires interbancaires remplit apparemment aussi une fonction de réserve de liquidités, ce qui permet aux banques de se trouver dans une meilleure situation, lors de la publication trimestrielle des bilans, pour faire face aux engagements à court terme. Quant aux effets de change et aux papiers monétaires, ils ont diminué de 20% en l'espace d'une année; ce nouveau recul s'explique en partie par le plus haut degré de couverture en fonds propres qui est exigé pour ce poste que pour celui des avoirs résultant des opérations interbancaires.

La progression vigoureuse des crédits s'est maintenue au troisième trimestre (14,2%). A fin septembre, les crédits à la clientèle suisse qui représentent 80% du total des prêts, ont augmenté de 11,6%, en l'espace d'une année, ceux à la clientèle étrangère, de 25,9%. L'expansion des avances à terme fixe en blanc – une moitié

environ est libellée en monnaies étrangères – a été particulièrement prononcée puisqu'elle a atteint 35,8%.

A la fin du troisième trimestre, les fonds de la clientèle (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, livrets et carnets de dépôts, obligations de caisse et obligations) s'inscrivaient 8,5% au-dessus du niveau enregistré une année auparavant (septembre 1987: 8,9%). L'augmentation des créanciers à vue en francs et en comptes suisses est restée inhabituellement élevée à la fin du mois de septembre, soit à 18,6%; cette évolution est due à l'entrée en vigueur cette année des prescriptions afférentes aux liquidités bancaires. Les dépôts à terme en francs de clients suisses n'ont quasiment pas progressé durant cette période (0,3%). Bien que le volume des carnets et livrets d'épargne et de dépôts ainsi que celui des obligations de caisse et obligations aient stagné depuis des mois, comme l'année dernière, ils ont encore augmenté de 10,4% et de 9,2% en un an.

¹ En particulier les pièces, les billets, les avoirs en comptes de chèques postaux ainsi, comptes de virements à la Banque nationale et à la Centrale de Clearing des Banques Régionales, les monnaies étrangères convertibles et les avoirs en clearing de succursales étrangères.

Die Schweiz und der EG-Binnenmarkt – Chancen und Risiken des Finanzplatzes

Referat von Dr. Markus Lusser,
Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank*

Der EG-Binnenmarkt – er soll 1992 verwirklicht werden – ist ein wichtiger Schritt auf dem Wege zur europäischen Integration. Eine Mehrheit der Schweizer wird dem Bundesrat zustimmen: Der Beitritt unseres Landes zur EG ist im gegenwärtigen Zeitpunkt politisch nicht realistisch. Die Nationalbank teilt diese Auffassung. Wir alle – Bürger und Behörden – sind uns bewusst: Der Beitritt wäre nicht nur der Bruch mit einer über Jahrhunderte gehenden Entwicklung. Er müsste vielmehr – im Rhythmus der Fortschritte der wirtschaftlichen und politischen Integration – zu einer zunehmenden Lockerung und letztlich zur Aufgabe des Bundes der Eidgenossen führen: des Bundes, der es uns ermöglicht hat, gemeinsam ein hohes Mass nicht nur an Wohlstand, sondern auch an politischer Freiheit in der Gestaltung unseres Zusammenlebens zu gewinnen. Die in unserer «direkten Demokratie» weit entwickelte «kollektive» Freiheit, die untrennbar mit dem dreistufigen, föderalistischen Staatsaufbau, aber auch mit der manchmal unbequemen Bereitschaft zur Kleinstaatlichkeit verbunden ist, bildet gleichzeitig die Basis unserer «individuellen» Freiheiten. Zu diesen «individuellen» Freiheiten gehört eine – im Vergleich zu den meisten EG-Ländern – umfassende Wirtschaftsfreiheit. Verstehen wir sie voll zu nutzen, so werden wir im internationalen Wettbewerb bestehen. Und dies ist letztlich die Herausforderung, vor die der EG-Binnenmarkt alle Staaten – ob Mitglieder der Gemeinschaft oder nicht – stellen wird.

Ich verstehe – trotz dieser Zuversicht – , dass die Diskussion über die wirtschaftlichen Auswirkungen, die der EG-Binnenmarkt auf unser Land zeitigen wird, von Unsicherheit überschattet ist. Einige erhoffen sich vom Abbau wachstums-

feindlicher Handelsschranken eine Vermehrung des Wohlstands in den EG-Ländern und damit erhöhte Exportchancen der schweizerischen Industrie. Andere befürchten, wir könnten uns ohne Beitritt vom EG-Binnenmarkt ausschliessen und müssten künftig das Dasein eines wirtschaftlichen Mauerblümchens fristen. Sorge überwiegt im Chor der schweizerischen Stimmen zum EG-Binnenmarkt. Die schrillen Stimmen der wirtschaftspolitischen Kassandren, die jedes wirkliche oder vermeintliche ökonomische Problem mit pessimistischen Vorahnungen begleiten, dürfen natürlich ebenfalls nicht fehlen.

Eines ist sicher: Der Plan eines EG-Binnenmarktes berührt die Interessen der Schweiz vielfach. Wie können wir diese Interessen wahren? Wir müssen versuchen, mit der EG eng als vollwertiger Partner zusammenzuarbeiten. Dies gelingt uns, wenn wir – soweit dies mit unserem Willen zur Souveränität vereinbar ist – europakonform werden. Wir dürfen – mit andern Worten – keine wirtschaftspolitischen Massnahmen, die uns den Zutritt zum EG-Binnenmarkt erschweren könnten, ergreifen. Wie lässt sich dieses Postulat in die Praxis umsetzen? Ich möchte dies – als Vertreter der Notenbank – an einigen Beispielen, die in einem weiteren Sinne die schweizerische Geldpolitik berühren, verdeutlichen: an der Währungspolitik, an den Bestrebungen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs und an der Banken- und Finanzmarktaufsicht.

1. Eigenständige Währung und autonome schweizerische Währungspolitik oder Annäherung an das Europäische Währungssystem?

Die währungspolitische Verfassung der EG hat sich in den letzten Jahren stark verändert. Dies ist auf das 1979 geschaffene Währungssystem (EWS) zurückzuführen. Die EG-Staaten sind –

* Gehalten in Montreux am 23. September 1988 am Schweizerischen Bankiertag 1988

mit Ausnahme Grossbritanniens und einiger südeuropäischer Länder – durch feste Wechselkurse währungspolitisch miteinander verflochten. Der Antrieb zur währungspolitischen Integration, der von dieser Verflechtung ausgeht, ist ungebrochen. Der geplante Ausbau des EWS zu einer Währungsunion soll mit der Errichtung einer europäischen Zentralbank abgeschlossen werden. Diese Pläne erscheinen zwar als reichlich ehrgeizig. Doch lässt sich nicht bestreiten: Die EWS-Mitglieder erzielten in den letzten Jahren in der Bekämpfung der Teuerung bemerkenswerte Erfolge. Sie vermochten dank dieses gemeinsamen Erfolges – dank der damit verbundenen Verringerung der Differenzen in den Inflationsraten – die Wechselkursschwankungen unter ihren Währungen beträchtlich zu vermindern.

Die Fortschritte der währungspolitischen Integration der EG haben in der Schweiz da und dort den Wunsch nach einer Beteiligung am EWS – oder gar nach einem Beitritt – aufkommen lassen. Die Befürworter einer institutionellen Bindung unseres Landes an das EWS weisen vor allem auf die Vorteile stabiler Wechselkurse hin. Stabile Wechselkurse würden unserer Wirtschaft ohne Zweifel nützen. Sie vermindern das Risiko ökonomischer Fehlentscheide. Aussenhandel wie Wirtschaftswachstum werden gefördert. Wir sind uns in der Nationalbank dieser Zusammenhänge bewusst. Deshalb bemühen wir uns seit Ende der siebziger Jahre auch, extreme Ausschläge des Frankenkurses – extreme Ausschläge gegenüber der D-Mark vor allem – zu verhindern. Die Protagonisten einer institutionellen Bindung an das EWS vertreten oft die Meinung, die Nationalbank habe die Schweiz mit dieser Politik bereits zu einem informellen Mitglied des europäischen Währungsverbundes gemacht. Eine institutionelle Bindung an das EWS würde – in ihren Augen – die Grundrichtung der schweizerischen Geldpolitik nicht entscheidend ändern. Sie erhoffen sich von einer solchen Bindung dagegen zwei Vorteile: Die Schweiz könnte auf die Währungspolitik der EG Einfluss nehmen und sich in Brüssel «Goodwill» schaffen.

Diese Argumente vermögen mich nicht zu überzeugen. Es trifft auch nicht zu, dass die Schweiz bereits heute eine Art informelles Mitglied des EWS ist. Die Unterschiede zwischen der gegen-

wärtigen geldpolitischen Strategie der Nationalbank und einer informellen – oder gar einer institutionellen – Bindung an das EWS sind wesentlich. Und mit diesen Unterschieden verbinden sich für unser Land entscheidende Vorteile, die gegen einen Verzicht auf die Autonomie in der Geldpolitik – sie ist eines unserer wichtigsten wirtschaftspolitischen Instrumente – sprechen. Ich will dies kurz darlegen:

a) Fixierung des Frankenkurses gegenüber den EWS-Währungen bedeutet Ankoppelung unserer Zinsen an die Zinsentwicklung in der EG

Eine Bindung an das EWS – die Fixierung der Frankenkurse gegenüber den EWS-Währungen – würde gleichzeitig die Zinsentwicklung in der Schweiz weitgehend von jener im EG-Raum abhängig machen. Die Zinsentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland wäre dabei – jedenfalls so lange, als wichtige EWS-Länder wie Frankreich und Italien den internationalen Kapitalverkehr beschränken – für uns ausschlaggebend. Kapitaltransfers zwischen Deutschland und der Schweiz liessen sich – bei festen Wechselkursen – ohne nennenswertes Kursrisiko durchführen. Die Erträge von Aktiven gleicher Bonität müssten sich deshalb in beiden Ländern angleichen. Die Schweiz vermöchte auf die Zinsentwicklung in Deutschland kaum Einfluss zu nehmen. Sie verlor ihren Spielraum für eine autonome Geldpolitik.

Die gegenwärtige Strategie der Nationalbank wahrt dagegen – dies ist ihr Vorteil – die geldpolitische Autonomie. Prognosen über die künftige Entwicklung der Wechselkurse sind – trotz der beachtlichen Stabilität der Frankenkurse gegenüber den EWS-Währungen – noch immer mit beträchtlichen Unsicherheiten behaftet. Die Zinssätze in der Schweiz können daher von jenen in Deutschland fühlbar abweichen. Diese Bewegungsfreiheit im Zinsbereich erlaubt es uns, die schweizerische Geldmenge innerhalb gewisser Grenzen, die sich aus der aussenwirtschaftlichen Verflechtung unseres Landes ergeben, nach unserem Gutdünken zu steuern.

b) Autonome Geldmengensteuerung als Voraussetzung einer konsequenten Stabilitätspolitik

Die Fähigkeit, die Geldmenge wirksam zu beeinflussen, bildet gleichzeitig die unabdingbare Voraussetzung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik. Solange wir die Geldmenge fest im Griff behalten, bleiben wir imstande, die Geldpolitik konsequent in den Dienst der Verhütung der Inflation zu stellen. Die Nationalbank muss sich, gerade weil sie in der Stabilisierung des Preisniveaus ihre Hauptaufgabe sieht, weigern, ihre geldpolitische Autonomie unbesehen aufs Spiel zu setzen. Der Übergang zum Floating im Jahre 1973 hat uns – vergessen wir es nicht – in die Lage versetzt, die Teuerung dank einer strikten Kontrolle der Geldmenge rascher als die meisten anderen Länder auf ein erträgliches Niveau zu senken.

Die jüngste Vergangenheit liefert einmal mehr ein Beispiel für den Nutzen, den wir aus unserer geldpolitischen Autonomie ziehen können. Die Währungsbehörden der Industrieländer haben – angesichts erster Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung – ihre geldpolitischen Zügel in den letzten Monaten gestrafft. Auch die Deutsche Bundesbank hat ihren Restriktionskurs verschärft. Dies bewirkte in unserem Nachbarland einen Anstieg der Zinssätze. Wir verfolgen grundsätzlich das gleiche Ziel: die Erhaltung eines stabilen Preisniveaus. Beide Noteninstitute – Bundesbank und Nationalbank – führen damit zwangsläufig eine ähnliche Geldpolitik. Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass wir ebenfalls eine etwas restriktivere Gangart eingeschlagen haben. Wir haben jedoch unsere Politik nicht im selben Ausmass wie die Deutsche Bundesbank verschärft. Wir sind vielmehr der Meinung, in der Schweiz genüge eine leichte Liquiditätsverknappung, um die Teuerung im Zaume zu halten. Die schweizerischen Zinssätze haben aus diesem Grunde nur beschränkt auf den jüngsten Anstieg der Kreditkosten in unserem Nachbarland reagiert. Dieses Beispiel verdeutlicht den Vorteil der gegenwärtigen geldpolitischen Strategie. Wir vermögen – falls unsere Landesinteressen dies erfordern – einen restriktiveren oder expansiveren Kurs als das Ausland zu steuern.

c) Höhere Wechselkursstabilität im EWS? – Ein überschätzter Vorteil

Die Nachteile, die ein Verlust unserer geldpolitischen Autonomie nach sich zieht, müssen sorgfältig gegen die Vorteile einer Bindung an das EWS abgewogen werden. Worin liegen diese Vorteile?

Die Mitgliedschaft im EWS würde – dies will ich nicht ausschliessen – die Stabilität des Frankenkurses gegenüber den EWS-Währungen möglicherweise stärken. Dieser Vorteil darf – angesichts des bereits heute erreichten Grades an Stabilität – aber nicht überbewertet werden. Schwankungen sind überdies auch im EWS in einem Umfang von plus/minus 2,25% – im Falle der Lira sind es sogar 6% – zulässig. Die periodischen Leitkursanpassungen im EWS sind der Wechselkursstabilität ebenfalls nicht förderlich.

Könnte sich die Schweiz – wie oft behauptet wird – mit einer institutionellen Bindung an das EWS Einfluss auf die geldpolitischen Entscheide der EG sichern? Ich bezweifle es. Die Mitwirkung am geldpolitischen Entscheidungsprozess der EG setzt nach meiner Ansicht eine Vollmitgliedschaft der Schweiz voraus.

d) Europäische Solidarität – Bereitschaft der Nationalbank, die Bestrebung zur Stabilisierung der Wechselkurse zu unterstützen

Damit verbleibt ein einziger Grund: die Solidarität mit den Einigungsbestrebungen Europas. Eine Beteiligung am EWS könnte uns – so wird argumentiert – in den EG-Ländern «Goodwill» schaffen. Ich bestreite nicht, dass wir als Nicht-Mitglied der EG diesen «Goodwill» brauchen. Ich frage mich aber, ob dazu eine Fixierung des Wechselkurses gegenüber den EWS-Währungen und eine Mitwirkung am Interventionsmechanismus des EWS erforderlich sind. Ein Zeichen der Solidarität wäre auch unsere Bereitschaft, einen Teil unserer Währungsreserven in Form von ECU zu halten. Die EG hat im Jahre 1985 den Status des «other holder» geschaffen. Er gestattet Nicht-Mitgliedern, einen Teil ihrer offiziellen Währungsreserven in ECU anzulegen.

Wir könnten – würden wir von dieser Kompetenz Gebrauch machen – die Bestrebungen der EWS-Länder zur Stabilisierung der Wechselkurse unterstützen. Die Nationalbank würde, sollte sie eine entsprechende Einladung erhalten, den Erwerb von ECU sicher im positiven Sinne prüfen.

**e) Unsicherheiten über dem EWS –
Bewährungsproben und Fernziele**

Die Integrationsbestrebungen auf dem Gebiete der Währungspolitik zielen letztlich auf die Schaffung einer einheitlichen Währung. Die euphorischen Kommentare zum magischen Jahr 1992 dürfen uns aber nicht vergessen lassen, dass das EWS noch einige Bewährungsproben bestehen muss, bevor sich dieses ehrgeizige – und alles andere als vorprogrammierte – Ziel verwirklichen lässt. Die bisherigen Erfolge des EWS sind darauf zurückzuführen, dass die Überzeugung, die Bekämpfung der Teuerung stelle die vordringliche geldpolitische Aufgabe dar, sich in den letzten Jahren auch in den inflationsgeplagten Ländern Europas durchzusetzen vermochte. Die Fixierung der Wechselkurse im Rahmen des EWS ermöglichte es diesen Ländern, ihr Preisniveau an jenes der Bundesrepublik – eines klar stabilitätsorientierten Landes – zu koppeln. Sie schufen sich damit die Möglichkeit, Preisstabilität aus Deutschland zu importieren und ihre eigenen Bemühungen zur Drosselung der Teuerung zu stärken. Die EWS-Länder haben das Ziel eines stabilen Preisniveaus nahezu erreicht. Die Aufgabe der kommenden Jahre wird – und dies ist eine erste Bewährungsprobe des EWS – nicht mehr allein darin bestehen, die Teuerung zu bekämpfen, sondern in allen Ländern ein inflationsfreies Wachstum zu gewährleisten. Die Mitgliedländer haben sich – soll das EWS auch künftig befriedigend funktionieren – weiterhin über die Prioritäten der Geldpolitik zu einigen. Die Zukunft wird weisen, ob ein solcher Konsens sich längerfristig wahren lässt.

Die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die die EG bis 1990 verwirklichen möchte, bildet für das EWS eine zweite Bewährungsprobe. Ein freier Kapitalverkehr dürfte den geldpolitischen Spielraum, über den einzelne Währungsbehörden heute noch verfügen, beschneiden. Er

wird damit im EWS neue Spannungsherde schaffen.

f) Eine Fixierung des Frankenkurses gegenüber den EWS-Währungen ist, sollten die wirtschaftlichen Umstände sie verlangen, auch ohne institutionelle Bindung möglich

Was lässt sich aus diesen Überlegungen schliessen? Eine institutionelle Bindung an das EWS kommt für die Schweiz nicht in Frage. Der Verzicht auf unsere geldpolitische Autonomie wäre zur Zeit nicht zu verantworten. Und er wird nicht zu verantworten sein, solange keine Gewähr besteht, dass wir uns mit einer institutionellen Bindung an das EWS eine Währungsordnung, die der geltenden überlegen ist, einhandeln.

