

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März/mars 1989**

7. Jahrgang/7e année

Inhalt/Table des matières

Übersicht	5
Sommaire	6
Sommario	7
Abstracts	8
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	32
<hr/>	
Franz Ettlín und Max Bigler: Die mutmasslichen Auswirkungen einer Verzinsung gewisser Postcheckeinlagen	57
<hr/>	
Dominique M. Gross: Une analyse économétrique des sorties de billets de la Banque nationale suisse	67
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	75
Chronique monétaire	75

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–31)

In den OECD-Ländern hielt das kräftige Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr an. Die Kapazitätsauslastung und die Beschäftigung stiegen, und die Arbeitslosenquote sank in allen grossen Industrieländern – mit Ausnahme von Frankreich und Italien – deutlich. Während in den Vereinigten Staaten und in Italien vor allem der private Konsum zum Wirtschaftswachstum beitrug, bildeten in den übrigen grossen Industrieländern die Investitionen eine wichtige Konjunkturstütze. In den meisten Ländern nahm der Teuerungsdruck zu. Angesichts der gestiegenen Inflationsgefahr verschärften die Währungsbehörden verschiedener Industrieländer ab Herbst 1988 ihren geldpolitischen Kurs, so dass die kurzfristigen Zinssätze im vierten Quartal stiegen.

Die gute Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz dauerte auch im vierten Quartal 1988 an. Die Nachfrage aus dem Inland und Ausland war lebhaft. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie lag deutlich über dem Vorjahresniveau. Im monetären Bereich setzte sich der Rückgang der bereinigten Notenbankgeldmenge fort. Die Geldmarktsätze stiegen stark an; die Nationalbank hob in Übereinstimmung mit anderen Zentralbanken den offiziellen Diskont- und Lombardsatz an.

Die mutmasslichen Auswirkungen einer Verzinsung gewisser Postcheckeinlagen (57–66)

Die Wiedereinführung der Postcheckverzinsung im Mai 1989 wird die Entwicklung der Geldmengenaggregate beeinflussen. Die Studie versucht, anhand eines ökonometrischen Modells die Auswirkungen einer Verzinsung von Postcheckguthaben der Nichtbanken zu schätzen und die geldpolitische Relevanz zu beurteilen.

Der Banknotenbezug bei der Schweizerischen Nationalbank – eine ökonometrische Analyse (67–74)

Die Studie untersucht – auf der Grundlage der Geldnachfragetheorie und unter Berücksichtigung schweizerischer Eigenschaften – den Banknotenbezug bei der Nationalbank. Die Variablen, Einkommen und Zinssatz, ergeben signifikante Schätzergebnisse; die Notenbewegung ist auch von der Nachfrage aus dem Ausland beeinflusst.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 32–55)

Au second semestre de 1988, la croissance économique est restée vive dans les Etats membres de l'OCDE. Le taux d'utilisation des capacités de production et l'emploi ont augmenté, alors que le taux de chômage a diminué nettement dans tous les grands pays industrialisés, à l'exception de la France et de l'Italie. La consommation privée a contribué dans une forte mesure à la croissance aux Etats-Unis et en Italie, et les investissements ont apporté un soutien important à la conjoncture dans les autres grands pays industrialisés. Les pressions inflationnistes se sont accrues dans la plupart des pays. Face au danger inflationniste plus élevé, les autorités monétaires de plusieurs pays industrialisés ont donné un cours plus restrictif à leur politique monétaire à partir de l'automne, et les taux d'intérêt à court terme ont augmenté au quatrième trimestre.

En Suisse également, la bonne conjoncture s'est maintenue au quatrième trimestre. La demande, tant suisse qu'étrangère, a été vigoureuse. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités s'est inscrit nettement au-dessus du niveau observé un an auparavant. Sur le plan monétaire, le repli de la monnaie centrale ajustée a continué. Les rémunérations à court terme ont augmenté fortement; comme d'autres banques centrales, la Banque nationale a relevé ses taux de l'es-compte et des avances sur nantissement.

Les répercussions probables de la rémunération de certains avoirs en comptes de chèques postaux (p. 57–66)

La rémunération de certains avoirs en comptes de chèques postaux, qui sera réintroduite en mai 1989, influera sur l'évolution des agrégats monétaires. L'étude tente, à l'aide d'un modèle économétrique, d'estimer les répercussions qu'entraînera la rémunération des avoirs du secteur non bancaire en comptes de chèques postaux et d'analyser leur importance sur le plan de la politique monétaire.

Une analyse économétrique des sorties de billets de la Banque nationale suisse (p. 67–74)

L'article présente une estimation empirique des sorties de billets de la Banque nationale suisse. L'estimation est fondée sur la théorie de la demande de monnaie, mais tient compte aussi de facteurs propres à la Suisse. Les résultats montrent que le revenu et le taux d'intérêt sont significatifs et que les mouvements de billets subissent également l'influence d'une demande d'origine étrangère.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 9–55)

Durante il secondo semestre del 1988 la crescita economica è rimasta vigorosa negli stati membri dell'OCSE. Il tasso di utilizzazione delle capacità produttive e l'impiego sono aumentati, mentre il tasso di disoccupazione è diminuito nettamente in tutti i grandi paesi industrializzati, ad eccezione che in Francia e in Italia. Se negli Stati Uniti e in Italia è stato soprattutto il consumo privato a sostenere la crescita, negli altri paesi industrializzati un contributo importante alla congiuntura è venuto dagli investimenti. In quasi tutti i paesi le pressioni inflazionistiche sono aumentate. Confrontati con un pericolo inflazionistico più grave, le autorità monetarie di numerosi paesi industrializzati hanno impresso un corso più restrittivo alla loro politica monetaria a partire dall'autunno, per cui i tassi di interesse a breve termine sono aumentati nel quarto trimestre.