Könnten aber die wirtschaftlichen Umstände nicht – so werden wir oft gefragt – einmal für eine Fixierung des Frankenkurses gegenüber den EWS-Währungen sprechen? Ich möchte dies nicht ein für allemal ausschliessen. Daraus folgt aber nicht, dass eine institutionelle Bindung an das EWS der einzig gangbare Weg einer solchen Fixierung wäre. Eine erste Alternative – und sie entspräche unseren Interessen sicher besser – würde darin bestehen, dass die Nationalbank die Steuerung der Geldmenge stärker als bisher auf die Stabilisierung des Frankenkurses ausrichtet. Sollte uns der dadurch erzielbare Grad an Wechselkursstabilität immer noch als unzureichend erscheinen, so könnten wir – dies ist eine zweite, weitergehende Variante – die Wechselkurse des Schweizer Frankens gegenüber den EWS-Währungen – autonom ohne institutionelle Bindung – innerhalb der Bandbreiten des EWS halten. Eine formelle Beteiligung am Interventionsmechanismus des EWS wäre dazu nicht erforderlich. Wir müssten lediglich – um gegen alle Eventualitäten gewappnet zu sein – über einen genügend hohen Bestand an Währungsreserven, der uns die Verteidigung der Fixkurse am Devisenmarkt erlauben würde, verfügen. Die erhöhte Wechselkursstabilität hätten wir allerdings auch in diesem Falle mit einem teilweisen oder vollständigen Verlust an geldpolitischer Autonomie zu erkaufen. Uns bliebe nur die Hoffnung, dass das EWS der Schweiz ein inflationsfreies Wachstum bescherte.

2. Die Attraktivität des Frankens als Anlagewährung – Eine wichtige Rahmenbedingung des Finanzplatzes Schweiz

Die konsequente Geldmengenpolitik, die die Nationalbank seit 1973 betreibt, trägt nicht nur zur Stabilität des Preisniveaus bei. Sie dient sehr direkt auch den Interessen des Finanzplatzes Schweiz, da sie die Attraktivität des Frankens als international gesuchte Anlagewährung fördert. Der Finanzplatz Schweiz verlöre mit einem Beitritt zum EWS – und erst recht einer späteren Übernahme einer europäischen Einheitswährung – seinen stärksten Trumpf. Er hätte zumindest im Währungsbereich nur noch europäische Einheitskost anzubieten. Wir sollten dem Finanzplatz Schweiz deshalb den Trumpf, den ihm der Franken als Anlagewährung bietet, so lange als nur möglich erhalten. Die Bemühungen der EG zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Finanzmarktes bedeuten nämlich für uns wahrscheinlich eine noch grössere Herausforderung als die fortschreitende währungspolitische Integration.

3. Der einheitliche europäische Finanzmarkt als Herausforderung

Die EG wird den Kapitalverkehr auf den 1. Juli 1990 umfassend liberalisieren. Vier Mitgliedstaaten – Spanien, Portugal, Griechenland und Irland – erhielten zwar Übergangsfristen eingeräumt. Der freie Kapitalverkehr soll bis spätestens 1995 jedoch im gesamten EG-Raum verwirklicht sein.

a) Die EG-Liberalisierung des Kapitalverkehrs – Keine grundsätzliche Gefahr einer Diskriminierung der Schweiz

Die Freizügigkeit des Kapitalverkehrs, die die EG anstrebt, ist uneingeschränkt. Und sie ist umfassend. Sie betrifft Direktinvestitionen, Grundstückhandel und Transaktionen in Wertschriften einschliesslich Anlagefondszertifikate und Geldmarktpapiere. Die Kapitalbewegungen, die über das Bankensystem laufen, werden ebenfalls liberalisiert.

Die Kommission der EG empfiehlt den Mitgliedländern, die Kapitalbewegungen nicht nur innerhalb der Gemeinschaft, sondern auch im Verkehr mit Nicht-Mitgliedern zu liberalisieren. Angestrebt wird – mit andern Worten – eine Freizügigkeit «erga omnes». Ein einklagbares Recht besteht allerdings nicht. Wir dürfen angesichts der Globalisierung der Finanzmärkte aber doch damit rechnen, dass zumindest die EG-Länder mit bedeutenden internationalen Finanzzentren dieser Empfehlung nachkommen. Dies ist schon heute teilweise der Fall. Die Gefahr einer Diskriminierung der Nicht-Mitglieder bleibt damit begrenzt. Unserer Wirtschaft dürfte kaum Schaden entstehen. Die Europakonformität der Schweiz, die den freien Kapitalverkehr schon seit langem kennt, ist nicht beeinträchtigt.

b) Schwierigkeiten in Einzelbereichen – Die Kapitalexporthpolitik der Nationalbank als Beispiel

Das heisst nicht, dass uns aus der EG-Freizügigkeit des Kapitalverkehrs überhaupt keine Schwierigkeiten erwachsen könnten. Auf ein Beispiel möchte ich hinweisen.

Einige Kapitalexporthgeschäfte bedürfen der Bewilligung der Nationalbank. Wir haben unsere Kapitalexporthpolitik in den letzten Jahren zwar liberalisiert. Eine Beschränkung – die sogenannte Syndizierungsvorschrift – ist jedoch bis heute geblieben. Die Ausgabe von mittel- und langfristigen Wertpapieren ausländischer Schuldner sowie die Gewährung von mittel- und langfristigen Auslandkrediten ist – dies besagt die Vorschrift – Banken und bankähnlichen Finanzgesellschaften mit Domizil in der Schweiz vorbehalten. Das Emissions- und Kreditgeschäft in inländischer Währung soll in der Schweiz behalten werden.

Die Nationalbank ist, will sie die Abwanderung von Frankengeschäften ins Ausland verhindern, allerdings auf die Unterstützung ausländischer Währungsbehörden angewiesen. Dürfen wir auch in einem liberalisierten europäischen Kapitalmarkt auf diese Unterstützung zählen? Es erscheint mir als fraglich. Ich schliesse nicht aus, dass wir die Syndizierungsvorschrift eher früher

als später aufgeben müssen. Dies ist aus Notensicht nicht schlimm. Ich sehe keine geldpolitische Notwendigkeit, die Internationalisierung des Schweizer Frankens in Schranken zu halten. Unsere geldpolitische Autonomie wird nicht so sehr durch diese Internationalisierung als vielmehr durch übermässige Schwankungen der Wechselkurse eingeschränkt. Die starken Fluktuationen der Wechselkurse sind primär die Folge divergierender wirtschaftspolitischer Strategien der Industrieländer. Wo liegt dann aber der Zweck der Syndizierungsvorschrift? Sie schützt die Banken vor den negativen Auswirkungen der Stempelsteuer. Steuerbedingte Verlagerungen des Frankengeschäftes ins Ausland werden erschwert.

Die drohende Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Bankensystems lässt sich auf die Dauer jedoch nicht mit der Syndizierungsvorschrift aufhalten. Eine Revision der Stempelsteuer drängt sich auf. Dies wird auch von den Bundesbehörden anerkannt. Unsere Banken sollen mit gleich langen Spiesen wie ihre ausländischen Konkurrenten kämpfen können. Ich teile allerdings die Meinung vieler Banken, ihre Wettbewerbsfähigkeit werde allein durch staatliche Massnahmen wie die Stempelsteuer geschwächt, nicht. Wettbewerbsfeindliche Kartellabsprachen haben ähnlich negative Wirkungen. Banken, die sich ängstlich an wettbewerbshemmende Abmachungen klammern, statt ihre Innovationskraft zu fördern, werden im europäischen – werden im globalen – Markt einen schweren Stand haben.

4. Banken- und Finanzmarktaufsicht – Handlungsbedarf im schweizerischen Börsenbereich

Die EG will parallel zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs und zur Schaffung eines europäischen Finanzmarktes die Aufsicht über den Banken- und Wertpapiermarkt harmonisieren. Unterschiedliche Rechtsvorschriften im Aufsichtsbe- reich könnten sonst zu neuen Verzerrungen im europäischen Finanzgefüge führen.

Die Verantwortung für die Banken- und Finanzmarktaufsicht liegt in der Schweiz zwar nicht bei

der Notenbank. Die Sicherheit des Finanzsystems kann der Nationalbank aber nicht gleichgültig sein. Sie ist im Falle von Finanzkrisen als «Lender of last resort» aufgerufen, den Banken die fehlende Liquidität zur Verfügung zu stellen. Daher verfolgt sie auch die europäischen Integrationsbestrebungen im Bereiche der Banken- und Finanzmarktaufsicht aufmerksam.

a) Freizügigkeit für Bankdienstleistungen – Europakonformität der Schweiz dank Reziprozität und Harmonisierung der Bankenaufsicht

Die EG wird allen Banken, die in einem ihrer Mitgliedländer ansässig sind, gestatten, ihre Dienstleistungen ebenfalls in allen andern EG-Staaten anzubieten. Dies kann direkt oder über Niederlassungen geschehen. Die Tätigkeit der Niederlassungen – ob rechtlich selbständig oder unselbständig – wird schwergewichtig durch die Aufsichtsbehörde des Landes, in dem die Bank ihren Hauptsitz hat, überwacht. Die volle Freizügigkeit für Finanzdienstleistungen setzt voraus, dass die Mitgliedländer die Überwachungssysteme ihrer EG-Partner akzeptieren. Die EG möchte die Akzeptanz durch die Harmonisierung der Bankenaufsicht fördern. Gemeinschaftliche Mindestanforderungen sind in bezug auf die Gestaltung der Aufsicht, die Eigenmittel und die Liquidität sowie das Vorgehen bei der Sanierung und der Liquidation von Banken vorgesehen. Diskutiert werden die Vereinheitlichung der Bilanzrichtlinien und der Vorschriften über Klumpenrisiken sowie die Einführung einer gemeinschaftlichen Einlagenversicherung.

Die volle Freizügigkeit für Bankdienstleistungen gilt primär für die im EG-Raum ansässigen Institute. Die EG will sie aber Tochtergesellschaften von Banken aus Drittländern, die bereits in einem Mitgliedland domiziliert sind, ebenfalls gewähren. Weniger grosszügig ist die Regelung für die Neugründung von Tochtergesellschaften aus Drittländern. Sie sollen nur in den Genuss der Freizügigkeit gelangen, wenn ihr Herkunftsland den Banken aus allen zwölf EG-Staaten das gleiche Recht zugesteht. Eine lediglich bilaterale Reziprozität wird – mit anderen Worten – nicht mehr genügen.

Die Schweiz erfüllt meines Erachtens das Reziprozitätserfordernis der EG. Dies lässt sich bereits aus der Tatsache, dass Banken aus fast allen EG-Staaten schon heute auf unserem Finanzplatz vertreten sind, ablesen. Die Schweizer Banken werden aus den Liberalisierungsbestrebungen der EG daher Vorteil ziehen. Ihre Töchter dürften – gleich wie EG-Banken – in den Genuss der vollen Freizügigkeit gelangen. Ich will damit aber nicht sagen, unsere Banken dürften dem Einheitsmarkt gelassen – ohne Anstrengungen um vermehrte Europakonformität – entgegenblicken.

Die Harmonisierung der Bankenaufsicht könnte den Schweizer Banken vor allem dann Schwierigkeiten bereiten, wenn die EG versuchen sollte, die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Banken gegenüber Konkurrenten aus Drittländern durch aufsichtsrechtliche Vorkehrungen zu stärken. Solche Neigungen sind in einzelnen Mitgliedsländern auszumachen. Ich möchte die Gefahr einer Diskriminierung der Schweiz trotzdem nicht dramatisieren. Die entscheidenden Anstöße für die internationale Harmonisierung der Bankenaufsicht gingen bisher von den Notenbankgouverneuren der Zehner-Gruppe und von dem von ihnen gebildeten Basler «Ausschuss für Bankenbestimmungen und -aufsicht» aus. Die Schweiz ist in diesen Gremien vertreten. Nationalbank und Bankenkommision setzen sich dabei – in aktiver Mitarbeit – für eine Harmonisierung ein, die über den EG-Raum hinausreicht und alle wichtigen Industrieländer umfasst. Diese Anstrengungen hatten Erfolg. Die im Ausschuss vertretenen Länder haben kürzlich eine Einigung über gemeinsame Mindestanforderungen an die Eigenmittel international tätiger Banken erzielt. Die EG beabsichtigt, dieses Eigenmittelkonzept zu übernehmen. Es enthält keinerlei Bestimmungen mehr, die Nicht-Mitglieder der EG diskriminieren. Ein ähnliches Vorgehen in weiteren Bereichen der Bankenaufsicht ist denkbar.

b) Verschmelzung der EG-Börsen zu einem europäischen Zulassungs- und Handelssystem für Wertpapiere – Gerät der Börsenplatz Schweiz ins Abseits?

Noch mehr Beachtung wird die Schweiz den

Bestrebungen der EG, einen einheitlichen europäischen Wertpapiermarkt aufzubauen, schenken müssen. Die Verschmelzung der EG-Börsen zu einem gemeinsamen europäischen Zulassungs- und Handelssystem für Wertpapiere ist ein nächster wichtiger Schritt auf diesem Weg. Die EG-Börsen sollen elektronisch miteinander verbunden werden. Die nationalen Börsenvorschriften werden harmonisiert. Die EG-Richtlinien über die gemeinschaftlichen Börsenzulassungsbedingungen und -prospekte sowie über die Anforderungen an die Zwischenberichte kotierter Unternehmen sind in einigen Mitgliedsländern bereits in die nationale Gesetzgebung eingeflossen. Gemeinschaftliche Regeln über das Verbot von Insidertransaktionen und über die Information der Öffentlichkeit beim Erwerb oder bei der Veräusserung bedeutender Beteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften sollen folgen.

Die Herausforderung, vor die die Bestrebungen der EG zur Harmonisierung des Börsenbereiches den Finanzplatz Schweiz stellen, wird in unserem Lande unterschätzt. Zu Unrecht! Der internationale Konkurrenzkampf unter den wichtigsten Finanzplätzen wird – als Folge der Entwicklung in der EG – drastisch zunehmen. Unsere Börsen dürfen die Neuerungen in der Gemeinschaft nicht verschlafen. Sie laufen sonst Gefahr, ins Abseits zu geraten. Ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit ginge verloren. Die Europakonformität der Schweiz würde in einem wichtigen Bereiche leiden. Der Handlungsbedarf wird – ich spreche hier ein offenes Geheimnis an – durch die unter ausländischen Anlegern weitverbreitete Unlust, schweizerische Aktien zu erwerben oder Aufträge über schweizerische Börsen abzuwickeln, unterstrichen.

c) Überlegungen zur Reform der Börse «Schweiz»

Welche Massnahmen vermöchten den schweizerischen Börsen neues Leben einzuflössen? Wie liesse sich ihre Konkurrenzfähigkeit im europäischen – auch im globalen – Markt stärken? Alle erforderlichen Massnahmen aufzuzählen, würde den Rahmen dieses Vortrages sprengen. Ich will mich auf einige Stichworte zu vier Pro-

blemkreisen beschränken: zur Transparenz der Börse, zu den Kotierungsbedingungen für Wertpapiere, zur Vinkulierungspraxis und zur Gestaltung der Börsenaufsicht.

- Ein transparenter und breiter Wertpapiermarkt ist in der EG im Entstehen. Die Schweiz bietet ein Kontrastbild. Der schweizerische Effektenmarkt ist undurchsichtig. Die Marktteilnehmer sind nicht verpflichtet, ihre Börsengeschäfte am Ring abzuwickeln. Eine umfassende – und damit aussagekräftige – Statistik über Umsätze und Preise der an den Börsen gehandelten Titel fehlt. Die Anleger sind kaum in der Lage, die Liquidität des schweizerischen Wertpapiermarktes zu beurteilen. Sie haben auch keine Möglichkeit, die Abwicklung ihrer Aufträge nachzuvollziehen. Damit fehlt ihnen die Gewissheit, dass ihre Bank ihnen – wozu sie gesetzlich verpflichtet ist – den besten Kurs verrechnet hat.

Wie lässt sich die Transparenz an unseren Börsen – diese Forderung ist heute auch unter den massgebenden Bankiers unbestritten – verbessern? Ich glaube nur über die Einführung eines allgemeinen Börsenzwanges. Börsenzwang, wie wir ihn bereits bei der SOFFEX kennen, bedeutet, dass kotierte Titel ausschliesslich über die Börse gehandelt werden. Damit wäre die Voraussetzung für eine umfassende Umsatz- und Preisstatistik geschaffen. Die Transparenz der Auftragsabwicklung bliebe gewahrt. Ich weiss: Der Börsenzwang würde eine Reihe einschneidender Reformen voraussetzen. Unsere Börsen müssten aus Kapazitätsgründen, jedenfalls für den Handel in wichtigen Titeln, auf eine elektronische Basis umgestellt werden. Das – mindestens teilweise – Verschwinden des Systems «à la criée» dürfte voraussetzen, dass «Market makers» in die Bresche springen: Wertpapierhändler, die bereit sind, für einzelne Titel – oder für Gruppen von Titeln – Kurse zu stellen. Diese Reformen könnten sich allerdings nur positiv auswirken. Der Wertpapierhandel gewänne an Effizienz. Die Marktliquidität würde vertieft. Am Gesetzgeber wäre es deshalb, sich zu überlegen, ob er nicht durch finanzielle Anreize die Händler dazu ermuntern sollte, «Market maker»-Funktionen zu übernehmen. Sinnvolle

Anreize liessen sich zum Beispiel beim geplanten Umbau der Stempelsteuer – bei der steuerlichen Behandlung der sogenannten Händlerpositionen – schaffen.

- Die Praxis der Kotierung von Wertpapieren an den schweizerischen Börsen bedarf meines Erachtens ebenfalls der Verbesserung. Einheitliche Bestimmungen bestehen heute lediglich für die Kotierung ausländischer Titel. Die Schweizerische Zulassungsstelle handhabt sie. Wir haben ihr gegenüber – die Nationalbank hat die Vereinbarung zur Gründung der Zulassungsstelle seinerzeit zwar mitunterzeichnet, ist in ihr aber nicht vertreten – eine kritische Haltung. Worauf gründet sich unsere Kritik? Uns stört – ich stelle diesen Punkt an die erste Stelle – die ungleiche Behandlung schweizerischer und ausländischer Titel. Diese Diskriminierung lässt sich mit der Europäisierung der Finanzmärkte nicht mehr vereinbaren. Wir nehmen – zweitens – aber auch Anstoss an der Bonitätsprüfung, die das zentrale Element des Kotierungsverfahrens darstellt. Die Bonitätsprüfung der Wertpapiere kann nicht Aufgabe der Zulassungsstelle – oder einer wie immer gelagerten Aufsichtsstelle – sein. Der Anleger hat sie zu treffen. Er muss dazu allerdings über alle Informationen, die für eine gründliche Bonitätsprüfung erforderlich sind, verfügen. Das heutige Verfahren zur Kotierung ausländischer Wertpapiere – das ist der dritte Punkt meiner Kritik – trägt nichts zur Verbesserung der Information bei. Die Zulassungsstelle droht – ich sage es pointiert –, zum Anachronismus, der dem europäischen Image des Finanzplatzes Schweiz Abbruch tut, zu werden. Sollten wir sie nicht aufgeben?

Wie hätte ihr Ersatz auszusehen? Ich stelle mir ein Verfahren vor, unter dem in- und ausländische Titel an allen schweizerischen Börsen nach einheitlichen Bedingungen kotiert werden. Zweck dieses Verfahrens wäre nicht mehr die Bonitätsprüfung. Es hätte vielmehr alle Emittenten von Titeln, die an einer schweizerischen Börse kotiert werden, zu verpflichten, minimale Anforderungen an ihre Rechnungslegung zu erfüllen.

Was heisst dies? Es heisst – ich möchte auch hier Klartext sprechen –, dass wir in den rechtlichen Anforderungen an die Rechnungslegung deutlich über das Aktienrecht – über das geltende wie das neue, im parlamentarischen Verfahren befindliche Recht – hinausgehen müssten. Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen, die von schweizerischen Aktiengesellschaften mit börsenkotierten Titeln – und nur von diesen Gesellschaften spreche ich – heute publiziert werden, verdienen in ihrer Mehrzahl das Adjektiv anlegerfreundlich kaum. Die wenig transparente Rechnungslegung dürfte an Finanzmärkten, die zunehmend von internationalen institutionellen Anlegern dominiert werden, auf die Länge zum Bumerang werden. Sie wird die Konkurrenzfähigkeit unserer Börsen schwächen. Eine radikale – wenn auch schweizerischen Lippenbekenntnissen zu EG-Konformität entsprechende – Lösung wäre die Übernahme der EG-Bilanzrichtlinien für börsenkotierte Unternehmen. Ich steche mit diesem ketzerischen Gedanken – ich bin mir dessen bewusst – in ein Wespennest. Er stellt die Offenlegung stiller Reserven zur Diskussion. Wollen wir gegenüber dem EG-Binnenmarkt konkurrenzfähig bleiben, müssten wir aber den Mut haben, auch die Überlebensberechtigung unserer «heiligen Kühe» zu hinterfragen.

- Eine transparente Rechnungslegung wirft – ich bin mir dessen bewusst – viele Fragen, die noch zu klären wären, auf. Sie hätte aber einen sicheren Vorteil. Das Problem der Übernahmen, das die Gemüter in letzter Zeit stark bewegt, würde entschärft. Eine erhöhte Transparenz wäre ein wirksamer Beitrag zur Korrektur der chronischen Unterbewertung der Aktien schweizerischer Unternehmen. Deren Kurse würden auf ein realistisches Niveau angehoben.

Die tendenzielle Unterbewertung schweizerischer Aktien animiert Spekulanten und Finanzjongleure, Unternehmen zu Billigpreisen aufzukaufen. Die Unternehmensleitungen glauben, sich gegen solche Übernahmeveruche durch eine Verschärfung ihrer Vinkulierungspraxis wehren zu können. Wie lange werden sie damit Erfolg haben? Nicht jeder

Übernahmeversuch ist gerechtfertigt. Die Unternehmensleitungen sollten aber nicht – ob kompetent oder inkompetent – die Möglichkeit haben, jegliche Übernahme durch neue Aktionäre zu verhindern. Eine enge Vinkulierung von Namenaktien, die immer stärker um sich greift, schädigt zudem die internationale Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz. Die vielerorts praktizierte, systematische Diskriminierung ausländischer Aktionäre ist störend. Sie schreckt ausländische Anleger davon ab, schweizerische Finanzdienstleistungen in Anspruch zu nehmen. Die Vinkulierungspraxis läuft ausserdem den Bestrebungen zur Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs zuwider. Sie schwächt unsere Verhandlungsposition gegenüber der EG.

Eine börsenrechtliche Meldepflicht bei Aktienkäufen liesse sich als Alternative zur Vinkulierung in Betracht ziehen. Der Anleger hätte die Börsenaufsichtsbehörden über beabsichtigte Käufe von Namen- oder Inhaberaktien kotierter schweizerischer Unternehmen zu benachrichtigen. Meldepflichtig wären Käufe, die einen bestimmten Prozentsatz des Aktienkapitals eines Unternehmens übersteigen. Damit würden Versuche, schweizerische Firmen zu übernehmen, zwar nicht verhindert, aber doch transparent gemacht. Missbräuche liessen sich wirksamer als bisher bekämpfen.

- Die angesprochenen Reformvorschläge sind kaum ohne eine Umgestaltung der schweizerischen Finanzmarktaufsicht zu verwirklichen. Die Kompetenz zur Aufsicht über die Wertpapiermärkte liegt heute bei den Kantonen. Diese Zersplitterung der Aufsicht erscheint mir angesichts der Europäisierung und Globalisierung der Wertpapiermärkte nicht mehr als zeitgemäss. Eine Bundesregelung – davon bin ich mehr und mehr überzeugt – drängt sich auf. Sie böte Garantie für eine Verbesserung und Vereinheitlichung der Aufsicht über die Wertpapiermärkte. Nur der Bund kann zudem gegenüber der EG – gegenüber dem Ausland – als wirkungsvoller Gesprächspartner bei Verhandlungen über internationale Harmonisierungen auftreten.

Verstehen Sie mich richtig! Ich wünsche mir

für den Wertpapiermarkt keine eidgenössische Überwachungsbürokratie. Der Bund müsste sich vielmehr auf den Aufbau einer Rahmenordnung beschränken. Innerhalb dieses Rahmens käme die Selbstregulierung der Märkte zum Zuge. Zweck der Rahmenordnung wäre es, ein solides Fundament für die Regelung und Durchsetzung der erörterten Massnahmen zu bilden.

Die Schweiz und der EG-Binnenmarkt – Chance oder Risiko für den Finanzplatz? Ich habe diese

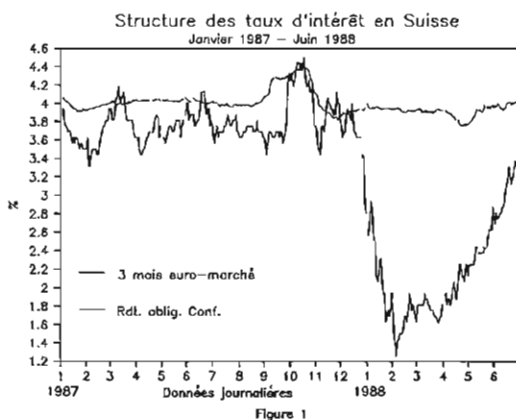
Frage über meine Ausführungen gesetzt. Meine Antwort ist von Zuversicht geprägt. Der EG-Binnenmarkt wird den Finanzplatz Schweiz mit neuen Herausforderungen konfrontieren. Wir müssen die anstehenden Probleme – einige habe ich zu skizzieren versucht – rasch und mit Mut anpacken. Banken und Behörden haben dabei eng zusammenzuwirken. Die Nationalbank ist zur Mitarbeit bereit. Ich bin überzeugt, dass der Finanzplatz Schweiz – unter diesen Bedingungen – sich auch nach 1992 im internationalen Wettbewerb mit Erfolg behaupten wird.

Nouvelles prescriptions de liquidité et structure des taux d'intérêt en Suisse: une analyse théorique

Michel Peytrignet et Umberto Schwarz*

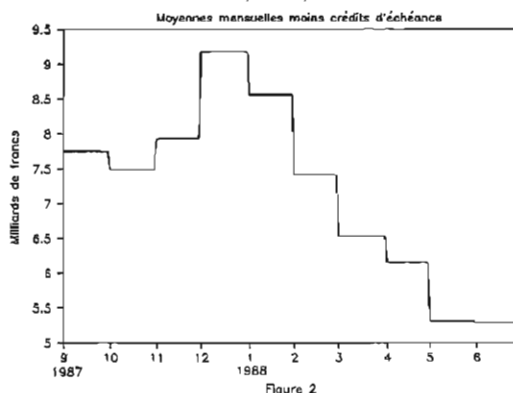
Introduction

En 1988, la Suisse a connu une modification notable de son paysage financier. Si, en 1987, le différentiel d'intérêt entre les taux longs et les taux courts est resté en règle générale inférieur à un point de pourcentage, il s'est considérablement creusé entre janvier et mai de cette année, allant jusqu'à dépasser les deux points de pourcentage en février (cf. figure 1). Cette modification de la structure des taux d'intérêt est essentiellement expliquée par l'instauration, le 1er janvier 1988, des nouvelles prescriptions régissant la liquidité de caisse des banques qui furent annoncées au dernier trimestre 1987. Plus précisément, le projet de révision de la Commission fédérale des banques et de la Banque nationale



suisse a été soumis au Conseil fédéral le 18 septembre. La révision de l'ordonnance d'exécution de la loi sur les banques et les caisses d'épargne a été publiée en date du 25 novembre¹ et l'ordonnance fixant le taux applicable au calcul de la liquidité de caisse² le 26 novembre.

Avoirs en comptes de virements des banques auprès de la BNS



Le 1er janvier 1988, la nouvelle législation est entrée en vigueur, entraînant une réduction notable de la liquidité légale requise. La liquidité des banques, telle qu'elle est définie par la loi, se compose essentiellement de leurs avoirs en billets et en comptes de chèques postaux, ainsi que de leurs avoirs en comptes de virements auprès de la Banque nationale qui constituent par ailleurs une part non négligeable de la monnaie centrale ajustée. La demande pour cette dernière a ainsi été réduite dès janvier par la modification du cadre législatif³. Cette diminution n'a été accompagnée que depuis février par un resserrement progressif de l'offre monétaire (cf. figure 2).⁴

¹ R.S. 952.02

² R.S. 952.025

³ Le SIC - Swiss Interbank Clearing system - constitue également un facteur de réduction de la demande de monnaie de banque centrale. Cependant, sa mise en œuvre progressive, qui s'est étendue sur plus d'une année, ne permet pas d'en saisir aussi nettement les implications sur la demande de monnaie.

⁴ Pour d'autres aspects, tels que l'effet sur l'évolution des taux d'intérêt en fin de mois et la comparaison du nouveau régime avec les anciennes prescriptions, voir Rich (1988) et Birchler (1988).

Par conséquent, en janvier 1988, le marché s'est trouvé en présence d'importantes liquidités excédentaires, telles qu'aurait pu les créer une politique monétaire devenue soudainement expansive. Tout manuel standard de macro-économie (cf. par exemple Dornbusch-Fischer [1987]) montre qu'une telle situation doit être accompagnée par une baisse rapide des taux d'intérêt suivie d'une remontée dont l'ampleur dépend de l'évolution du produit national nominal et de la réaction de la banque centrale. En Suisse cependant, si l'évolution des taux à court terme a ressemblé très fortement à ce profil théorique simple, les taux à long terme, quant à eux, sont restés quasiment constants durant cette période. La littérature macro-économique récente (cf. Blanchard [1981], Branson, Fraga et Johnson [1985] et Turnovsky [1986]) explique une telle insensibilité des rendements des actifs longs par l'action d'un mécanisme d'arbitrage financier lorsque les agents économiques forment leurs anticipations rationnellement. Ce processus d'arbitrage fait dépendre le niveau du taux d'intérêt long de l'évolution future attendue des taux d'intérêt à court terme.

Ainsi, au début de 1988, la stabilité relative qui a caractérisé les taux d'intérêt à long terme en Suisse semble montrer que les marchés financiers ont assez bien perçu les conséquences du choc causé par la nouvelle réglementation ainsi que par le comportement de la BNS. En particulier, nous supposons que les marchés ont correctement prévu que la BNS, désireuse de maintenir la rigueur de sa politique à moyen terme, allait éponger relativement rapidement l'excédent de monnaie et *accélérer* par là la remontée des taux d'intérêt courts.

Dans la suite de cet article, nous présentons un modèle théorique qui génère une évolution des taux d'intérêt similaire à celle qui apparaît dans la figure 1. La section 1 décrit en détail le modèle qui sera utilisé dans la section 2 pour analyser quelques scénarios rappelant les conditions qui ont régné sur les marchés monétaire et financier suisses au tournant de l'année 1988.

1. Le modèle

Le modèle employé, qui s'inspire de celui de Branson, Fraga, Johnson (1985), a été retenu en raison de sa simplicité, l'objectif consistant à mettre en œuvre le moins de moyens possible pour expliquer la modification de la structure des taux d'intérêt observée en Suisse au début de 1988. Ce modèle comporte quatre marchés: un marché unique des biens et services, un marché monétaire et deux marchés des titres, l'un à court terme et l'autre à long terme. Il s'articule autour de trois hypothèses principales:

- Tous les agents économiques sont supposés avoir des anticipations parfaites, c'est-à-dire qu'ils connaissent à chaque instant le modèle, l'évolution passée de toutes ses variables et les valeurs que prendront à l'avenir les variables exogènes.⁵ L'hypothèse d'anticipations parfaites, en l'absence de données statistiques fiables, formalise d'une manière *extrême* l'idée selon laquelle les agents, notamment sur les marchés financiers, n'agissent pas sans faire des prévisions d'une part sur le comportement des autres agents – celui de la banque centrale en particulier –, d'autre part sur l'évolution future des principales grandeurs économiques.
- Les vitesses d'ajustement du marché des biens et services et des marchés financiers sont supposées être différentes. Plus précisément, la production ou les prix des biens et services ne s'adaptent pas immédiatement aux modifications de l'environnement économique, tandis que les taux d'intérêt s'ajustent instantanément. Pour la commodité de l'analyse, nous supposons de plus que seuls les prix des biens et services sont variables (le revenu réel restant constant).⁶
- On suppose qu'il existe une relation d'arbitrage qui lie les divers taux d'intérêt sur les marchés financiers. Cela signifie que les

⁵ L'hypothèse d'anticipations parfaites correspond à la version déterministe de l'hypothèse d'anticipations rationnelles.

⁶ L'alternative (prix fixes et revenu réel variable) a été développée dans Peytrignet-Schwarz (1988).

agents sont suffisamment efficaces pour épuiser les possibilités de profits. De plus, en supposant les titres long et court substitués parfaits, une succession de placements à court terme doit, à tout instant, avoir le même rendement qu'un placement à long terme pour que les marchés financiers soient en équilibre.

Dans les sous-sections suivantes, le modèle est présenté formellement, marché par marché.

Le marché des biens et services

La demande globale de biens et services (d) est définie par l'équation suivante:

$$(1) \quad d = b + ay - \delta [R - (\dot{P}/P)^a] + f \quad 0 < a < 1; \\ \delta, b > 0,$$

dans laquelle y représente le produit national brut réel, R le taux d'intérêt nominal à long terme, $(\dot{P}/P)^a$ le taux d'inflation anticipé et f le déficit budgétaire de l'Etat. Le terme $b + ay - \delta [R - (\dot{P}/P)^a]$ représente l'absorption totale désirée par le secteur privé, c'est-à-dire ses plans de consommation et d'investissement. Aussi bien la consommation (par le biais de l'épargne) que l'investissement sont supposés être une fonction linéaire positive du revenu national réel et négative du taux d'intérêt réel à long terme anticipé. L'hypothèse d'anticipations parfaites implique alors que ce taux anticipé est égal, à tout instant, au taux d'intérêt réel réalisé, car:

$$(2) \quad (\dot{P}/P)^a = \dot{P}/P$$

Pour la raison mentionnée précédemment, l'offre de biens et services est considérée constante et égale au produit national réel de plein-emploi:

$$(3) \quad y = \bar{y}$$

\bar{y} représente également le revenu réel versé en permanence aux ménages.⁸

Enfin, le niveau général des prix s'ajuste dans le temps – et non pas instantanément – selon l'importance des pressions qui existent sur le marché des biens et services:

$$(4) \quad \frac{\dot{P}}{P} = \Phi (d - y) \quad 0 < \Phi < 1$$

Le marché de la monnaie

La demande réelle de monnaie (L) est fonction du revenu réel et du taux d'intérêt nominal à court terme (r), ce dernier représentant le coût d'opportunité de la détention d'encaisses. D'autre part, la demande nominale de monnaie est supposée dépendre d'un paramètre (Z) décrivant ses déplacements exogènes. Une modification de ce paramètre peut avoir plusieurs causes, en l'occurrence elle sera due à la modification des prescriptions sur la liquidité. La demande de monnaie s'exprime donc:

$$(5) \quad L = Z/P + \sigma y - \alpha r \quad \sigma, \alpha > 0$$

L'offre de monnaie est exogène, car elle est totalement contrôlée par la banque centrale:

$$(6) \quad M = \bar{M}$$

Finalement, le marché monétaire est supposé être toujours en équilibre:

$$(7) \quad L = \frac{M}{P}$$

Les marchés de titres

Nous sommes en présence ici de deux marchés de titres: un marché à court terme et un marché à long terme. Compte tenu des hypothèses de substituabilité parfaite entre ces deux types de titres et de l'ajustement immédiat dans le secteur financier, le processus d'arbitrage conduit à l'égalisation en tout temps des rendements instantanés des actifs à court terme et à long terme.

Le rendement instantané d'un actif à long terme est constitué par le coupon ou le dividende perçu plus le gain en capital sur l'actif lui-même. Dans le cas d'une obligation perpétuelle servant un coupon à valeur constante de h francs⁹, le rendement instantané s'écrit: $h/P_c + (\dot{P}_c/P_c)^a$, où P_c est le cours de l'obligation, \dot{P}_c sa variation ins-

⁷ Un point sur une variable désigne sa variation temporelle instantanée, c'est-à-dire sa dérivée par rapport au temps.

⁸ D'éventuels effets de contamination entre agents («spill-over») sont ignorés.

⁹ Le modèle est différent de celui de Turnovsky (1986), car ce dernier utilise une obligation perpétuelle indexée servant un coupon fixé à une unité monétaire en termes réels.

tantannée et $(\dot{P}_c/P_c)^a$ le taux anticipé de celle-ci. Le taux anticipé est le même que le taux effectivement réalisé puisque les anticipations sont parfaites: $(\dot{P}_c/P_c)^a = \dot{P}_c/P_c$. Il est important de distinguer le rendement instantané de l'obligation perpétuelle de son taux d'intérêt (R) défini comme le rapport du coupon sur le prix du titre, soit h/P_c .