In Svizzera l'evoluzione congiunturale è rimasta buona anche durante il quarto trimestre. La domanda, sia interna che proveniente dall'estero, è stata vigorosa. Nell'industria il tasso di utilizzazione delle capacità produttive è risultato nettamente superiore a quello osservato l'anno precedente. In ambito monetario la contrazione della moneta centrale epurata è proseguita. I tassi di interesse a corto termine sono fortemente aumentati; La Banca nazionale, in accordo con altre banche centrali, ha aumentato i tassi di sconto e di anticipazione.

Le ripercussioni probabili di una rimunerazione di averi in conto corrente postale (p. 57–66)

La remunerazione di averi in conto corrente postale, che sarà introdotta nel mese di maggio del 1989, influenzerà l'evoluzione degli aggregati monetari. Con l'aiuto di un modello econometrico, lo studio cerca di stimare le ripercussioni della remunerazione di averi in conto corrente postale del settore non bancario e di analizzarne l'importanza sul piano della politica monetaria.

Un'analisi econometrica delle uscite di banconote dalla Banca nazionale svizzera (p. 67–74)

L'articolo, fondandosi sulla teoria della domanda di moneta e tenendo conto di fattori propri alla Svizzera, presenta una stima empirica delle uscite di banconote dalla Banca nazionale svizzera. I risultati mostrano che il reddito e il tasso di interesse sono variabili significative e che i flussi di banconote subiscono pure l'influenza della domanda di origine estera.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 9–55)

The vigorous economic expansion in the OECD countries continued in the second half of the year. Capacity utilisation and employment levels rose, and jobless figures declined perceptibly in all major industrialised countries with the exception of France and Italy. While in the United States and in Italy economic growth was propelled mainly by private consumption, capital investment was a major pillar of the economy in the other leading industrialised countries. Inflationary pressures grew almost everywhere. The increased inflationary threat prompted the monetary authorities of a number of industrialised countries to tighten their policies as from autumn 1988. Accordingly, short-term interest rates moved up in the fourth quarter.

Economic performance in Switzerland remained favourable in the fourth quarter of 1988. Both domestic demand and demand from abroad was brisk. Industrial capacity utilisation clearly exceeded the previous year's level. In the monetary field, the adjusted monetary base continued to decline. Money market rates climbed steeply; in agreement with other central banks the Swiss National Bank raised the official discount and Lombard rates.

Probable effects of interest payments on certain postal cheque account deposits (pp. 57–66)

The reintroduction of interest payments on certain postal cheque account deposits in May 1989 will influence the development of the money supply aggregates. This study attempts – based on an econometric model – to assess the effects of interest payments on postal cheque account balances of nonbanks and their relevance for monetary policy.

The flow of notes out of the Swiss National Bank: An empirical estimation (pp. 67–74)

The empirical study, based on the theory of the demand for money, estimates the flows of notes out of the Swiss National Bank. Factors which take into account Swiss characteristics are also introduced in the equation. The results show that the scale variable and the interest rate perform well and that the flow of notes is influenced by foreign forces.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 10. März 1989*

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

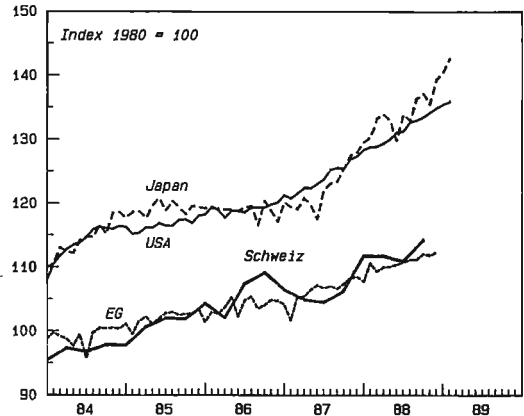
1. Überblick

In den OECD-Ländern hielt das kräftige Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte 1988 an. Die Kapazitätsauslastung erreichte in mehreren Ländern das Niveau früherer zyklischer Höhepunkte. Im vierten Quartal zeigten sich einzig in Grossbritannien Zeichen einer gewünschten Abkühlung der zu expansiven Binnenkonjunktur. In den grossen Industrieländern werden die konjunkturellen Aussichten weiterhin optimistisch eingeschätzt. Infolge der unverändert starken Nachfrage besteht aber in vielen Ländern die Gefahr einer stärkeren Inflation.