Pour un actif à court terme, le rendement instantané est égal à son taux d'intérêt (r). Il n'y a alors pas de gain en capital puisque ce titre est conservé jusqu'à l'échéance, qui intervient, dans notre modèle, instantanément.

L'égalité permanente des rendements instantanés entre les deux actifs implique que le taux d'intérêt à court terme est égal au taux à long terme plus le gain en capital: $r = R + (\dot{P}_c/P_c)$. Ainsi, lorsque le système est en équilibre stationnaire, le taux d'intérêt court est égal au taux long car les agents ne prévoient aucune variation du prix de l'actif long. Inversement, lorsque les deux taux sont différents, les agents anticipent une modification du prix de l'actif long en raison du changement prévu dans la succession des taux courts futurs.

On peut aisément démontrer¹⁰ que $r = R + (\dot{P}_c/P_c)$ est équivalent à:

$$(8) \quad \frac{\dot{P}_c}{P_c} = R - r$$

Pour faciliter l'interprétation de l'équation (8), nous pouvons résoudre $r = h/P_c + (\dot{P}_c/P_c)$ par rapport à P_c , ce qui donne:

$$(9) \quad P_c = \int_t^\infty h e^{-\int_t^s r(v) dv} ds.$$

On constate que le prix de l'actif long à l'instant t représente la valeur des coupons présent et futurs actualisée aux taux d'intérêt courts anticipés à cet instant. L'hypothèse d'anticipations parfaites nous assure alors que les taux anticipés sont égaux aux taux qui seront réalisés dans le futur.¹¹

De plus, comme le prix de l'obligation perpétuelle est égal à la valeur du coupon divisée par le taux

d'intérêt long, il existe une relation explicite liant ce dernier au taux d'intérêt court, soit:

$$(10) \quad R = \frac{1}{\int_t^\infty e^{-\int_t^s r(v) dv} ds}.$$

Cette équation illustre comment le niveau du taux d'intérêt long dépend à tout instant du profil temporel complet des taux d'intérêt courts futurs. Ceci explique pourquoi, dans les simulations qui suivront, le taux à long terme varie moins que celui à court terme.

Analyse graphique

Le modèle est complètement décrit par les équations (1) à (8). Par souci de clarté, nous ne présentons qu'une analyse graphique, les mathématiques sous-jacentes étant reléguées en appendice.

Dans un diagramme sur lequel figurent en abscisse le niveau des prix des biens et services et en ordonnée les taux d'intérêt tant à court qu'à long terme (cf. figure 3), les points d'équilibre du marché des biens et services, impliqué par l'hypothèse $\dot{P} = 0$, forment une droite horizontale parallèle à l'axe des prix et fixée au niveau $R_0 =$

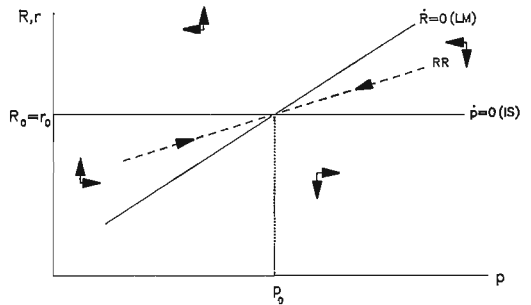


Figure 3

¹⁰ En tenant compte du fait que $\dot{P}_c = -(h\dot{R})/R^2$.
¹¹ Dans l'équation (9), nous admettons l'inexistence de bulle spéculative dans la formation du prix de l'actif long (cf. Blanchard-Kahn [1980] ou Buiter [1984]), comme c'est l'usage dans les modèles avec anticipations parfaites. Le prix de l'obligation perpétuelle ne représente donc que la valeur fondamentale de cette dernière.

r_0 qui prévaut à l'équilibre stationnaire initial. Cette droite correspond à la courbe IS dans les modèles traditionnels, à la différence près qu'ici le niveau général des prix s'ajuste en lieu et place du produit national réel. Pour tout point situé au-dessus de cette droite, la demande globale de biens et services est inférieure à la production réalisée, ce qui implique une baisse des prix au cours du temps ($\dot{P} < 0$). Les flèches horizontales sont donc pointées vers la gauche au-dessus de la courbe IS et, par symétrie, vers la droite pour les points situés au-dessous de celle-ci.

Dans ce même diagramme, l'équilibre du marché monétaire, obtenu à partir des équations (5) à (7), est représenté par une courbe analogue à la courbe LM des modèles usuels. Cette courbe a une pente positive puisque l'élasticité de la demande réelle de monnaie par rapport au taux d'intérêt est négative. A la différence des modèles traditionnels cependant, cette courbe LM représente aussi les points d'équilibre stationnaire du marché des capitaux. Sur cette courbe, le taux d'intérêt long est constant ($\dot{R} = 0$).¹²

Les flèches verticales, qui décrivent les mouvements du taux d'intérêt long, sont dirigées vers le haut pour tout point situé au-dessus ou à gauche de la courbe LM, car, selon l'équation (8), le taux d'intérêt long augmente dans le temps dès qu'il est supérieur au taux d'intérêt court. Symétriquement, pour tout point situé au-dessous ou à droite de cette courbe, les flèches verticales pointent vers le bas.

Puisque le niveau général des prix ne peut varier instantanément et puisque le produit national réel est fixe, la condition d'équilibre du marché monétaire détermine à elle seule et à chaque instant le niveau du taux d'intérêt court. Celui-ci varie toujours le long de la courbe LM.

La dynamique engendrée par les deux équations différentielles (4) et (8) montre que l'équilibre stationnaire (défini par l'intersection des courbes IS et LM) est un point-selle, cas typique des modèles avec anticipations parfaites. On peut donc déduire une troisième courbe (RR) – qui coupe les courbes IS et LM au point d'équilibre

stationnaire – sur laquelle le taux d'intérêt long s'ajuste dans le temps lorsqu'un choc permanent a lieu. Cette courbe RR (appelée usuellement «the saddle-path curve») illustre graphiquement la condition d'arbitrage représentée par l'équation (8): étant donné le taux de variation anticipé du taux d'intérêt long (\dot{R}/R), la distance entre la courbe RR et la courbe LM donne l'écart exact entre les taux long et court imposé par la condition d'arbitrage (8), lorsque l'économie subit un choc permanent. On peut montrer (cf. appendice) que la pente de la courbe RR est positive et inférieure à celle de la courbe LM.

2. Effets des nouvelles prescriptions de liquidité dans ce cadre d'analyse

L'instauration des nouvelles prescriptions de liquidité ainsi que l'absence de réaction immédiate de la part de la Banque nationale équivalaient à une augmentation temporaire de l'offre excédentaire de monnaie annoncée par avance. La chronologie des événements mentionnée dans l'introduction peut être divisée en trois phases principales:

- une phase pendant laquelle les agents économiques savent que les prescriptions de liquidité vont être modifiées, ce qui influence déjà leurs comportements par le biais des anticipations;
- une phase pendant laquelle la nouvelle législation entre en vigueur, permettant aux banques commerciales de détenir effectivement moins de liquidités;
- une phase de réaction de la Banque nationale pendant laquelle celle-ci réduit progressivement la quantité de monnaie centrale disponible.

Quatre exercices de dynamique comparée, affichant un degré de complexité accrue, vont permettre d'analyser graphiquement les conséquences de ces événements.

¹² Poser $\dot{R} = 0$ dans l'équation (8) revient à écrire $R = r$.

Scénario (A)

Nous supposons que les trois épisodes mentionnés ci-dessus correspondent à trois dates bien définies:

- en t_0 : le choc temporaire sur l'offre excédentaire de monnaie est connu et compris par les agents;
- en t_1 ($t_1 > t_0$): les nouvelles prescriptions entrent en vigueur, ce qui implique que la valeur du paramètre de déplacement de la fonction de demande de monnaie (Z) diminue;
- en t_2 ($t_2 > t_1$): la banque centrale réagit par une contraction unique et de même montant de la masse monétaire nominale.

L'analyse graphique de ce scénario apparaît dans les figures 4, 5 et 6.¹³

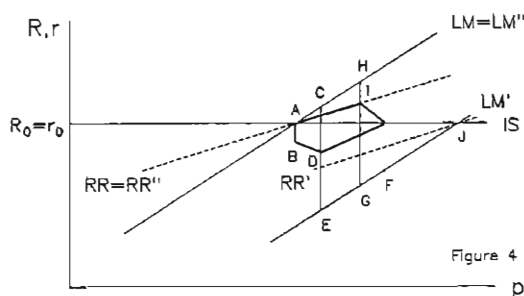


Figure 4

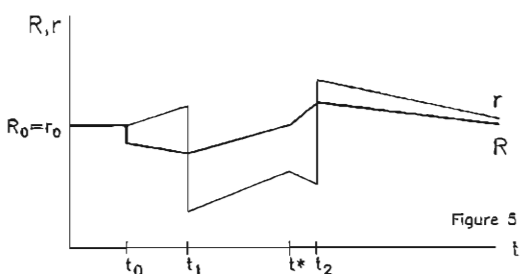


Figure 5

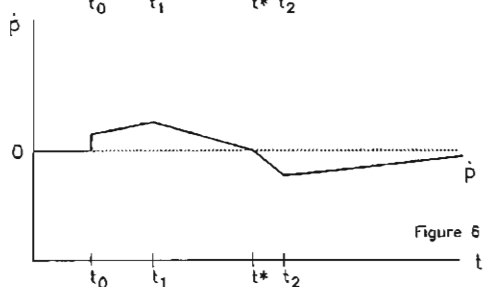


Figure 6

En t_0 , les marchés financiers anticipent correctement a) que, dès l'instant t_1 , la demande de monnaie centrale va diminuer; b) que l'absence de réaction immédiate de la banque centrale va créer en t_1 une situation d'offre excédentaire de monnaie, résorbée instantanément par une chute du taux d'intérêt à court terme; c) que l'institut d'émission ne réagira qu'en t_2 , et donc qu'entre t_1 et t_2 , le taux court restera à un niveau inférieur à celui qui était le sien avant t_1 . Cette évolution anticipée des taux courts entraîne en t_0 une hausse de la valeur actuelle du titre long, d'où une baisse instantanée de son rendement (du point A au point B dans la figure 4). Ce saut¹⁴ vers le bas du taux long stimule la demande globale et provoque un état de demande excédentaire sur le marché des biens et services, qui conduit à un accroissement des prix dans le temps. En t_0 , le taux court reste inchangé car aucun choc monétaire n'a encore réellement eu lieu. Entre t_0 et t_1 , au contraire, l'augmentation des prix accroît la demande nominale de monnaie, ce qui conduit à une hausse continue du taux court le long de la courbe LM (du point A au point C). Notons que cette dernière ne se déplace pas avant t_1 , lorsque le choc commence effectivement. De t_0 à t_1 , le niveau du taux d'intérêt court est supérieur à celui du taux long, ce qui cause, de par le processus d'arbitrage entre les deux marchés de titres, une baisse du taux d'intérêt long (de B à D) qui stimule encore plus la demande globale et, par conséquent, la hausse des prix.

En t_1 , les nouvelles prescriptions de liquidité entrent en vigueur, et la demande de monnaie chute comme prévu, ce qui déplace la courbe LM en LM'. Le taux court s'ajuste à cette situation d'offre excédentaire passant instantanément du point C au point E. Cette nouvelle valeur du taux court implique par arbitrage des hausses subséquentes du taux long qui freinent l'expansion de la demande globale et des prix. Ceux-ci, toute-

¹³ Nous rendons le lecteur attentif au fait que les trajectoires dessinées ont été approchées par des segments de droite.

¹⁴ L'équation (8) ne peut pas être employée isolément pour calculer l'amplitude du saut du taux long car celle-ci est fonction de tous les paramètres du modèle ainsi que des distances qui séparent les dates des événements.

fois, continuent de croître jusqu'à la date t^* ($t_1 < t^* < t_2$), à partir de laquelle l'effet d'éviction sur la demande de biens induit par la hausse du taux long provoque une déflation. Jusqu'en t^* , la hausse des prix réduit l'offre réelle de monnaie et accroît le taux d'intérêt court le long de LM' (de E à F). Dès t^* , la baisse des prix renverse ce mouvement (de F à G).

En t_2 , la banque centrale réagit comme prévu dès t_0 en contractant la masse monétaire d'un montant équivalent à la baisse de la demande, ce qui ramène la courbe LM à sa position initiale (passage de LM' à LM''). Le taux d'intérêt court passe alors instantanément de G à H rééquilibrant par là le marché monétaire. Comme ce taux est ainsi supérieur au taux long (distance H à I), ce dernier se met à décroître. Cette baisse freine petit à petit le mouvement de déflation. En conséquence, l'économie se dirige lentement vers un état d'équilibre stationnaire (point A) caractérisé par des taux d'intérêt identiques à ceux qui prévalaient avant t_0 .

Il est intéressant de noter que, puisque la politique de la banque centrale ne surprend pas les marchés, le taux d'intérêt long ne saute pas en t_2 (point I dans la figure 4). Un saut signifierait qu'il existe des possibilités de gains non exploitées, ce qui est contraire aux hypothèses du modèle. En effet, supposons qu'un instant avant t_2 , les agents s'attendent que, en t_2 , la hausse du taux court provoquera une hausse du taux long, donc une baisse du prix de l'obligation. Anticipant cette perte en capital, qui aura lieu avec certitude en t_2 , les investisseurs vont se débarrasser de leurs titres longs avant t_2 . Ces ventes feront baisser le cours de ce titre et induiront une augmentation du taux long avant t_2 . Ce raisonnement (emprunté à Obstfeld et Stockman [1985]) peut être répété récursivement jusqu'à la date t_0 où l'information est connue pour la première fois.

Par ailleurs, relevons que, dans ce modèle, le taux d'intérêt long et le taux d'inflation n'évoluent pas toujours dans le même sens. Entre t_0 et t_1 , l'inflation s'accélère alors que le taux long décroît. Entre t_1 et t^* , l'inflation se réduit tandis que le taux long augmente. Entre t^* et t_2 enfin, les prix baissent et le taux long s'accroît de plus en plus vite.¹⁵ Durant cette dernière période, en effet, la

hausse du taux d'intérêt à long terme s'accélère parce que le taux court s'affaiblit en raison de l'augmentation de la masse monétaire réelle provoquée par la baisse des prix, elle-même due à l'offre excédentaire de biens et services.

Pour conclure ce premier scénario, on remarquera que c'est la réaction tardive de la banque centrale qui crée la dynamique d'ajustement fort complexe des taux d'intérêt, notamment l'inversion de leur structure en t_2 . En effet, si l'institut d'émission n'avait pas réagi, les taux d'intérêt auraient nécessairement retrouvé leur niveau initial, mais sans que leur structure ne s'inversât. Dans la figure 4, le taux court aurait évolué sur la courbe LM' et, dès t_1 , le taux long sur la courbe RR' qui lui est associée. Toutefois, l'économie se serait alors stabilisée non pas au point A, mais au point J, auquel correspond un niveau de prix plus élevé que celui qu'elle atteint lorsque la banque centrale intervient.

Inversement, si, en t_1 , la banque centrale avait compensé immédiatement la baisse de la demande de monnaie par une contraction de même montant de l'offre monétaire, les taux d'intérêt et les prix n'auraient pas varié, pour autant que les marchés eussent été correctement informés dès t_0 . En automne 1987, la BNS s'est trouvée dans une situation similaire à celle de la banque centrale du modèle ci-dessus, mais sans bénéficier de la précision des anticipations que l'on attribue théoriquement à celle-ci. Ainsi, elle ne pouvait pas prévoir exactement l'ampleur des effets qu'aurait l'introduction des nouvelles prescriptions sur le besoin de liquidités des banques. De plus, elle ne pouvait pas annoncer par avance qu'elle allait restreindre immédiatement son offre, en réponse à la contraction de la demande, sans alourdir le climat d'incertitude qui pesait si fort sur les marchés financiers après le krach boursier et sans prendre le risque d'une appréciation exagérée du franc, alors que le dollar était très nettement orienté à la baisse. A ces circonstances fortuites s'ajoutait une consi-

¹⁵ De t^* à t_2 , $\dot{R} = RoR + (Ro[Zo-Mo]/\alpha P^2)\dot{P}$, $\dot{R} > 0$ et $\dot{P} < 0$
 $\Rightarrow \dot{R} > 0$ donc $d\dot{R}/dt > 0$.

De t_1 à t^* , $\dot{R} > 0$ mais $\dot{P} > 0 \Rightarrow \dot{R} \geq 0$ donc $< \dot{R}(t) \nabla t \in]t^*, t_2[$.

dération plus fondamentale. Face aux changements attendus, la BNS aurait pu mettre en œuvre sa politique différemment et se fixer temporairement un objectif de taux d'intérêt permettant ainsi une diminution automatique des liquidités du système bancaire. Malgré sa durée limitée, un tel processus n'aurait pas été sans danger, car il risquait de modifier le comportement des banques qui, par exemple, auraient pu prendre l'habitude de s'adresser librement à l'institut d'émission en cas de manque de liquidités. Selon la critique de Lucas (1976), une forte instabilité de la demande de monnaie en aurait sans doute résulté, ce qui n'aurait pas manqué de gêner considérablement la BNS lorsque celle-ci aurait voulu revenir à son objectif de croissance monétaire quantitative. Ainsi, la Banque nationale n'a pas eu d'autre choix que de réduire par étapes son offre de monnaie en utilisant le taux d'intérêt comme un indicateur et non comme un objectif de sa politique, ce qui a retardé le processus d'ajustement.

Comme on le voit dans ce scénario, la politique monétaire dans ce modèle affecte la vitesse avec laquelle les taux d'intérêt rejoignent leur niveau d'équilibre stationnaire, le taux d'inflation durant le processus d'ajustement ainsi que le niveau des prix qui finalement stabilise l'économie.

Scénario (B)

Ce scénario est similaire au précédent, mais on suppose ici que la banque centrale n'éponge que partiellement en t_2 l'excès de liquidités apparu lors du choc en t_1 . Les figures 7 et 8 illustrent ce deuxième scénario.

Le taux long diminue instantanément en t_0 , puis continue de baisser jusqu'en t_1 , date de l'entrée en vigueur des nouvelles prescriptions de liquidité. A cet instant, le taux court tombe au-dessous du taux long qui dès lors se met à remonter. Les pressions de la demande sur le marché des biens et services poussent les prix à la hausse et l'accroissement de la demande nominale de monnaie qui en résulte fait monter le taux court le long de LM' .

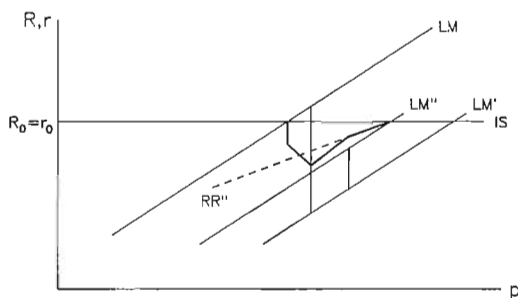


Figure 7

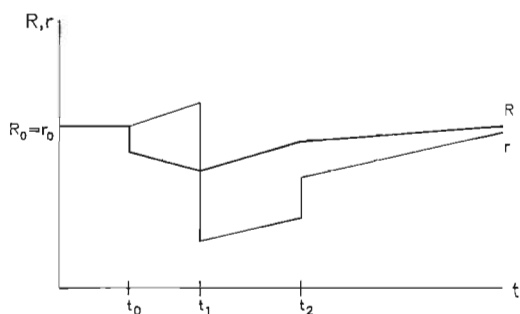


Figure 8

En t_2 , le resserrement de l'offre monétaire déclenche une hausse instantanée de LM' à LM'' du taux court, qui demeure pourtant inférieur au taux long. Ce dernier continue donc de s'accroître régulièrement tant que l'équilibre stationnaire final n'est pas atteint.

Dans ce scénario, le caractère plus modéré de l'intervention de la banque centrale ne provoque plus d'inversion de la structure des taux d'intérêt.

Scénario (C)

Cette nouvelle simulation élargit le cas précédent en y incorporant une touche supplémentaire de réalisme. On suppose maintenant que la banque centrale restreint son offre de monnaie par paliers successifs. Dans les figures 9 et 10, la contraction monétaire s'effectue en trois fois entre les dates t_2 et t_3 ($t_3 > t_2$) et non plus seulement en une fois comme dans les cas précédents.

On observe un profil des taux d'intérêt similaire à celui du scénario (B) avec toutefois un ajuste-

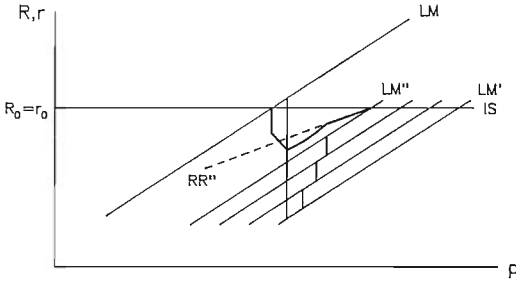


Figure 9

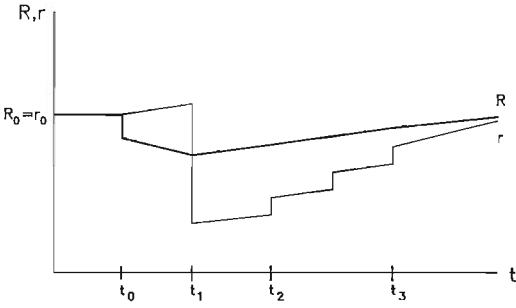


Figure 10

ment par paliers du taux d'intérêt court au fur et à mesure que la masse monétaire nominale se contracte. Comme ces chocs successifs sur le taux court sont parfaitement anticipés dès t_0 , le taux long s'ajuste sans à-coups vers son niveau d'équilibre stationnaire final.

Scénario (D)

On introduit maintenant une erreur d'anticipation dans le scénario précédent. Les agents prévoient que la banque centrale resserrera son offre par paliers successifs de t_2 à t_3 pour stabiliser la masse monétaire nominale au niveau M'' (associé à LM'') en t_3 . A ce moment, toutefois, l'institut d'émission surprend les marchés en adoptant une politique moins restrictive que prévue. Au lieu d'atteindre M'' , l'offre de monnaie reste alors à un niveau M''' (associé à LM''') supérieur à M'' . En d'autres termes, les agents perçoivent en t_3 seulement que la masse monétaire nominale va dès lors rester égale à M''' (cf. figures 11 et 12).

Cette nouvelle politique provoque en t_3 une chute instantanée du taux d'intérêt long alors

que le taux court s'ajuste sans accroc (point A dans la figure 11). Ce dernier continue donc de monter régulièrement le long de LM''' , la quantité nominale de monnaie restant constante. En revanche, le taux d'intérêt long diminue soudainement car la contraction attendue de la masse monétaire ne se produit pas. L'action de la banque centrale est alors considérée comme le signal d'une politique monétaire en permanence plus expansive que celle qui avait été anticipée. Les agents, qui avaient pris en compte depuis t_0 déjà le saut du taux court qui devait survenir en t_3 , et qui avaient ajusté en conséquence le niveau du taux long, doivent réviser leur vue à ce sujet: suite à l'innovation monétaire causée par la banque centrale, le gain en capital que provoque le niveau plus bas que prévu du taux court entraîne une baisse du rendement des titres longs en en stimulant la demande. Graphiquement, ceci est équivalent à faire sauter le taux long de la courbe RR'' sur la courbe RR''' .

En résumé, les trajectoires des taux d'intérêt exhibent dans tous les scénarios les caractéristiques suivantes:

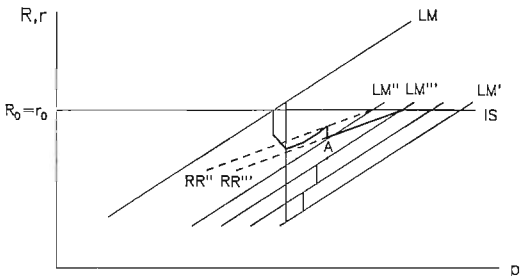


Figure 11

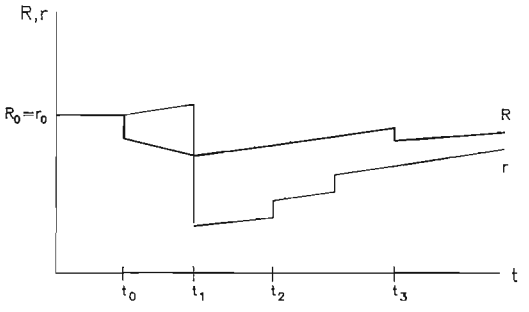


Figure 12

- 1) Le taux d'intérêt à court terme s'adapte instantanément à chaque action de la banque centrale et à chaque mouvement exogène de la demande de monnaie.
- 2) Le taux d'intérêt à long terme s'ajuste instantanément dès qu'une nouvelle information est connue. (C'est le cas en t_0 ainsi que, dans la dernière simulation, en t_3 .)
- 3) Par contre, les ajustements du taux long sont continus malgré les sauts du taux court si ces décrochements sont correctement anticipés et si le processus d'arbitrage entre les marchés financier et monétaire se déroule parfaitement.
- 4) Enfin, tout au long des processus d'ajustement, le taux long varie moins que le taux court.

Compte tenu des moyens employés, ce modèle apporte un éclairage intéressant sur l'évolution des taux d'intérêt suisses entre la fin 1987 et l'été 1988. Dans le modèle, le taux long chute avant la réalisation du choc, ce qui fut aussi le cas dans les faits en automne 1987 comme le montre la figure 1. Certes cette baisse peut aussi avoir été une réaction au krach boursier du 19 octobre. Elle fut cependant plus prononcée en Suisse qu'en Allemagne par exemple. En effet, le rendement des obligations de la Confédération n'est pas seulement revenu au niveau qui était le sien avant le krach mais il a baissé au-dessous de son niveau moyen calculé entre janvier et juillet 1987. Par contre, en Allemagne, les taux à long terme a) sont restés au-dessus de leur niveau moyen de cette même période¹⁶ et b) ne sont redescendus que lentement pour ne rejoindre cette moyenne qu'à la fin mars 1988.

Après l'annonce du choc – entre t_0 et t_1 –, le taux long décroît alors que le taux court monte dans le modèle. En Suisse, même à un niveau sommaire d'interprétation, l'évolution a été plus compliquée. Si, jusqu'en novembre, les chiffres ne contredisent pas le résultat des simulations, en décembre les taux courts sont tombés au-dessous des taux longs qui, eux, se sont remis à monter. Ce mouvement peut être expliqué par l'importance des liquidités disponibles, la BNS ayant été, pour différentes raisons, plus généreuse que d'habitude lors de l'échéance annuelle de 1987. Cette action a constitué un choc monétaire supplémentaire qui n'a pas été pris en compte dans les simulations.

Lorsque le choc survient – en t_1 –, le taux court chute fortement dans le modèle. Il en a été de même dans la réalité, quoique la baisse se fût étendue sur près d'un mois. Ce délai peut s'expliquer si l'on suppose que les banques ont réduit graduellement et non pas instantanément leur demande de liquidités. A partir de février, les taux d'intérêt à court terme remontent. Il est évidemment difficile de distinguer dans leur ascension en dents de scie, la part purement aléatoire de celle qui résultait de la contraction graduelle de l'offre monétaire.

De son côté, le taux long n'a pas évolué après le choc exactement comme le modèle le laissait prévoir. Théoriquement, il aurait dû s'élever alors que, dans la réalité, il a diminué presque imperceptiblement. En plus du fait que les obligations de la Confédération ne sont pas des rentes perpétuelles, à l'inverse des actifs longs du modèle, plusieurs facteurs peuvent rendre compte de cette divergence. D'une part, la baisse des taux d'intérêt étrangers qui s'est produite alors a pu influencer directement l'évolution des taux suisses en neutralisant ainsi la tendance à la hausse de ceux-ci que dégage le modèle. D'autre part, cette légère diminution peut être interprétée comme un mouvement de rattrapage dans la mesure où, lorsque le choc a été annoncé, les taux longs n'ont peut-être pas baissé autant que le modèle ne le laissait supposer. Parmi les agents, ceux qui n'avaient pas correctement prévu ce qui allait se passer n'ont réagi que depuis le moment du choc, en se portant acquéreurs de titres longs.

Enfin, dans le dernier scénario (D), la trajectoire du taux long présente un accroc en t_3 . Nous avons cherché à répliquer ainsi la baisse des taux à long terme intervenue en avril. Les marchés ont cru alors que la BNS avait adopté une attitude moins restrictive que prévu, puisque le rythme, avec lequel les avoirs en comptes de virements des banques diminuaient, s'était nettement ralenti au cours de ce mois pour ne reprendre qu'en mai. En d'autres termes, un nouveau choc a pu s'être produit conduisant le

¹⁶ Et même au-dessus de la moyenne des taux entre janvier 1986 et juillet 1987.

marché à réviser ses vues sur la rigueur de la politique monétaire.

Conclusion

Au début 1988, il s'est produit en Suisse un choc monétaire comme il s'en produit rarement d'aussi net. Ce choc a provoqué en janvier une forte baisse des taux d'intérêt à court terme qui n'a pas été accompagnée par une diminution équivalente des taux à long terme. Dans cet article, nous avons présenté une explication théorique possible de ce phénomène. Celle-ci repose essentiellement sur l'hypothèse que les agents sont rationnels et efficaces, c'est-à-dire qu'ils ont été capables d'anticiper plus ou moins correctement la remontée des taux courts intervenue depuis le printemps. Dans ces circonstances, une baisse des taux longs de même ampleur que celle des taux courts aurait conduit ultérieurement à des pertes en capital, qui sont incompatibles avec l'efficacité supposée du marché. En d'autres termes, cette analyse théorique a montré que, lorsque les agents comprennent dans une large mesure les mécanismes de l'économie et de la politique monétaire, il en résulte un profil des taux d'intérêt dont l'allure générale rappelle celui qui a été observé en Suisse depuis le début de l'année.

Il nous paraît particulièrement intéressant de relever la pertinence de ce modèle, qui, malgré son côté forcément caricatural, fournit des résultats satisfaisants dans l'ensemble. Bien entendu, il serait vain de vouloir lire l'évolution des taux d'intérêt suisses à la seule lumière d'un modèle aussi simple. L'hypothèse d'anticipations parfaites en particulier constitue une manière trop extrême de modéliser les anticipations d'agents tournés vers l'avenir. Elle n'en reste pas moins attrayante car on évite ainsi l'arbitraire inhérent à toutes les formulations d'anticipations fondées uniquement sur les comportements passés. Cette recherche pourrait utilement être complétée dans plusieurs directions, notamment par l'adjonction d'un secteur extérieur incorporant les mouvements internationaux de biens et de capitaux. Les ajustements du taux de change et les influences des taux d'intérêt étrangers sur les taux nationaux figureraient dès lors dans l'analyse.

Références

- O. Blanchard, «Output, the Stock Market, and Interest Rates», *American Economic Review*, 1981, 71, 132-43.
- O. Blanchard et C. Kahn, «The Solution of Linear Difference Models Under Rational Expectations», *Econometrica*, 1980, 48, 1305-11.
- W. Branson, A. Fraga et R. Johnson, «Expected Fiscal Policy and the Recession of 1982», National Bureau of Economic Research, décembre 1985, Working Paper No. 1784.
- U. Birchler, «Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik», *Monnaie et conjoncture*, mars 1988, 75-81.
- W. Buiter, «Saddlepoint Problems in Continuous Time Rational Expectations Models: A General Method and Some Macroeconomic Examples», *Econometrica*, 1984, 52, 665-80.
- R. Dornbusch and S. Fischer, *Macroeconomics*, 4th edition, McGraw-Hill, Inc., New York, 1987.
- R.E. Lucas, Jr., «Econometric Policy Evaluation: A Critique», dans Brunner et Meltzer, eds., *The Phillips Curve and Labor Markets*, North-Holland, Amsterdam, 1976.
- M. Obstfeld et A. Stockman, «Exchange-Rate Dynamics» dans R.W. Jones et P.B. Kenen, eds., *Handbook of International Economics*, volume II, chapitre 18, Elsevier Science Publishers B.V., 1985, 917-77.
- M. Peytrignet et U. Schwarz, «Politique monétaire et structure des taux d'intérêt en Suisse: une analyse macro-économique», Miméo, Banque Nationale Suisse, mai 1988.
- G. Rich, «Auswirkungen der neuen Liquiditätsvorschriften auf den Geldmarkt und die Nationalbankpolitik», Referat gehalten an der Frühjahrstagung des Instituts für Bankwirtschaft, Hochschule St-Gallen, 8. März 1988.
- S.T. Turnovsky, «Short-Term and Long-Term Interest Rates in a Monetary Model of a Small Open Economy», *Journal of International Economics*, 1986, 20, 291-311.

Appendice

Après linéarisation autour des valeurs d'équilibre stationnaire P_0 , R_0 , Z_0 et M_0 , le modèle s'écrit^{A1}:

$$(A.1) \quad d = b + a \bar{y} - \delta R + \frac{\delta}{P_0} \dot{P}, \quad 0 < a < 1; b, \delta > 0.$$

$$(A.2) \quad r = k_0 + k_1 (Z - M) - k_2 P,$$

$$\text{où} \quad k_0 \equiv \frac{\sigma \bar{y} + \frac{Z_0 - M_0}{P_0}}{\alpha},$$

$$k_1 \equiv \frac{1}{\alpha P_0},$$

$$k_2 \equiv \frac{Z_0 - M_0}{\alpha P_0^2}, \quad \sigma > 0; \alpha > 0.$$

$$(A.3) \quad \dot{R} = R_0 (R - r), \quad 0 < R_0 < 1.$$

$$(A.4) \quad \dot{P} = - \frac{\Phi P_0 d_R(\dot{P}_0, R_0)}{1 - \Phi P_0 d_P(\dot{P}_0, R_0)} R_0 + \frac{\Phi P_0 d_R(\dot{P}_0, R_0)}{1 - \Phi P_0 d_P(\dot{P}_0, R_0)} R, \quad 0 < \Phi < 1.$$

où $Z_0 < M_0$

et $d_P(\dot{P}_0, R_0)$ et $d_R(\dot{P}_0, R_0)$ représentent les dérivées partielles de la demande globale de biens et services par rapport, respectivement, à \dot{P} et R évaluées aux valeurs prises par ces variables à l'équilibre stationnaire initial soit 0 et R_0 .

Après substitution, on obtient le système matriciel suivant:

$$(A.5) \quad \begin{bmatrix} \dot{P} \\ \dot{R} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 & \frac{-\Phi \delta P_0}{1 - \Phi \delta} \\ \frac{R_0 (Z_0 - M_0)}{\alpha P_0^2} & R_0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} P \\ R \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \frac{\Phi \delta P_0}{1 - \Phi \delta} R_0 \\ -\frac{R_0}{\alpha} \left[\sigma \bar{y} + \frac{1}{P_0} (Z_0 - M_0) \right] - \frac{R_0}{\alpha P_0} (Z - M) \end{bmatrix}$$

Le déterminant de la matrice est égal à $\frac{R_0 \Phi \delta (Z_0 - M_0)}{\alpha P_0 (1 - \Phi \delta)}$

Son signe est négatif si $\Phi \delta < 1$ c'est-à-dire si les prix ne s'ajustent pas trop vite (Φ suffisamment petit) et si la consommation et l'investissement privés ne sont pas trop sensibles aux variations du taux d'intérêt long en termes réels (δ pas trop grand). Ces hypothèses nous paraissent acceptables.

Dans ce cas, les valeurs propres du système (A.5) sont de signe opposé et l'équilibre stationnaire est un point selle.

^{A1} Par hypothèse, on pose $f \equiv 0$, le déficit budgétaire de l'Etat ne constituant pas l'objet de cette analyse.

Analyse graphique

Le lieu géométrique des couples (R, p) pour lesquels $\dot{R} = 0$ est une droite horizontale parallèle à l'axe des prix. Elle est fixe au niveau $R = R_0$.

La courbe $\dot{R} = 0$ coïncide avec la courbe LM de pente:

$$\left. \frac{\partial R}{\partial P} \right|_{\dot{R}=0} = -\frac{Z_0 - M_0}{\alpha P_0^2} > 0.$$

La pente de l'équation du «saddle-path» est donnée par:

$$\left. \frac{\partial R}{\partial P} \right|_{sp} = \frac{R_0(Z_0 - M_0)}{\alpha P_0^2(\mu_1 - R_0)} > 0.$$

où μ_1 est la valeur propre négative du système (A.5).