In den Vereinigten Staaten verschob sich in der zweiten Jahreshälfte das Gewicht der einzelnen Nachfragekomponenten. Wuchsen 1987 und in der ersten Hälfte 1988 hauptsächlich die Exporte und die von ihnen in der verarbeitenden Industrie ausgelösten Investitionen überdurchschnittlich, so waren es im dritten und vierten Quartal der Konsum, der Wohnungsbau und die Staatsausgaben. Die Unternehmensinvestitionen sanken dagegen; und die Exporte nahmen nur noch wenig zu. In den übrigen grossen Industrieländern expandierten weiterhin alle Nachfragekomponenten; besonders kräftig stiegen wiederum die Anlageinvestitionen.

Die Beschäftigung nahm im OECD-Raum zusammen mit der starken gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu. In Kontinentaleuropa ging die Arbeitslosigkeit allerdings nur wenig zurück, weil gleichzeitig die Zahl der Erwerbwilligen anstieg. In den Vereinigten Staaten, Japan und Grossbritannien sank die Arbeitslosigkeit mittlerweile auf

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

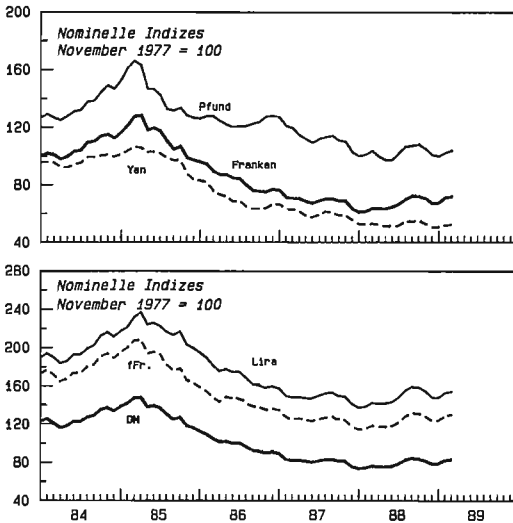
ein Niveau, das aufgrund der Erfahrung der siebziger Jahre einen Lohnkostenauftrieb erwarten lässt.

Die ausserwirtschaftlichen Ungleichgewichte, die sich seit Anfang 1987 leicht zurückbildeten, nahmen in der zweiten Jahreshälfte 1988 nicht weiter ab. Dem wieder leicht steigenden amerikanischen Ertragsbilanzdefizit standen wachsende Überschüsse der Bundesrepublik Deutschland und Japans gegenüber. Die deutschen Exporte nahmen dabei vor allem aufgrund der hohen Investitionstätigkeit in Europa zu. Der Überschuss der Ertragsbilanz Japans erhöhte sich infolge zunehmender Exporte nach den Vereinigten Staaten und dem pazifischen Raum sowie aufgrund der billigeren Erdölimporte.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung stabilisierte sich im vierten Quartal in den meisten Industrieländern; der zugrunde liegende Trend zu höheren Inflationsraten bleibt aber bestehen. Zur vorübergehenden Stabilisierung der Teuerungsrate trug der Fall der Erdölpreise bei; Mitte Oktober lagen diese auf dem tiefsten Stand seit 1986. Das inzwischen wieder

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November, Dezember und Januar 1989 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



teurere Erdöl und der festere Dollar dürften im ersten Quartal 1989 vor allem ausserhalb der Vereinigten Staaten höhere Teuerungsraten bewirken. In vielen Industrieländern stiegen die Konsumentenpreise im Januar markant an.

Wirtschaftspolitik

Die Währungsbehörden verschiedener Industrieländer – ausgenommen Japan und Italien – verschärfen ab Herbst 1988 den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik, um der Inflationsgefahr zu begegnen und um eine zu starke Ausweitung der Geldmengenaggregate zu bremsen. Als Folge davon stiegen vor allem die kurzfristigen Zinssätze rasch an. Zwischen August 1988 und Januar 1989 erhöhten sich am Euromarkt die Dreimonatssätze für den Dollar von 8,1% auf 9,3%, für die D-Mark von 4¾% auf 5¼% und für das Pfund von 10,4% auf 13,1% (Monatsdurchschnitte). Während in den Vereinigten Staaten das Fed Offenmarktoperationen bevorzugte – es setzte erst Ende Februar den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 7% hinauf –, erhöhten die Zentralbanken der meisten kontinentaleuropäischen Länder ihre Leitzinssätze Mitte Dezember und Mitte Januar, zum Teil um den Dollarkursanstieg zu bremsen.

In den Vereinigten Staaten legte die neue Regierung das Budget des Fiskaljahrs 1989/90 vor. Es stellt eine markante Reduktion des Defizits von 170 Mrd. Dollar auf 95 Mrd. Dollar in Aussicht. Diese soll vor allem durch ein Einfrieren der realen Verteidigungsausgaben erreicht werden. Die Regierung rechnet mit einem anhaltend starken Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig tiefen Zinssätzen. Viele Beobachter erachten diesen Haushaltsplan als unrealistisch.

Devisenmarkt

Im Laufe der Monate November 1988 bis Februar 1989 wertete sich der amerikanische Dollar gegenüber den wichtigsten Währungen auf. Besonders stark gewann er gegenüber dem Schweizer Franken (+5,2%), der D-Mark (+3,6%) und dem französischen Franken (+3,5%) an Wert. Im Durchschnitt der Monate November bis Februar wurden für den amerikanischen Dollar 125,4 japanische Yen (Vorjahresperiode: 130,1 Yen), 1,80 D-Mark (Vorjahresperiode: 1,67 DM) und 1,52 Schweizer Franken (Vorjahresperiode: 1,36 SFr.) bezahlt. Das britische Pfund kostete im Mittel 1,79 Dollar (Vorjahresperiode: 1,79 Dollar). Um die Höherbewertung des Dollars zu bremsen, verkauften im Januar verschiedene Zentralbanken in erheblichem Umfang Dollar.

Im Europäischen Währungssystem (EWS) entstanden keine nennenswerten Spannungen. Lediglich die italienische Zentralbank intervenierte zeitweise am Devisenmarkt, um die Aufwertung der italienischen Lira innerhalb der vom EWS vorgesehenen Bandbreiten zu gewährleisten.

Der handelsgewichtete Dollarkurs lag im vierten Quartal 1988 nominell um 3,9% und real um 2,5% unter dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode. Im gleichen Zeitraum stieg der handelsgewichtete Aussenwert des japanischen Yen an (nominell um 8,3% und real um 4,7%), während der handelsgewichtete D-Mark-Kurs nominell und real um 1,2% bzw. 3,7% gegenüber dem vierten Quartal 1987 zurückging. Im Vergleich dazu sank der reale exportgewichtete Aussenwert des Schweizer Francs um 5,2%.

Internationale Währungszusammenarbeit und Verschuldungsprobleme

Das reale Bruttosozialprodukt der hochverschuldeten Entwicklungsländer nahm im Jahre 1988 gemäss Angaben der Weltbank um durchschnittlich 2% zu (1987: +1,6%). Im Unterschied zu den Industrieländern vermochten die Schuldnerländer das Wirtschaftswachstum nicht nennenswert zu steigern; die Pro-Kopf-Einkommen bildeten sich sogar zurück. Die gesamten Auslandsschulden der Entwicklungsländer stiegen 1988 um 3% auf 1320 Mrd. Dollar. Sie wuchsen damit deutlich langsamer als im Jahre 1987 (+11%). Dies ist teilweise auf die Tieferbewertung des Yen, der D-Mark und des britischen Pfundes gegenüber dem Dollar zurückzuführen, auf die ein Teil der Aussenschulden entfallen. Daneben trugen auch der freiwillige Schuldenabbau (Schuldenrückkauf, debt-equity swaps u. a.) sowie die geringere Neuverschuldung zur Verlangsamung des Schuldenwachstums bei.

Die Handelsbilanz der lateinamerikanischen Länder wies 1988 dank einer kräftigen Zunahme der realen Exporte (+15%) einen Überschuss von 28,0 Mrd. Dollar auf. Da jedoch die Zinszahlungen an das Ausland stiegen und gleichzeitig weniger neue Gelder zuflossen, verschlechterte sich die Zahlungsbilanz gegenüber dem Vorjahr. Ihr Fehlbetrag betrug 3,3 Mrd. Dollar, gegenüber einem Überschuss von 4,1 Mrd. Dollar im Jahre 1987.

Die brasilianische Regierung legte im Januar 1989 einen neuen Plan zur Bekämpfung der galoppierenden Inflation und zur Sanierung des Staatshaushalts vor. Es ist dies das dritte Wirtschaftssanierungsprogramm seit 1986. Die wichtigsten Punkte sind erneut ein umfassender Lohn- und Preisstopp sowie eine Reihe von Massnahmen zur Eindämmung der Staatsausgaben: Gleichzeitig wurde eine neue Währung – der Cruzado novo – geschaffen. Sein Wert entspricht 1000 alten Cruzados. Im Februar bildete sich die monatliche Teuerungsrate stark zurück. Der längerfristige Erfolg des Stabilisierungsprogramms ist jedoch ungewiss, da wichtige Massnahmen der Regierung im Parlament auf Widerstand stossen.