Le différentiel de pente indique que le «saddle-path» a une pente inférieure à celle de la courbe $\dot{R} = 0$.

$$\left. \frac{\partial R}{\partial P} \right|_{sp} - \left. \frac{\partial R}{\partial P} \right|_{\dot{R}=0} = \frac{\mu_1(Z_0 - M_0)}{\alpha P_0^2(\mu_1 - R_0)} < 0.$$

L'orientation des flèches du graphique est donnée par:

$$\left. \frac{\partial \dot{P}}{\partial P} \right|_{\dot{P}=0} = 0; \left. \frac{\partial \dot{P}}{\partial R} \right|_{\dot{P}=0} = -\frac{\Phi \delta P_0}{1 - \Phi \delta} < 0; \left. \frac{\partial \dot{R}}{\partial P} \right|_{\dot{R}=0} = \frac{R_0(Z_0 - M_0)}{\alpha P_0^2} < 0; \left. \frac{\partial \dot{R}}{\partial R} \right|_{\dot{R}=0} = R_0 > 0.$$

Das schweizerische Auslandvermögen

Thomas Schlup*

1. Einleitung

Das Auslandvermögen gibt Auskunft über die finanziellen Forderungen und Verpflichtungen der Schweiz gegenüber dem Ausland. In der nachfolgenden Übersicht werden erstmals die statistisch erhobenen Daten für die Jahre 1984 bis 1987 zusammengestellt.

Das Auslandvermögen sollte gemäss den Richtlinien der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung grundsätzlich zum Marktwert bewertet werden. Die Goldreserven der Nationalbank und das zum Buchwert erfasste Direktinvestitionskapital sind jedoch mit ihren Buchwerten ausgewiesen. Der ausländische Grundbesitz in der Schweiz ist zum Anschaffungswert wiedergegeben worden.

Die Abgrenzung zwischen Vermögen, das im In- und Ausland gehalten wird, basiert wie in der Zahlungsbilanz üblich auf dem Domizilprinzip. Insbesondere sind die Aktiven und Passiven der Filialen von Banken und Versicherungen im Ausland in der Vermögensbilanz nicht berücksichtigt. Nicht einbezogen wurden auch die für Rechnung von Ausländern im Ausland angelegten Treuhandgelder.

Das Auslandvermögen steht in einem engen Zusammenhang zur Zahlungsbilanz und zu den Konti der Nationalen Buchhaltung. Dieser Zusammenhang lässt sich ohne Berücksichtigung der Wertveränderungen folgendermassen darstellen: Saldo der Ertragsbilanz = Saldo des Kapitalverkehrs = Veränderung des Nettoauslandstatus. Ertragsbilanzüberschüsse erhöhen und Fehlbeträge vermindern das Nettoauslandvermögen. Beispielsweise bedeutet ein Ertragsbilanzüberschuss, dass die inländischen Ersparnisse die inländischen Investitionen übertreffen. Der Sparüberschuss wird im Ausland investiert, wodurch sich das Nettoauslandvermögen erhöht. Daneben wird das Nettoauslandvermögen aber auch durch Wechsel- und Börsenkurs-

schwankungen, durch den Verzicht auf Forderungen und durch Migration mitbestimmt. Diese Einflüsse können zeitweise stärker auf das Nettoauslandvermögen wirken als ein positiver oder negativer Saldo der Ertragsbilanz.

2. Die Entwicklung des Auslandvermögens von Ende 1984 bis Ende 1987

Die schweizerischen Aktiven wuchsen von Ende 1984 bis Ende 1987 von 457,7 Mrd. auf 572,7 Mrd. Franken. Die hohe Zuwachsrate von 1985 hat sich in den beiden nachfolgenden Jahren stark abgeschwächt, blieb jedoch trotz Tieferbewertung des US-Dollars und Börsenkrach auch 1987 positiv. Massgeblicher Faktor für das starke Anwachsen der Aktiven waren die in der Zahlungsbilanz verbuchten privaten und öffentlichen Kapitalexporte, die sich in diesem Zeitabschnitt auf insgesamt 145,8 Mrd. Franken beliefen.

Das schweizerische Auslandvermögen der Jahre 1984 bis 1987 in Mrd. Franken

	1984	1985	1986	1987
Auslandaktiven	457,7	527,3	554,2	572,7
Veränderung in %		15,2	5,1	3,3
Auslandpassiven	260,8	299,1	340,2	329,3
Veränderung in %		14,7	13,7	-3,2
Nettostatus	196,9	228,2	214,0	243,4
Veränderung in %		15,9	-6,2	13,7

Die Auslandaktiven erhöhten sich jedoch nur um 115 Mrd. Franken, da die wechselkursbedingten Wertveränderungen, die in der Zahlungsbilanz nicht berücksichtigt werden, stark negativ zu Buche schlugen.

Veränderung der Auslandaktiven von Ende 1984 bis Ende 1987 in Mrd. Franken

Kapitalexporte gemäss Zahlungsbilanz	145,8
Wertveränderungen	-30,8
Bestandesveränderung	115,0

* Bankwirtschaftliche Abteilung der Schweizerischen Nationalbank

Die Wertveränderungen sind das Resultat gegenläufiger Entwicklungen von Wechselkursen und Börsenkursen. Während die meisten Währungen gegenüber dem Franken an Wert einbüssten – der Kurs der amerikanischen Währung verminderte sich von Fr. 2.60 Ende 1984 auf Fr. 1.28 Ende 1987 – blieben die Aktienkurse Ende 1987 trotz Börsenkrach noch deutlich über dem Niveau von Ende 1984. So erhöhte sich der Gesamtindex der New Yorker Börse (NYSE) in dieser Periode von 96,4 Punkten auf 138,2 Punkte um 43,4%. Da jedoch höchstens 10% des schweizerischen «Portefeuilles» in ausländischen Aktien angelegt wurden, während rund ein Viertel der Forderungen auf US-Dollars lauten, wirkte sich die Entwertung des amerikanischen Dollars stärker aus als die Aktienkursgewinne.

Die schweizerischen Auslandpassiven blieben zwischen 1984 und 1987 deutlich unter dem Niveau der Auslandaktiven und erreichten etwas mehr als die Hälfte der schweizerischen Guthaben. Die schweizerischen Kapitalimporte erreichten von 1985 bis 1987 102,1 Mrd. Franken. Infolge der börsen- und wechselkursbedingten Wertveränderungen erhöhten sich die schweizerischen Passiven zwischen Ende 1984 und 1987 allerdings nur um 68,5 Mrd. Franken.

Veränderung der Auslandpassiven von Ende 1984 bis Ende 1987 in Mrd. Franken

Kapitalimporte gemäss Zahlungsbilanz	102,1
Wertveränderungen	-33,6
Bestandesveränderung	68,5

Aus der Saldierung von Aktiven und Passiven resultiert der Nettostatus. Von Ende 1984 bis Ende 1987 stieg der Überschuss der schweizerischen Aktiven von 196,9 Mrd. auf 243,4 Mrd.

Franken. Das Nettoauslandvermögen erreichte damit fast die Grösse des schweizerischen Bruttosozialprodukts.

3. Die Gliederung des Auslandvermögens

Die schweizerischen Aktiven sind überwiegend in fremden Währungen angelegt. Auf den Franken entfielen Ende 1987 46,2% der Aktiven, wobei sich dieser Anteil von weniger als 40% Ende 1984 etwas erhöhte. Besonders deutlich erscheint dies beim Nettoauslandstatus, bei dem die auf Dollar lautenden Positionen stärker ins Gewicht fallen als der Schweizer Franken.

Nach Sektoren respektive Anlagearten gegliedert entfielen Ende 1987 nur 8,6% aller Auslandaktiven auf die Nationalbank, gegenüber noch 12,5% Ende 1984.

Sektorale Gliederung des Auslandvermögens Ende 1987 in Mrd. Franken

	Aktiven	%	Passiven	%
Nationalbank	49,4	8,6	0,2	0,0
Bund	1,3	0,2	0,5	0,1
Bankkredite	177,0	30,9	140,0	42,5
Treuhandgelder	46,3	8,1	0,7	0,2
Portfolioinvestitionen	217,2	37,9	98,2	29,8
Direktinvestitionen	55,1	9,6	31,2	9,5
Privater Immobilienbesitz	¹		10,4 ²	3,2
Übrige	26,4	4,7	48,1	14,7
Total	572,7	100,0	329,3	100,0

¹ Keine Daten verfügbar

² Ohne die bewilligungspflichtigen Grundstückkäufe durch ausländisch beherrschte Unternehmen mit Sitz in der Schweiz.

Währungsgliederung des Auslandvermögens Ende 1987

	Total	Franken	Dollar	DM	übrige	Edelmetalle
Aktiven Mrd.	572,7	264,8	152,2	53,8	87,5	14,4
in %	100,0	46,2	26,6	9,4	15,3	2,5
Passiven Mrd.	329,3	196,7	60,6	26,4	30,0	15,6
in %	100,0	59,8	18,4	8,0	9,1	4,7
Nettostatus	243,4	68,1	91,6	27,4	57,5	-1,2
in %	100,0	28,0	37,6	11,3	23,6	-0,5

Annähernd 40% der schweizerischen Aktiven und 30% der Passiven sind in langfristigen Wertpapieren angelegt. In dieser Position sind die Wertschriften von allen inländischen Sektoren zusammengefasst. 1987 erreichten die ausländischen Wertpapiere in der Hand von Inländern nur noch knapp das Niveau des Vorjahres von 217,5 Mrd. Trotzdem blieben die Portfolioinvestitionen auch 1987 die grösste Position in der schweizerischen Vermögensbilanz.

Von Ende 1984 bis Ende 1987 verzeichneten die ausländischen Portfolioinvestitionen in der Schweiz einen starken Anstieg. 1984 belief sich ihr Anteil auf 58,4 Mrd. Franken oder rund einen Viertel der schweizerischen Passiven. Infolge der hohen Kapitalimporte seit 1984 und der massiven Kurssteigerungen auf Aktienanlagen vergrösserte sich dieser Anteil Ende 1986 auf 35,3% oder 114,5 Mrd. Franken. Ende 1987 sank jedoch der ausländische Portfoliobestand infolge des Börsenkrachs wieder unter das Niveau von 1985 zurück.

Der grösste Teil der ausländischen Portfolioanlagen in der Schweiz entfiel auf Aktien (Ende 1987: 65,1 Mrd. Franken) und Anlagefonds (20,7 Mrd.). Ende 1984 befanden sich 41,5% der an der Börse kotierten Risikopapiere und 61,9% der Anteilscheine von Anlagefonds in ausländischer Hand. Da die von Ausländern gehaltenen Inhaberpapiere vom Kursrückgang stärker betroffen wurden als die Namenpapiere, nahm der ausländische Anteil am schweizerischen Aktienkapital Ende 1987 wieder ab. Der Wert der von Ausländern gehaltenen Risikopapiere verminderte sich gegenüber 1986 um 24 Mrd. Franken auf 65,1 Mrd. Die von Ausländern gehaltenen festverzinslichen Wertpapiere und Anlagefondszertifikate stiegen dagegen gegenüber dem Vorjahr um je 1,5 Mrd. Franken.

4. Internationaler Vergleich des Nettoauslandvermögens

Die Schweiz besitzt als kleines Industrieland ein hohes Auslandvermögen. Dies zeigt ein Vergleich mit dem Nettostatus der grössten Industrieländer. Solche Vergleiche sind allerdings aus statistischen Gründen mit Vorbehalten be-

haftet, da die Ermittlung des Auslandvermögens von Land zu Land variiert. So werden einzelne Vermögensteile in vielen Ländern mangels einer Bestandesstatistik – insbesondere für den Wertpapierbestand – durch Kumulation der Nettokäufe berechnet. Dadurch bleiben die Änderungen der Wechsel- und Börsenkurse bei der Schätzung des Vermögens unberücksichtigt.

Internationaler Vergleich der Nettoposition Ende 1986

	USA	Japan	BRD	UK	CH
Mrd. Franken	-446	290	185	301	214
in % des BSP	-7	9	11	30	84
in % der Importe (Güter und Dienste)	-55	105	39	89	262

Trotz dieser Einschränkung lässt sich folgern, dass die Schweiz sowohl absolut als auch nach relativen wirtschaftlichen Kennzahlen zu den grössten Gläubigerländern gehört. Ende 1986 entsprach die Nettoposition der Schweiz annähernd dem Bruttosozialprodukt und deckte fast dreimal den Wert der schweizerischen Importe von Gütern und Diensten.

Les avoirs et engagements extérieurs de la Suisse (position extérieure nette)

Thomas Schlup*

1. Introduction

La position extérieure de la Suisse renseigne sur les avoirs et engagements financiers que le pays a vis-à-vis de l'étranger. Des données – pour les années 1984 à 1987 – sont publiées pour la première fois dans l'aperçu ci-dessous. Elles sont tirées des statistiques disponibles.

Conformément aux directives appliquées à l'établissement des comptes nationaux, la position extérieure devrait être dressée en principe aux prix du marché. L'encaisse-or de la Banque nationale et les investissements directs – leur statistique est établie à la valeur comptable – sont toutefois pris en considération à leur valeur comptable. Quant aux immeubles que des non-résidents possèdent en Suisse, ils entrent dans la statistique à leur valeur d'acquisition.

La répartition des avoirs et des engagements entre la Suisse et l'étranger repose sur le principe du domicile; elle est donc faite selon la règle générale qui est appliquée pour la balance des paiements. Les actifs et passifs des succursales à l'étranger des banques et des compagnies d'assurances ne sont pas pris en considération dans la position extérieure. De même, les fonds fiduciaires placés à l'étranger pour le compte de non-résidents n'entrent pas dans ce décompte.

Des liens étroits existent entre la position extérieure, la balance des paiements et les comptes de la comptabilité nationale. Si l'on fait abstraction des ajustements de valeur, on peut pour illustrer ces liens rappeler l'identité suivante: solde de la balance courante = solde des mouvements de capitaux = variation de la position extérieure nette. La position extérieure nette augmente quand la balance des transactions courantes dégage un solde actif et diminue

quand celle-ci enregistre un solde passif. Par exemple, un solde actif de la balance courante signifie que l'épargne nationale dépasse l'investissement intérieur. L'excédent d'épargne est investi à l'étranger, ce qui accroît la position extérieure nette du pays. Celle-ci varie également à la suite des fluctuations des cours de change et des cours boursiers, de l'abandon de créances et des migrations. Les effets de ces facteurs sur la position extérieure nette peuvent parfois être plus importants que le solde – actif ou passif – de la balance courante.

2. Evolution de la position extérieure nette de la Suisse, depuis fin 1984

De fin 1984 à fin 1987, les actifs suisses à l'étranger ont passé de 457,7 milliards à 572,7 milliards de francs. Leur croissance, encore très vive en 1985, a fléchi nettement les deux années suivantes, mais est restée positive, en dépit de la baisse du cours du dollar et du krach boursier qui ont caractérisé l'année 1987. La forte expansion des actifs est due avant tout aux exportations de capitaux des secteurs privé et public; comme l'indique la balance des paiements, ces exportations ont atteint 145,8 milliards de francs pendant les années 1985 à 1987.

La position extérieure de la Suisse, depuis fin 1984, en milliards de francs

	1984	1985	1986	1987
Actifs à l'étranger	457,7	527,3	554,2	572,7
Variation en pour-cent		15,2	5,1	3,3
Passifs envers l'étranger	260,8	299,1	340,2	329,3
Variation en pour-cent		14,7	13,7	-3,2
Position extérieure nette	196,9	228,2	214,0	243,4
Variation en pour-cent		15,9	-6,2	13,7

L'augmentation des actifs à l'étranger a été toutefois de 115 milliards de francs seulement, du fait des ajustements de valeur dus à l'évolution

* Service d'études bancaires

des cours de change. Ces ajustements ne sont pas pris en considération dans la balance des paiements.

Variation des actifs à l'étranger, de fin 1984 à fin 1987, en milliards de francs

Exportations de capitaux selon balance des paiements	145,8
Ajustements de valeur	-30,8
Variation de l'état	115,0

Les ajustements de valeur sont le résultat de mouvements opposés, ceux des cours de change, d'une part, et ceux des cours boursiers, d'autre part. Entre fin 1984 et fin 1987, la plupart des monnaies ont fléchi face au franc sur les marchés des changes – le dollar des Etats-Unis a passé de fr. 2,60 à fr. 1,28 –, alors que les cours des actions ont augmenté nettement, en dépit du krach. Par exemple, l'indice global de la bourse de New York (NYSE) s'est élevé pendant cette période de 96,4 points à 138,2 points, progressant ainsi de 43,4%. Toutefois, comme 10% au maximum du «portefeuille» suisse est investi en actions étrangères et qu'un quart environ des actifs à l'étranger sont libellés en dollars, la chute de la monnaie américaine sur les marchés des changes a eu davantage d'effets que les gains de cours sur les actions.

Entre fin 1984 et fin 1987, les passifs suisses envers l'étranger sont restés nettement inférieurs aux actifs à l'étranger; à la fin de 1987, ils atteignaient un peu plus de la moitié de ceux-ci. La Suisse a importé des capitaux pour une somme de 102,1 milliards de francs pendant les

années 1985 à 1987. Après déduction des ajustements de valeur dus à l'évolution des cours des monnaies et des actions, les passifs suisses n'ont augmenté que de 68,5 milliards de francs durant cette période.

Variation des passifs envers l'étranger, de fin 1984 à fin 1987, en milliards de francs

Importations de capitaux selon balance des paiements	102,1
Ajustements de valeur	-33,6
Variation de l'état	68,5

En soustrayant les passifs des actifs, on obtient la position extérieure nette. Entre fin 1984 et fin 1987, l'excédent des actifs suisses à l'étranger a passé de 196,9 milliards à 243,4 milliards de francs, atteignant ainsi à peu près le même ordre de grandeur que le produit national brut du pays.

3. Répartition par monnaies et par secteurs

Les actifs suisses à l'étranger sont placés en majorité en monnaies étrangères. La part libellée en francs suisses s'inscrivait à 46,2% à la fin de 1987, contre près de 40% à la fin de 1984. Le rôle prépondérant des monnaies étrangères apparaît encore plus distinctement dans la position extérieure nette; ici, la part libellée en dollars est supérieure à celle qui est en francs. La répartition par secteurs ou par catégories de placements montre que la part de la Banque nationale à l'ensemble des actifs à l'étranger a fléchi de 12,5% à fin 1984 à 8,6% trois ans plus tard.