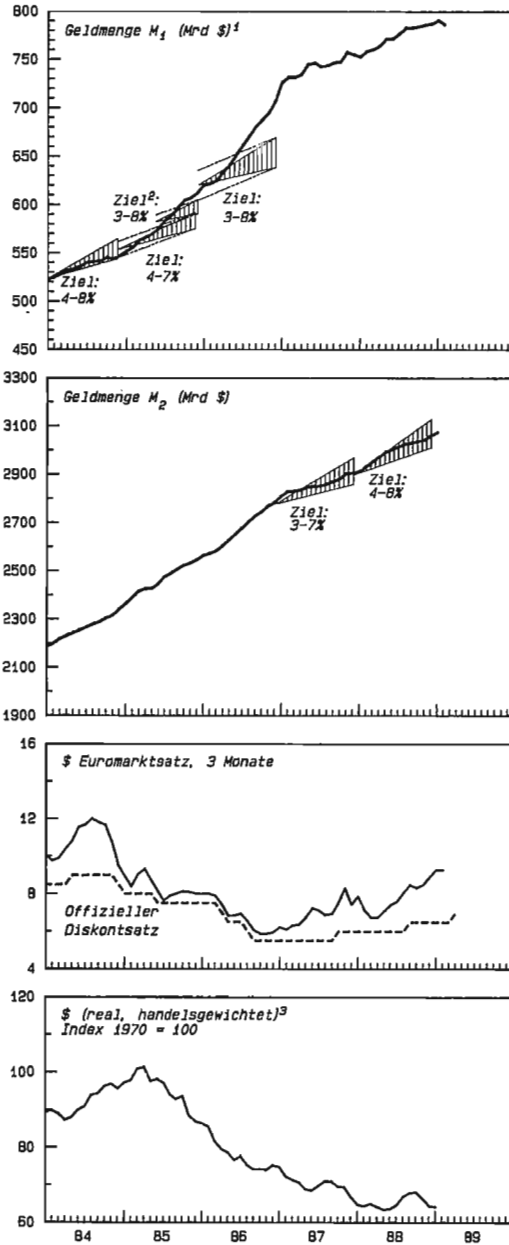
Die Nationalbank hat in Zusammenarbeit mit den Bundesbehörden in den letzten Jahren wiederholt die Möglichkeit einer verstärkten Zusammenarbeit mit dem Europäischen Währungssystem geprüft. Im Dezember 1988 ersuchte sie den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (FECOM) um den Status eines «other holder» der Europäischen Währungseinheit (Ecu). Diesem Ersuchen wurde im Januar 1989 durch den FECOM entsprochen. Damit steht der Nationalbank die Möglichkeit offen, einen Teil ihrer Währungsreserven in offiziellen Ecu anzulegen. Mit dem Erwerb der offiziellen europäischen Währung möchte die Nationalbank ihre Solidarität mit dem Europäischen Währungssystem bekunden und die währungspolitischen Beziehungen der Schweiz zur Europäischen Gemeinschaft vertiefen.

Die Eidgenössische Bankenkommission beschloss, den Wertberichtigungssatz/für Finanzkredite an Problemländer per Ende 1989 auf 50% zu erhöhen. Gleichzeitig wurde der Satz für kurzfristige Handelskredite mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr auf 10% gesenkt. Diese Kredite wurden bisher stets pünktlich zurückbezahlt. Bis anhin galt ein einheitlicher Wertberichtigungssatz; der bis 1988 schrittweise auf 35% angehoben worden war.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten herrschte auch im vierten Quartal 1988 eine günstige Konjunktur. Das reale Bruttosozialprodukt nahm auf das Jahr hochgerechnet zwar nur um 2,0% zu; ohne den immer noch beträchtlichen dürrebedingten Produktionsausfall in der Landwirtschaft wäre das reale Bruttosozialprodukt jedoch um rund 3,1% gestiegen. Die Staatsausgaben stiegen im vierten Quartal mit einer Jahresrate von 9,8% (Vorquartal: -5,2%). Während der private Konsum mit 3,5% etwas weniger stark zunahm als im Vorquartal (3,9%), beschleunigte sich das Wachstum der Wohnbauinvestitionen auf 10,9% (Vorquartal: 4,3%). Die Unternehmensinvestitio-

Grafik 3: Vereinigte Staaten


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

² Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1985

³ Quelle: OECD

nen sanken hingegen um 4,6% (Vorquartal: +4,0%).

Die reale Aufwertung des Dollars – sein handelsgewichteter Wert lag im zweiten Halbjahr 1988 um 3,3% über dem Wert des ersten Halbjahres – schlägt sich zunehmend im Aussenhandel nieder. Auf Jahresbasis hochgerechnet erhöhte sich der reale Export von Gütern und Dienstleistungen (gemäss nationaler Buchhaltung) im vierten Quartal nur noch um 7,7% (Vorquartal: 14,5%), während die Importe mit 13,0% weiterhin kräftig zunahm (Vorquartal: 13,1%). Der nominelle und der reale Importüberschuss stiegen im vierten Quartal 1988 (auf Jahreszahlen umgerechnet) auf 94,8 Mrd. Dollar (Vorquartal: 80,0 Mrd.) bzw. 103,3 Mrd. Dollar (Vorquartal: 93,3 Mrd.). Im Jahre 1988 betrug der nominelle Importüberschuss insgesamt 94,3 Mrd. Dollar, gegenüber 123 Mrd. im Vorjahr.

Die Industrieproduktion wuchs im vierten Quartal mit einer Jahresrate von 4%. Die Kapazitätsauslastung der Unternehmungen nahm gegen Jahresende noch einmal zu. Im Dezember betrug sie 84,2% (Vorjahr: 82,4%). Die Arbeitslosenquote lag im Dezember bei 5,3% (Vorjahr: 5,8%). Der Beschäftigungszuwachs in der amerikanischen Wirtschaft ist weiterhin beträchtlich. Die Zahl der Beschäftigten nahm im Jahr 1988 um 3,7 Mio. zu. Die Inflationsrate betrug im vierten Quartal durchschnittlich 4,3% (Vorquartal: 4,1%). Über das ganze Jahr ergab sich damit eine Teuerung von 4,1%.

Die Regierung präsentierte im Februar den Budgetentwurf für das Fiskaljahr 1990 (Beginn: 1. 10. 1989). Während der Einnahmenezuwachs auf nominell 8,8% eingeschätzt wird, sollen die Ausgaben um knapp 1% zunehmen. Insbesondere ist vorgesehen, die realen Verteidigungsausgaben auf dem Vorjahresstand einzufrieren. Damit soll das Defizit auf 94,8 Mrd. Dollar gesenkt werden (Fiskaljahr 1989: 170,2 Mrd.). Dieser Abbau wird nur zustande kommen, wenn sich das reale Wachstum beschleunigen wird und die Zinsen sich zurückbilden werden. Im Kongress, dessen Zustimmung das Budget bedarf, stiessen die vorgesehene Senkung der Kapitalgewinnsteuer (von 28% auf 15%) sowie die geplanten Sparmassnahmen im Sozialbereich auf Kritik.