Répartition par monnaies de la position extérieure, à fin 1987

	Total	Francs	Dollars	Marks allemands	Autres	Métaux précieux
Actifs						
- en milliards de francs	572,7	264,8	152,2	53,8	87,5	14,4
- en pour-cent	100,0	46,2	26,6	9,4	15,3	2,5
Passifs						
- en milliards de francs	329,3	196,7	60,6	26,4	30,0	15,6
- en pour-cent	100,0	59,8	18,4	8,0	9,1	4,7
Position extérieure nette						
- en milliards de francs	243,4	68,1	91,6	27,4	57,5	- 1,2
- en pour-cent	100,0	28,0	37,6	11,3	23,6	- 0,5

Répartition par secteurs des actifs et des passifs, à fin 1987, en milliards de francs

	Actifs	%	Passifs	%
Banque nationale suisse	49,4	8,6	0,2	0,0
Confédération	1,3	0,2	0,5	0,1
Crédits bancaires	177,0	30,9	140,0	42,5
Fonds fiduciaires	46,3	8,1	0,7	0,2
Investissements de portefeuille	217,2	37,9	98,2	29,8
Investissements directs	55,1	9,6	31,2	9,5
Immeubles appartenant à des non-résidents	¹		10,4 ²	3,2
Autres	26,4	4,7	48,1	14,7
Total	572,7	100,0	329,3	100,0

¹ Aucune donnée disponible

² Sans les achats d'immeubles par les entreprises en mains étrangères et sises en Suisse (ces achats sont eux aussi soumis à autorisation)

Près de 40% des actifs suisses à l'étranger étaient des papiers-valeurs. Du côté des passifs, la proportion s'inscrivait à 30%. Ce poste groupe les titres de tous les secteurs suisses. A la fin de 1987, les papiers-valeurs étrangers détenus par des résidents étaient légèrement inférieurs au niveau observé un an auparavant, soit 217,5 milliards de francs. Néanmoins, les investissements de portefeuille constituaient encore le plus gros poste de la position extérieure de la Suisse.

Entre fin 1984 et fin 1987, les investissements des non-résidents en papiers-valeurs suisses se sont accrus fortement. A la fin de 1984, ces investissements de portefeuille s'inscrivaient à 58,4 milliards de francs ou à un quart environ des passifs suisses. A la suite d'importations élevées de capitaux et de la vive hausse des cours des actions, leur montant a augmenté pour atteindre, à fin 1986, 114,5 milliards de francs ou 35,3% de l'ensemble des passifs. Du fait du krach boursier, les portefeuilles des non-résidents ont diminué en 1987 pour passer au-dessous de leur valeur de fin 1985.

Les investissements de portefeuille des non-résidents sont effectués principalement en actions (fin 1987: 65,1 milliards de francs) et en parts de fonds de placement (20,7 milliards). A fin 1984, des non-résidents détenaient 41,5% des titres à risque cotés en bourse et 61,9% des parts de

fonds de placement. La chute des cours ayant été plus forte pour les titres au porteur – les non-résidents détiennent essentiellement des titres au porteur – que pour les titres nominatifs, la part des non-résidents à l'ensemble des titres à risque suisses a diminué en 1987. De fin 1986 à fin 1987, la valeur des titres à risque dans les portefeuilles des non-résidents a reculé de 89 milliards à 65 milliards de francs. En revanche, une progression de 1,5 milliard de francs a été enregistrée dans les portefeuilles des non-résidents, tant pour les titres à revenu fixe que pour les parts de fonds de placement.

4. Comparaisons internationales

Petit pays industrialisé, la Suisse a une position extérieure très forte, comme le montre une comparaison avec les principaux pays industrialisés. Dans ce domaine, des comparaisons internationales ne peuvent se faire sans réserves, étant donné que la méthode de calcul de la position extérieure varie d'un pays à l'autre. Dans plusieurs pays, certaines composantes – en particulier les portefeuilles de papiers-valeurs – sont calculées à partir des achats nets, faute de statistiques renseignant sur les stocks à une date donnée. De ce fait, les variations des cours des monnaies et des actions ne sont pas prises en considération dans le calcul de la position extérieure.

Positions extérieures nettes de quelques pays, à fin 1986

	USA	Japon	RFA	GB	Suisse
En milliards de francs	-446	290	185	301	214
En pour-cent du PNB	-7	9	11	30	84
En pour-cent des importations (biens et services)	-55	105	39	89	262

En dépit de ces réserves, on peut déduire du tableau ci-dessus que la Suisse appartient au nombre des plus importants pays créanciers, en chiffres absolus comme en chiffres relatifs. A la fin de 1986, la Suisse avait une position extérieure nette approchant son PNB et atteignant à peu près le triple de la valeur de ses importations annuelles de biens et services.

Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1987

Thomas Schlup*

1. Die Entwicklung des Direktinvestitionskapitals und der Personalbestände der Betriebsstätten im Ausland

Die schweizerischen Unternehmen bauten 1987 ihre Direktinvestitionen¹ im Ausland weiter aus. Der Buchwert des schweizerischen Direktinvestitionsbestandes im Jahre 1987 war vorwiegend wegen des schwächeren US-Dollars mit 55,1 Mrd. Franken tiefer als im Vorjahr (55,7 Mrd.). Ohne diese Wechselkurseinflüsse wäre der Bestand auf 57,6 Mrd. Franken angestiegen.

Der Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland nahm um rund 1000 auf 726000 Personen zu. Der grösste Teil davon, nämlich 372000 oder 51%, war in Betriebsstätten innerhalb der Europäischen Gemeinschaft beschäftigt (vgl. dazu die Tabellen 4 und 5).

Die Finanzierung der Direktinvestitionen veränderte sich gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig. Auf Beteiligungskapital entfielen 46,2 Mrd. Franken der Bestände (1986: 46,1 Mrd.) und auf kurz- und langfristige Kredite an die Betriebsstätten im Ausland 13 Mrd. (13,2 Mrd.). Letztere hatten ihrerseits Kredite von 4,1 Mrd. (3,6 Mrd.) an die schweizerischen Direktinvestoren ausstehend.

Der Anteil der 10 wichtigsten Länder (USA, BRD, Niederlande, Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien, Brasilien, Japan, Spanien und Kanada) betrug wie im Vorjahr über 80%. Die Niederlande nehmen neuerdings anstelle von Frankreich den dritt wichtigsten Standort für schweizerische Direktinvestitionen ein.

Deutliche Verschiebungen zeigten sich im Vergleich zum Vorjahr bei der regionalen Gliederung

der Bestände. Das Direktinvestitionskapital nahm in den europäischen Ländern und in der Gruppe der übrigen überseeischen Industrieländer (Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan) zu. Besonders stark erhöhte sich dabei der Anteil des Direktinvestitionskapitals in der Europäischen Gemeinschaft von 47,2% auf annähernd 50% des gesamten Bestandes. Die Bedeutung der Entwicklungsländer für Direktinvestitionen nahm 1987 weiter ab. Sowohl in den OPEC-Staaten als auch in den übrigen Entwicklungsländern blieben die schweizerischen Kapitalbestände deutlich unter dem Stand des Vorjahres. Vor allem die lateinamerikanischen und afrikanischen Entwicklungsländer mussten grössere Einbussen bei den Kapitalbeständen in Kauf nehmen. In den drei grössten Schwellenländern Lateinamerikas (Brasilien, Mexiko und Argentinien) gingen die Direktinvestitionsbestände um 9,2% zurück. Die Bestände in den asiatischen Entwicklungsländern blieben insgesamt konstant, wobei sie in der Gruppe der vier Schwellenländer Asiens (Südkorea, Taiwan, Singapur und Hongkong) um 15% anstiegen.

2. Die Investitionen im Jahre 1987

In die schweizerischen Betriebsstätten im Ausland flossen 1987 1,9 Mrd. Franken, rund 0,7 Mrd. weniger als im Vorjahr. Für die Kapitalausstattung und für Übernahmen wendeten die schweizerischen Investoren 3,1 Mrd. auf, während sie die Konzernkredite um 1,2 Mrd. Franken abbauten. Die rückläufige Entwicklung wurde durch Desinvestitionen in Nordamerika (-0,4 Mrd.), den OPEC-Staaten (-0,1 Mrd.) und den übrigen Entwicklungsländern (-0,2 Mrd.) verursacht. Allerdings blieben sowohl die reinvestier-

* Bankwirtschaftliche Abteilung der Schweizerischen Nationalbank

¹ Definitionen und Erläuterungen zum Begriff der Direktinvestition findet der Leser im Quartalsheft 4/87, Seite 286.

ten Erträge als auch die Bruttoinvestitionen vor Abzug der Desinvestitionen höher als im Vorjahr.

Nur geringe Mittel (0,1 Mrd.) flossen in die Gruppe der übrigen überseeischen Industrieländer, die im Vorjahr dank hohen Investitionen in Japan noch 0,6 Mrd. erhalten hatten. Dagegen kamen den europäischen Ländern und insbesondere den Ländern der Europäischen Gemeinschaft ein starker Anstieg der schweizerischen Direktinvestitionen zugute. Die schweizerischen Unternehmen wendeten insgesamt 2,4 Mrd. Franken auf für Betriebsstätten in der EG, wobei 0,9 Mrd. von Industriefirmen und 1,5 Mrd. von Dienstleistungsunternehmen stammten. Vor allem Banken und Versicherungen, aber auch die übrigen Dienstleistungsbranchen verstärkten im Hinblick

auf den europäischen Binnenmarkt ihre Präsenz in der EG.

Die für Nordamerika ausgewiesene Desinvestition von 0,4 Mrd. Franken war bedingt durch den Verkauf von Tochtergesellschaften in den Vereinigten Staaten und durch den Abbau früher gewährter Konzernkredite an die US-Tochtergesellschaften. Die Betriebsstätten in Entwicklungsländern erhielten gesamthaft ebenfalls weniger Konzernkredite. Vor allem für lateinamerikanische und afrikanische Entwicklungsländer verminderten sich die Kredite, während den Betriebsstätten in den asiatischen Entwicklungsländern zusätzliche finanzielle Mittel zur Verfügung standen.

**Tabelle 1 Schweizerische Direktinvestitionen:
Buchwert der Bestände am Jahresende in Mio. Franken**

Region/Wirtschaftssektor		1986r	1987	1987 Prozentuale Veränderung
Europäische Gemeinschaft	Total	26 308	27 334	3,9
	Industrie	17 283	17 650	2,1
	Dienste	9 025	9 684	7,3
Übriges Europa¹	Total	1 974	2 097	6,2
	Industrie	1 727	1 838	6,4
	Dienste	248	259	4,7
Nordamerika²	Total	16 152	14 911	-7,7
	Industrie	10 561	11 062	4,7
	Dienste	5 591	3 848	-31,2
Übrige überseeische Industrieländer³	Total	3 402	3 488	2,5
	Industrie	2 963	2 959	-0,1
	Dienste	438	528	20,5
OPEC-Länder	Total	585	476	-18,6
	Industrie	593	482	-18,8
	Dienste	-8	-6	-27,8
Übrige Entwicklungsländer	Total	7 283	6 743	-7,4
	Industrie	5 648	5 244	-7,2
	Dienste	1 635	1 499	-8,3
zusammen	Total	55 704	55 048	-1,2
	Industrie	38 775	39 235	1,2
	Dienste	16 929	15 813	-6,6

r: revidiert

¹ inklusive Staatshandelsländer

² USA, Kanada

³ Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

Tabelle 2 Schweizerische Direktinvestitionen: Prozentuale Verteilung der Bestände

Region/Wirtschaftssektor		1986r	1987
Europäische Gemeinschaft	Total	47,2	49,7
	Industrie	31,0	32,1
	Dienste	16,2	17,6
Übriges Europa¹	Total	3,5	3,8
	Industrie	3,1	3,3
	Dienste	0,4	0,5
Nordamerika²	Total	29,0	27,1
	Industrie	19,0	20,1
	Dienste	10,0	7,0
Übrige überseeische Industrieländer³	Total	6,1	6,3
	Industrie	5,3	5,4
	Dienste	0,8	1,0
OPEC-Länder	Total	1,1	0,9
	Industrie	1,1	0,9
	Dienste	0,0	0,0
Übrige Entwicklungsländer	Total	13,1	12,2
	Industrie	10,1	9,5
	Dienste	2,9	2,7
zusammen	Total	100,0	100,0
	Industrie	69,6	71,3
	Dienste	30,4	28,7

r: revidiert

¹ inklusive Staatshandelsländer² USA, Kanada³ Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan**Tabelle 3 Schweizerische Direktinvestitionen: Kapitalbewegungen in Mio. Franken**

Region/Wirtschaftssektor		1985	1986r	1987
Europäische Gemeinschaft	Total	3 214	1 028	2 360
	Industrie	2 866	555	855
	Dienste	348	473	1 505
Übriges Europa¹	Total	91	20	148
	Industrie	88	16	147
	Dienste	2	4	1
Nordamerika²	Total	6 596	240	-425
	Industrie	6 416	232	1 055
	Dienste	180	8	-1 480
Übrige überseeische Industrieländer³	Total	486	551	74
	Industrie	480	448	9
	Dienste	7	103	65
OPEC-Länder	Total	12	-113	-72
	Industrie	-7	-32	-66
	Dienste	18	-81	-6
Übrige Entwicklungsländer	Total	838	901	-187
	Industrie	835	688	-207
	Dienste	3	213	20
zusammen	Total	11 236	2 627	1 898
	Industrie	10 678	1 907	1 793
	Dienste	558	720	105

r: revidiert

¹ inklusive Staatshandelsländer² USA, Kanada³ Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

Tabelle 4 Schweizerische Direktinvestitionen: Personalbestände am Jahresende

Region/Wirtschaftssektor		1986r	1987	Prozentuale Veränderung
Europäische Gemeinschaft	Total	371 192	371 636	0,1
	Industrie	287 004	289 255	0,8
	Dienste	84 188	82 381	- 2,1
Übriges Europa¹	Total	60 771	59 933	- 1,4
	Industrie	54 148	52 700	- 2,7
	Dienste	6 623	7 233	9,2
Nordamerika²	Total	108 611	119 637	10,2
	Industrie	84 069	95 548	13,7
	Dienste	24 542	24 089	- 1,8
Übrige überseeische Industrieländer³	Total	43 079	42 883	- 0,5
	Industrie	36 367	35 972	- 1,1
	Dienste	6 712	6 911	3,0
OPEC-Länder	Total	10 477	9 823	- 6,2
	Industrie	8 088	8 023	- 0,8
	Dienste	2 389	1 800	-24,7
Übrige Entwicklungsländer	Total	131 373	122 521	- 6,7
	Industrie	109 255	98 067	-10,2
	Dienste	22 118	24 454	10,6
zusammen	Total	725 503	726 433	0,1
	Industrie	578 931	579 565	0,1
	Dienste	146 572	146 868	0,2

r: revidiert

¹ inklusive Staatshandelsländer² USA, Kanada³ Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan**Tabelle 5 Prozentuale Verteilung der Personalbestände**

Region/Wirtschaftssektor		1986r	1987
Europäische Gemeinschaft	Total	51,2	51,2
	Industrie	39,6	39,8
	Dienste	11,6	11,3
Übriges Europa¹	Total	8,4	8,3
	Industrie	7,5	7,3
	Dienste	0,9	1,0
Nordamerika²	Total	15,0	16,5
	Industrie	11,6	13,2
	Dienste	3,4	3,3
Übrige überseeische Industrieländer³	Total	5,9	5,9
	Industrie	5,0	5,0
	Dienste	0,9	1,0
OPEC-Länder	Total	1,4	1,4
	Industrie	1,1	1,1
	Dienste	0,3	0,2
Übrige Entwicklungsländer	Total	18,1	16,9
	Industrie	15,1	13,5
	Dienste	3,0	3,4
zusammen	Total	100,0	100,0
	Industrie	79,8	79,8
	Dienste	20,2	20,2

r: revidiert

¹ inklusive Staatshandelsländer² USA, Kanada³ Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

Les investissements directs suisses à l'étranger en 1987

Thomas Schlup*

1. Evolution des capitaux d'investissement direct et de l'effectif du personnel dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger

En 1987, les entreprises suisses ont continué à développer leurs investissements directs¹ à l'étranger. La valeur comptable de ces investissements a toutefois diminué, passant de 55,7 milliards à fin 1986 à 55,1 milliards de francs un an plus tard du fait principalement de la baisse du dollar sur les marchés des changes. Abstraction faite des variations des cours de change, elle aurait augmenté à 57,6 milliards de francs.

L'effectif du personnel dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger a progressé d'environ 1000 unités pour atteindre 726 000. Environ 372 000 personnes, soit 51% de l'effectif total, étaient occupées dans des entreprises sises dans les pays de la Communauté économique européenne (voir tableaux 4 et 5).

La structure des capitaux d'investissement direct n'a guère varié par rapport à l'année précédente. 46,2 (1986: 46,1) milliards de francs étaient des participations aux fonds propres et 13 (13,2) milliards des crédits accordés à court et long terme aux entreprises d'investissement direct à l'étranger; les crédits octroyés par celles-ci aux investisseurs directs suisses s'élevaient à 4,1 milliards de francs à fin 1987, contre 3,6 milliards un an auparavant.

La part des dix principaux pays (Etats-Unis, République fédérale d'Allemagne, Pays-Bas, France, Royaume-Uni, Italie, Brésil, Japon, Espagne et Canada) atteignait plus de 80%, comme à la fin de l'année précédente. Dans le classement des principaux pays bénéficiaires des investissements directs suisses, les Pays-Bas ont passé au troisième rang, et la France a rétrogradé au quatrième rang.

Dans la répartition par groupes de pays, des variations non négligeables ont été enregistrées d'une année à l'autre. Les capitaux d'investissement direct ont augmenté dans les pays européens et les autres pays industrialisés d'outre-mer (Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon). La part de la Communauté économique européenne à l'ensemble des capitaux d'investissement direct a progressé sensiblement, passant de 47,2% à fin 1986 à près de 50% un an plus tard. L'importance des pays en développement a encore diminué en 1987. Le volume des capitaux d'investissement direct suisses a fléchi nettement, par rapport à fin 1986, tant dans les pays de l'OPEP que dans les autres pays en développement. Ce recul a été substantiel dans les pays d'Amérique latine et d'Afrique. Il a été de 9,2% pour les trois principaux nouveaux pays industrialisés d'Amérique latine, à savoir le Brésil, le Mexique et l'Argentine. En revanche, le volume est resté inchangé dans l'ensemble des pays asiatiques en développement, et il s'est accru de 15% si l'on ne prend que le groupe des nouveaux pays industrialisés, formé de la Corée du Sud, de Taiwan, de Singapour et de Hong Kong.