Das Federal Reserve Board ging weiterhin davon aus, dass das starke Wachstum mit Inflationsgefahren verbunden ist. Die amerikanische Notenbank blieb daher bestrebt, das Wachstum der Gesamtnachfrage zu bremsen. Mit ihrer restriktiven Offenmarktpolitik trug sie dazu bei, dass die Federal Funds Rate im Januar erstmals seit 1984 über 9% stieg (Januar 1988: 6,84%). Während sich auch die übrigen kurzfristigen Zinsen erhöhten, blieben die langfristigen Sätze im vierten Quartal ungefähr auf dem Niveau des Vorquartals. Die Rendite der langfristigen Bundesobligationen betrug Ende Dezember 9,11% (Ende September 9,17%). Die kurz- und langfristigen Zinsen lagen somit ungefähr auf gleicher Höhe.

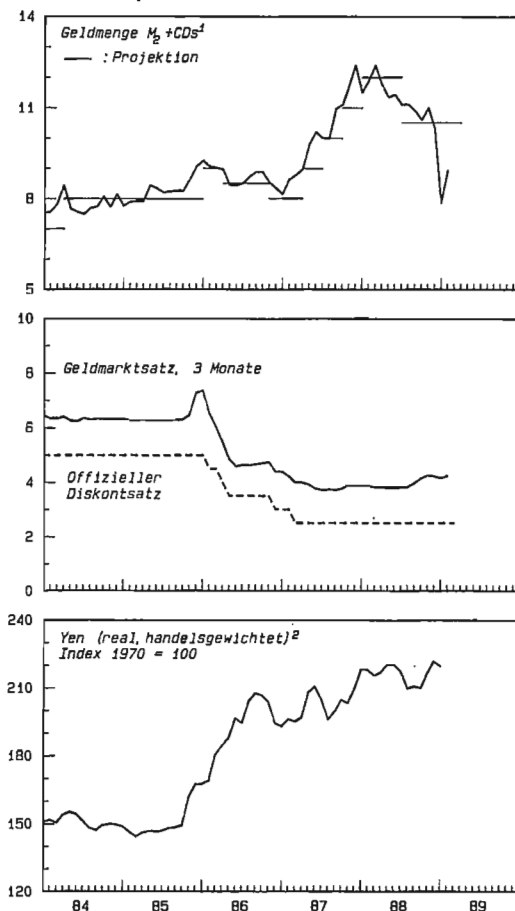
Das Wachstum der Geldaggregate verlangsamte sich in der zweiten Jahreshälfte 1988 zunehmend. Im vierten Quartal stieg die Geldmenge M_2 auf saisonbereinigter Basis und auf Jahresbasis hochgerechnet um 3,8%, während M_3 noch um 5,5% zunahm. Im Vergleich zum vierten Quartal 1987 erhöhten sich die beiden Geldaggregate um 5,3% bzw. 6,2%. Sie wuchsen damit im Rahmen des für 1988 fixierten Ziels von 4 bis 8%.

Japan

Im dritten Quartal 1988 gewann die japanische Konjunktur wieder an Schwung. Das reale Brutto sozialprodukt stieg gegenüber der Vorperiode um 2,2%, nachdem es im zweiten Quartal um beinahe 1% gesunken war; es lag damit um 5,7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die kräftig gestiegene Industrieproduktion im vierten Quartal sowie der leichte Rückgang der Zahl der Arbeitslosen deuten auf ein unverändert starkes Wachstum der japanischen Wirtschaft im letzten Vierteljahr 1988 hin.

Die Binnennachfrage bildete im dritten Quartal die wichtigste Konjunkturstütze. Besonders kräftig erhöhten sich die Unternehmensinvestitionen. Dagegen gingen die Wohnbauinvestitionen sowie die Investitionen des öffentlichen Sektors, die 1987 wesentlich zum Wachstum beigetragen hatten, zurück. Der private Konsum blieb lebhaft. Neben der Binnennachfrage trugen auch die Ex-

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

porte zum Wachstum bei. Die realen Ausfuhr von Gütern und Dienstleistungen, die im zweiten Quartal gesunken waren, stiegen im dritten Quartal um 9,0%.

Der Handelsbilanzüberschuss vergrößerte sich im vierten Quartal auf 25,1 Mrd. Dollar (Vorquartal: 22,5 Mrd. Dollar). Zum Anstieg trugen vor allem die kräftige Nachfrage des Auslandes nach Investitionsgütern sowie der tiefere Preis des importierten Erdöls bei. Insgesamt betrug der Handelsbilanzüberschuss im Jahr 1988 94 Mrd.