2. Les investissements effectués en 1987

En 1987, les entreprises suisses ont effectué des investissements directs à l'étranger pour 1,9 milliard de francs, soit 0,7 milliard de moins que l'année précédente. Elles ont investi 3,1 milliards de francs pour renforcer le capital de leurs entreprises d'investissement direct et pour acquérir des participations ou reprendre des sociétés, mais réduit de 1,2 milliard les crédits au sein du groupe. La diminution observée d'une année à l'autre est due à des désinvestissements en Amérique du Nord (-0,4 milliard de francs), dans les pays de l'OPEP (-0,1 milliard) et dans les

¹ Les investissements directs sont définis et commentés dans le bulletin trimestriel no 4/1987, pages 292 ss.

* Service d'études bancaires

autres pays en développement (-0,2 milliard). Toutefois, aussi bien les bénéfices réinvestis que les investissements bruts (avant déduction des désinvestissements) ont atteint des chiffres supérieurs à ceux de 1986.

Le flux dont a bénéficié le groupe des autres pays industrialisés d'outre-mer a été de 0,1 milliard de francs seulement, alors que 0,6 milliard avaient pris le chemin de ces pays, en 1986, grâce à des investissements élevés au Japon. En revanche, les pays européens, en particulier ceux de la Communauté économique européenne, ont enregistré un flux sensiblement supérieur à celui de l'année précédente. Au total, les entreprises suisses ont investi 2,4 milliards de francs pour leurs implantations dans la Communauté économique européenne, 0,9 milliard venant d'entreprises industrielles et 1,5 milliard

d'entreprises du secteur des services. Des banques et des compagnies d'assurances mais aussi des entreprises appartenant aux autres branches du secteur des services ont renforcé leur présence dans les pays de la Communauté, en vue de la formation prochaine du grand marché unique.

Le désinvestissement de 0,4 milliard de francs opéré en Amérique du Nord est dû à la vente de filiales aux Etats-Unis et au remboursement de crédits accordés à des implantations dans ce pays. Les crédits octroyés à des entreprises d'investissement direct dans les pays en développement ont eux aussi diminué. Le recul a concerné principalement les pays latino-américains et africains, les implantations dans les pays asiatiques en développement ayant bénéficié de crédits supplémentaires.

Tableau 1 Valeur comptable des investissements directs suisses, en millions de francs à la fin des années 1986 et 1987

Groupe de pays/Secteur économique		1986r	1987	1987 Variation en %
Communauté économique européenne	Total	26 308	27 334	3,9
	Industrie	17 283	17 650	2,1
	Services	9 025	9 684	7,3
Autres pays européens¹	Total	1 974	2 097	6,2
	Industrie	1 727	1 838	6,4
	Services	248	259	4,7
Amérique du Nord²	Total	16 152	14 911	-7,7
	Industrie	10 561	11 062	4,7
	Services	5 591	3 848	-31,2
Autres pays industrialisés d'outre-mer³	Total	3 402	3 488	2,5
	Industrie	2 963	2 959	-0,1
	Services	438	528	20,5
Pays de l'OPEP	Total	585	476	-18,6
	Industrie	593	482	-18,8
	Services	-8	-6	-27,8
Autres pays en développement	Total	7 283	6 743	-7,4
	Industrie	5 648	5 244	-7,2
	Services	1 635	1 499	-8,3
	Total	55 704	55 048	-1,2
	Industrie	38 775	39 235	1,2
	Services	16 929	15 813	-6,6

r: chiffre révisé

² Etats-Unis et Canada

¹ y compris les pays à commerce d'Etat

³ Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon

Tableau 2 Répartition en pour-cent des investissements directs suisses

Groupe de pays/Secteur économique		1986r	1987
Communauté économique européenne	Total	47,2	49,7
	Industrie	31,0	32,1
	Services	16,2	17,6
Autres pays européens¹	Total	3,5	3,8
	Industrie	3,1	3,3
	Services	0,4	0,5
Amérique du Nord²	Total	29,0	27,1
	Industrie	19,0	20,1
	Services	10,0	7,0
Autres pays industrialisés d'outre-mer³	Total	6,1	6,3
	Industrie	5,3	5,4
	Services	0,8	1,0
Pays de l'OPEP	Total	1,1	0,9
	Industrie	1,1	0,9
	Services	0,0	0,0
Autres pays en développement	Total	13,1	12,2
	Industrie	10,1	9,5
	Services	2,9	2,7
	Total	100,0	100,0
	Industrie	69,6	71,3
	Services	30,4	28,7

r: chiffre révisé

² Etats-Unis et Canada¹ y compris les pays à commerce d'Etat³ Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon**Tableau 3 Flux de capitaux, en millions de francs**

Groupe de pays/Secteur économique		1985	1986r	1987
Communauté économique européenne	Total	3 214	1 028	2 360
	Industrie	2 866	555	855
	Services	348	473	1 505
Autres pays européens¹	Total	91	20	148
	Industrie	88	16	147
	Services	2	4	1
Amérique du Nord²	Total	6 596	240	-425
	Industrie	6 416	232	1 055
	Services	180	8	-1 480
Autres pays industrialisés d'outre-mer³	Total	486	551	74
	Industrie	480	448	9
	Services	7	103	65
Pays de l'OPEP	Total	12	-113	-72
	Industrie	-7	-32	-66
	Services	18	-81	-6
Autres pays en développement	Total	838	901	-187
	Industrie	835	688	-207
	Services	3	213	20
	Total	11 236	2 627	1 898
	Industrie	10 678	1 907	1 793
	Services	558	720	105

r: chiffre révisé

² Etats-Unis et Canada¹ y compris les pays à commerce d'Etat³ Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon

Tableau 4 Effectif du personnel en fin d'année

Groupe de pays/Secteur économique		1986r	1987	Variation en %
Communauté économique européenne	Total	371 192	371 636	0,1
	Industrie	287 004	289 255	0,8
	Services	84 188	82 381	- 2,1
Autres pays européens¹	Total	60 771	59 933	- 1,4
	Industrie	54 148	52 700	- 2,7
	Services	6 623	7 233	9,2
Amérique du Nord²	Total	108 611	119 637	10,2
	Industrie	84 069	95 548	13,7
	Services	24 542	24 089	- 1,8
Autres pays industrialisés d'outre-mer³	Total	43 079	42 883	- 0,5
	Industrie	36 367	35 972	- 1,1
	Services	6 712	6 911	3,0
Pays de l'OPEP	Total	10 477	9 823	- 6,2
	Industrie	8 088	8 023	- 0,8
	Services	2 389	1 800	-24,7
Autres pays en développement	Total	131 373	122 521	- 6,7
	Industrie	109 255	98 067	-10,2
	Services	22 118	24 454	10,6
	Total	725 503	726 433	0,1
	Industrie	578 931	579 565	0,1
	Services	146 572	146 868	0,2

r: chiffre révisé

¹ y compris les pays à commerce d'Etat² Etats-Unis et Canada³ Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon**Tableau 5 Répartition en pour-cent de l'effectif du personnel**

Groupe de pays/Secteur économique		1986r	1987
Communauté économique européenne	Total	51,2	51,2
	Industrie	39,6	39,8
	Services	11,6	11,3
Autres pays européens¹	Total	8,4	8,3
	Industrie	7,5	7,3
	Services	0,9	1,0
Amérique du Nord²	Total	15,0	16,5
	Industrie	11,6	13,2
	Services	3,4	3,3
Autres pays industrialisés d'outre-mer³	Total	5,9	5,9
	Industrie	5,0	5,0
	Services	0,9	1,0
Pays de l'OPEP	Total	1,4	1,4
	Industrie	1,1	1,1
	Services	0,3	0,2
Autres pays en développement	Total	18,1	16,9
	Industrie	15,1	13,5
	Services	3,0	3,4
	Total	100,0	100,0
	Industrie	79,8	79,8
	Services	20,2	20,2

r: chiffre révisé

¹ y compris les pays à commerce d'Etat² Etats-Unis et Canada³ Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon

Geld- und währungspolitische Chronik

Aufhebung der Verordnungen über die Mindestreserven der Banken und über Gelder aus dem Ausland

Auf Antrag der Schweizerischen Nationalbank beschloss der Bundesrat am 3. Oktober 1988, die Verordnungen über die Mindestreserven der Banken und über Gelder aus dem Ausland (beide vom 11. Juli 1979) aufzuheben.

Nach Auffassung der Nationalbank ergibt sich auf absehbare Zeit keine Notwendigkeit, Mindestreserven wieder einzuführen. Die Steuerung der Notenbankgeldmenge erfolgt nach heutigem geldpolitischem Konzept allein mit rechtsgeschäftlichen Mitteln. Schon bisher wurde auf die Abschöpfung von Bankenliquidität mittels Einforderung zinsloser Guthaben bei der Notenbank verzichtet, weil angesichts der Verflechtung der Finanzmärkte die Anwendung dieses Instruments zur Abwanderung von Bankdepositen auf den Euromarkt geführt hätte. Die statistischen Angaben, welche die Nationalbank früher über die Meldepflichten der Mindestreserven-Verordnung erhielt, erhebt sie heute gestützt auf das Bankengesetz.

Die Verordnung über Gelder aus dem Ausland enthielt seit 1980 nur noch die Ermächtigung der Nationalbank, zur Beeinflussung des Frankenkurses Devisentermingeschäfte mit einer Verfallzeit von bis zu 24 Monaten abzuschliessen. Selbst unter der Annahme, dass die Kursbildung einer Währung durch den Abschluss von Devisentermingeschäften mitbeeinflusst werden kann, genügen hierfür bei der heutigen Verflechtung der internationalen Devisenmärkte Termingeschäfte mit einer Laufzeit von maximal 12 Monaten. Zum Abschluss derartiger Geschäfte ist die Nationalbank bereits durch das Nationalbankgesetz ermächtigt.

Änderung der Kapitalexporth Bestimmungen

Mit Wirkung ab 27. Oktober 1988 sind die Ausführungsbestimmungen der Nationalbank zum bewilligungspflichtigen Kapitalexporth in verschiedenen Punkten geändert worden. Neu wird eine generelle Bewilligung erteilt für die *Kredite in*

Schweizerfranken (Einzelkredite sowie Federführung und Beteiligungen an syndizierten Krediten) sowie für *Währungsswaps*, die mit einer im Ausland domizilierten Gegenpartei abgeschlossen werden. Eine individuelle Bewilligung ist für diese Geschäfte indessen einzuholen, wenn sie mit Schuldnern in ausgewählten Ländern (derzeit: Südafrika) getätigt werden. Neu geregelt wurden zudem die Meldepflichten.

Unverändert bleiben die Syndizierungsvorschriften für Emissionsgeschäfte: Auslandsanleihen, die auf Schweizerfranken lauten oder eine Verbindung zum Schweizerfranken aufweisen, dürfen weiterhin nur von Instituten, die in der Schweiz ansässig sind, begeben werden.

Rückzahlung des Überbrückungskredits an Jugoslawien

Ende September 1988 hat Jugoslawien den Überbrückungskredit von 250 Mio. Dollar, der ihm Anfang Juni 1988 von verschiedenen Währungsbehörden und Zentralbanken gewährt worden war (vgl. Quartalsheft No 2/1988), zurückbezahlt. Das Engagement der SNB, die eine Substitutionszusage (mit Bundesgarantie) über 10 Mio. Dollar an den von der BIZ koordinierten Kreditbetrag geleistet hatte, ist damit erloschen.

Überbrückungskredit an Argentinien

Mitte Oktober 1988 gewährten die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten, die deutsche Kreditanstalt für Wiederaufbau sowie verschiedene Zentralbanken westlicher Industriestaaten Argentinien einen Überbrückungskredit von 500 Mio. Dollar. Der Kredit dient zur Deckung des unmittelbaren Liquiditätsbedarfs, bis die zwischen Argentinien und der Weltbank am 27. Oktober 1988 vereinbarten Kreditfazilitäten verfügbar werden. Die Nationalbank leistete eine Substitutionszusage über 12,5 Mio. Dollar an jenen Teil des Überbrückungskredits, der über die BIZ gewährt wurde. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert. Die Rückzahlung des Überbrückungskredits erfolgt spätestens Ende Februar 1989.

Chronique monétaire

Abrogation des ordonnances sur les réserves minimales des banques et sur les fonds étrangers

Sur proposition de la Banque nationale suisse, le Conseil fédéral a décidé, le 3 octobre 1988, d'abroger les ordonnances sur les réserves minimales des banques et sur les fonds étrangers, ordonnances qui étaient toutes deux du 11 juillet 1979.

La Banque nationale ne voit aucune nécessité de recourir, dans un proche avenir, au prélèvement de réserves minimales. Dans la stratégie adoptée actuellement pour la politique monétaire, la gestion de la masse monétaire est assurée uniquement à l'aide de moyens contractuels. Jusqu'à présent déjà, l'institut d'émission a renoncé à résorber des liquidités bancaires en exigeant la constitution, chez lui, d'avoirs non rémunérés, parce que le recours à cet instrument aurait engendré un exode des dépôts bancaires vers l'euro-marché, du fait de l'interdépendance étroite qui existe entre les marchés financiers. Les données statistiques que la Banque nationale obtenaient auparavant grâce aux déclarations exigées par cette ordonnance sont recueillies aujourd'hui sur la base de la loi sur les banques. Depuis 1980, l'ordonnance sur les fonds étrangers se borne à autoriser la Banque nationale à conclure des opérations de change à terme, jusqu'à vingt-quatre mois d'échéance, dans le but d'influer sur le cours du franc. Si tant est que la conclusion d'opérations à terme sur devises contribue à influencer sur la formation des cours d'une monnaie, les opérations à terme ayant une durée maximale de douze mois suffisent, étant donné l'interdépendance actuelle des marchés des changes. Or la loi sur la Banque nationale autorise déjà celle-ci à conclure de telles opérations à terme.

Modification des dispositions régissant les exportations de capitaux

Avec effet au 27 octobre 1988, la Banque natio-

nale a apporté plusieurs modifications aux dispositions d'exécution afférentes aux exportations de capitaux soumises à autorisation. Le régime de l'autorisation générale a été étendu aux *crédits en francs suisses* (crédits accordés par une seule banque et crédits syndiqués – dans ce cas, l'autorisation générale est donnée aussi bien pour agir en qualité de chef de file que pour prendre des participations) et aux *swaps de monnaies* qui sont conclus avec une partie domiciliée à l'étranger. Ces opérations sont toutefois soumises à une autorisation individuelle lorsqu'elles sont conclues avec des débiteurs domiciliés dans un certain nombre de pays (Afrique du Sud présentement). En outre, l'annonce obligatoire des opérations bénéficiant du régime de l'autorisation générale a été adaptée.

Les prescriptions afférentes à la constitution de syndicats dans le domaine des émissions ont été toutefois maintenues inchangées: comme précédemment, seuls des établissements sis en Suisse peuvent placer des emprunts étrangers qui sont libellés en francs suisses ou qui présentent un lien avec le franc suisse.

Remboursement du crédit relais accordé à la Yougoslavie

A la fin du mois de septembre 1988, la Yougoslavie a remboursé le crédit relais de 250 millions de dollars que plusieurs autorités monétaires et banques centrales lui avaient accordé au début du mois de juin (voir bulletin trimestriel no 2, juin 1988). La promesse de substitution de 10 millions de dollars, donnée par la Banque nationale (avec garantie de la Confédération) pour une part de la tranche passant par la BRI, est ainsi devenue caduque.

Crédit relais en faveur de l'Argentine

A la mi-octobre 1988, les autorités monétaires des Etats-Unis, la «Kreditanstalt für Wiederaufbau» – une institution allemande – et plusieurs

banques centrales des pays industrialisés occidentaux ont octroyé un crédit relais de 500 millions de dollars à l'Argentine. Ce crédit est destiné à couvrir des besoins immédiats de liquidités jusqu'au moment où l'Argentine pourra disposer des apports de fonds prévus dans l'accord qu'elle a conclu le 27 octobre 1988 avec la

Banque mondiale. La Banque nationale a fourni une promesse de substitution de 12,5 millions de dollars pour la part du crédit relais qui a été octroyée par la BRI. La participation de la Banque nationale est garantie par la Confédération. Le crédit relais devra être remboursé au plus tard à la fin du mois de février 1989.

Inhaltsverzeichnis, 6. Jahrgang, 1988 Table des matières, 6e année, 1988

Konjunkturberichte/Rapports conjoncturels	Heft Bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage	1	9
	2	91
	3	181
	4	273
Situation économique et monétaire	1	34
	2	115
	3	204
	4	295
Artikel und Referate/Articles et exposés		
Belongia, Michael: Stability of Swiss Money Demand: Evidence for 1982–87	1	68
Birchler, Urs W.: Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik	1	75
Cottier, Philippe: Le Système Monétaire Européen: Aspects juridiques et relations avec la Suisse	2	157
Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1987/La balance suisse des paiements en 1987	3	249
Die Geldpolitik im Jahre 1989	4	265
Languetin, Pierre: Exposé à l'Assemblée générale du 29 avril 1988/ Generalversammlungsreferat vom 29. April 1988	2	145
Languetin, Pierre: Politique monétaire et croissance économique	1	61
Lusser, Markus: Die Schweiz und der EG-Binnenmarkt – Chancen und Risiken des Finanzplatzes.	4	319
Lusser, Markus: Die Vereinbarung über die Sorgfaltspflicht der Banken – Rückblick und Ausblick	3	236
Lusser, Markus: «Werkfranken» oder «Finanzfranken» – eine falsche Alternative.	3	229
Monetary policy in 1989.	4	271
Peytrignet, Michel und Schwarz, Umberto: Politique monétaire et structure des taux d'intérêt en Suisse – Une approche macro-économique	4	329
La politica monetaria nel 1989	4	269
La politique monétaire en 1989	4	267
Schaller, François: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 29 avril 1988/ Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 29. April 1988.	2	139
Schlup, Thomas: Das schweizerische Auslandvermögen/Les avoirs et engagements extérieurs de la Suisse	4	342
Schlup, Thomas: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1987/ Les investissements directs suisses à l'étranger en 1987	4	348
Schwarz, Umberto: s. Peytrignet, Michel		
Geld- und währungspolitische Chronik/Chronique monétaire		
	1	82
	2	172
	3	255
	4	356