Dollar; er nahm damit gegenüber dem Vorjahr geringfügig ab. Gemäss Zollstatistik verringerte er sich gegenüber den Vereinigten Staaten leicht von 52 Mrd. auf 48 Mrd. Dollar. Gegenüber den Ländern der Europäischen Gemeinschaft stieg er hingegen. Der Überschuss der Ertragsbilanz sank 1988 auf 79,5 Mrd. Dollar, gegenüber 87,0 Mrd. Dollar im Vorjahr. Der vergleichsweise starke Rückgang ist vor allem auf das höhere Defizit der Dienstleistungsbilanz zurückzuführen.

Die Teuerung beschleunigte sich gegen das Jahresende leicht. Im vierten Quartal betrug sie durchschnittlich 1,1%. Über das ganze Jahr ergab sich eine Teuerung von 0,7% (Vorjahr: 0,1%).

Der Budgetentwurf für das Fiskaljahr 1989 sieht eine Erhöhung der Staatsausgaben um nominell 6,5% vor. Trotz dieses starken Wachstums der Ausgaben soll das staatliche Defizit gegenüber dem Vorjahr sinken. Die japanische Regierung rechnet dabei mit hohen Steuereinnahmen – das prognostizierte Wachstum des realen Bruttosozialprodukts beträgt 4% – sowie mit zusätzlichen Einnahmen aus der Mehrwertsteuer von 3%, die Anfang April 1989 in Kraft tritt. Die neu eingeführte Mehrwertsteuer soll schrittweise andere, zum Teil regionale Abgaben ersetzen.

Die Geldmenge M_2+CD wuchs auch im vierten Quartal kräftig. Sie stieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 10,6% (drittes Quartal: 10,9%). Für das erste Quartal 1989 belass die Bank von Japan die Projektion für M_2+CD bei 10–11%. Die kurzfristigen Zinssätze blieben stabil: Im Januar lag der Dreimonatssatz (Gensaki) bei 4,24%, gegenüber 4,26% im Oktober. In den Monaten Oktober und November intervenierte die japanische Zentralbank wiederholt am Devisenmarkt, um einen Rückgang des Dollarkurses unter die Marke von 120 Yen zu verhindern. Im Dezember und im Januar nahmen die japanischen Währungsbehörden keine Interventionen vor.

Bundesrepublik Deutschland

In der Bundesrepublik Deutschland beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im dritten Quar-

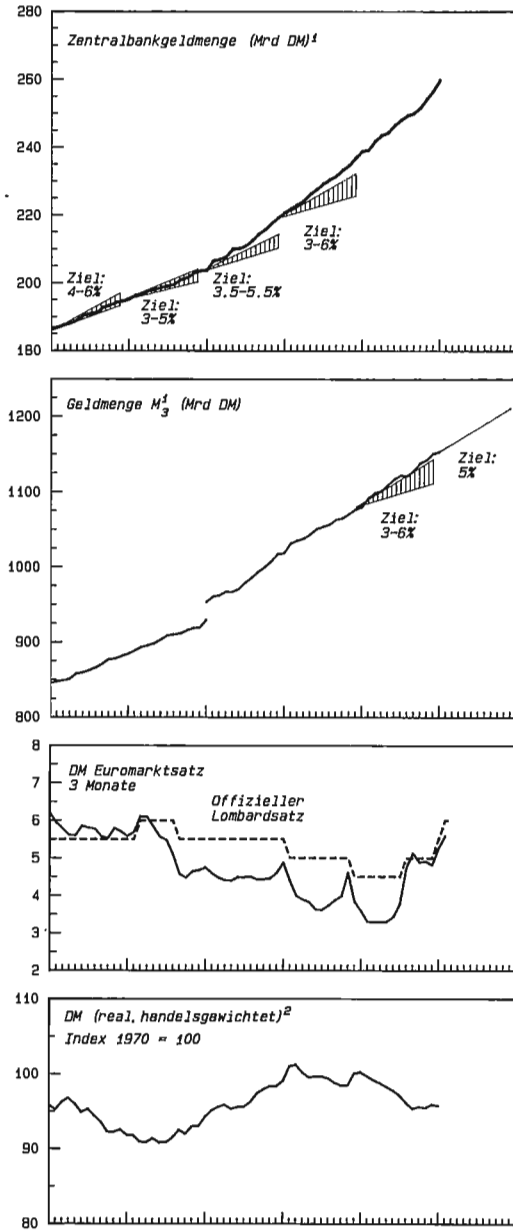
tal. Das reale Bruttosozialprodukt stieg gegenüber der Vorperiode um 1,5% und übertraf damit das entsprechende Vorjahresniveau um 3,3%. Im Jahre 1988 nahm es gemäss provisorischen Schätzungen um 3,4% zu. Dies ist der höchste Jahreszuwachs seit 1979.

Wichtige Wachstumsimpulse gingen im dritten Quartal von den Ausrüstungsinvestitionen sowie den Exporten aus, die gegenüber dem dritten Quartal 1987 um real 7% bzw. 8,8% zunahmen. Besonders stark expandierten die Ausfuhren von Investitionsgütern nach europäischen Ländern. Dagegen stagnierten die Bauinvestitionen, die in der ersten Jahreshälfte noch kräftig gestiegen waren. Trotz der Anfang 1988 in Kraft getretenen Steuersenkungen blieb auch das Wachstum des privaten Konsums vergleichsweise bescheiden (+1,8%).

Im vierten Quartal stabilisierte sich die Industrieproduktion auf dem hohen Niveau des Vorquartals. Sowohl aus dem Inland wie auch aus dem Ausland gingen mehr Aufträge ein als in der Vorperiode. Der Bestellungseingang war dabei in der Investitionsgüterindustrie wiederum deutlich höher als in der Konsumgüterindustrie. Insgesamt lag er real um 7,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

Die nominellen Exporte und Importe stiegen im vierten Quartal kräftig; sie lagen um 12,7% bzw. 13,3% höher als vor Jahresfrist. Der Überschuss der Handelsbilanz betrug 33,3 Mrd. D-Mark (viertes Quartal 1987: 29,7 Mrd.). Im Jahr 1988 stieg er insgesamt um 10 Mrd. auf 128 Mrd. D-Mark; er vergrösserte sich vor allem gegenüber den europäischen Ländern, namentlich Grossbritannien, Frankreich und Spanien, während er gegenüber den Vereinigten Staaten stark sank. Die Ausfuhren nahmen nominell im Jahresdurchschnitt etwas stärker zu als die Einfuhren (7,7% bzw. 7,4%). Real blieb ihr Wachstum jedoch hinter dem Importzuwachs zurück, so dass der reale Handelsbilanzüberschuss gegenüber dem Vorjahr zurückging. Der nominelle Überschuss der Ertragsbilanz betrug 1988 85 Mrd. D-Mark, gegenüber 80,8 Mrd. im Vorjahr.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich im vierten Quartal. Die Beschäftigung und die

Grafik 5: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

Zahl der offenen Stellen stiegen, während die Arbeitslosenquote zurückging. Im Januar lag diese bei 8,0%, gegenüber 8,6% im Oktober. Die Zahl der Kurzarbeiter war Ende Jahr lediglich halb so hoch wie vor Jahresfrist.

Die Teuerungsrate erhöhte sich im letzten Vierteljahr auf durchschnittlich 1,5% (drittes Quartal: 1,2%). Im Januar 1989 stieg sie sprunghaft auf 2,6%. Zum kräftigen Teuerungsschub trugen vor allem der Wiederanstieg der Erdölpreise – verstärkt durch die Abschwächung der D-Mark gegenüber dem Dollar – sowie die Erhöhung der Mineralölsteuer bei.

Das Defizit des Bundeshaushaltes betrug im Jahre 1988 35,7 Mrd. D-Mark. Es lag damit um rund 6 Mrd. D-Mark über dem ursprünglich budgetierten Wert. Das höhere Defizit ist in erster Linie auf tiefere Gewinnausschüttungen der Bundesbank und höhere Beiträge an die EG zurückzuführen. Das Staatsdefizit entsprach 1,7% des Bruttosozialprodukts (1987: 1,4%).

Die Deutsche Bundesbank straffte im vierten Quartal ihre Geldpolitik. Nachdem sich die Geldmarktsätze (Euromarktsatz, drei Monate) im September leicht zurückgebildet hatten, stiegen sie bis Dezember um rund einen halben Prozentpunkt auf durchschnittlich 5,3%. Der Zinssatz für Wertpapier-Pensionsgeschäfte lag in der ersten Dezemberhälfte bei knapp 5%. Mitte Dezember passte die Bundesbank den offiziellen Lombardsatz an das gestiegene Zinsniveau am Geldmarkt an und erhöhte ihn um einen halben Prozentpunkt auf 5,5%. Am 19. Januar hob sie den Lombardsatz zusammen mit dem Diskontsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 6% bzw. 4% an. Das Wachstum der monetären Zielgröße M_3 nahm in den Monaten Oktober bis Dezember leicht ab. Im Durchschnitt des vierten Quartals übertraf M_3 den Stand des vierten Quartals 1987 um 6,7%. Damit wurde das Ziel von 3 bis 6% überschritten. Besonders stark stieg der Bargeldumlauf; Ende Jahr lag er um 14% über dem Stand vor Jahresfrist. 1989 sieht die Bundesbank ein Wachstum der Geldmenge M_3 um rund 5% vor. Mit diesem Ziel, das deutlich unter dem 1988 ausgewiesenen Geldmengenzuwachs liegt, signalisierte sie ihre Absicht, der steigenden Teuerung entgegenzuwirken.

Grossbritannien

Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im dritten Quartal kräftig zu; es übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um 3,4%. Im vierten Quartal 1988 schwächte sich die von der inländischen Nachfrage getragene Hochkonjunktur unter dem Druck der hohen Zinssätze ab. Die Nachfrage nach Hypothekarkrediten, die zu einem namhaften Teil der Finanzierung von Konsumgütern dienen, ging markant zurück, und die privaten Konsumausgaben wuchsen langsamer. Der Detailhandel schätzte die künftige Umsatzentwicklung weniger optimistisch ein als in den Vorquartalen. Infolge des hohen Pfundkurses kühlte sich aber auch das Geschäftsklima in der Industrie ab. Eine Mehrheit der befragten Unternehmer rechnete im vierten Quartal mit einem schlechteren Geschäftsgang. Die Industrieproduktion stagnierte auf dem Niveau des dritten Quartals; sie lag damit aber noch immer um rund 7% höher als vor Jahresfrist.

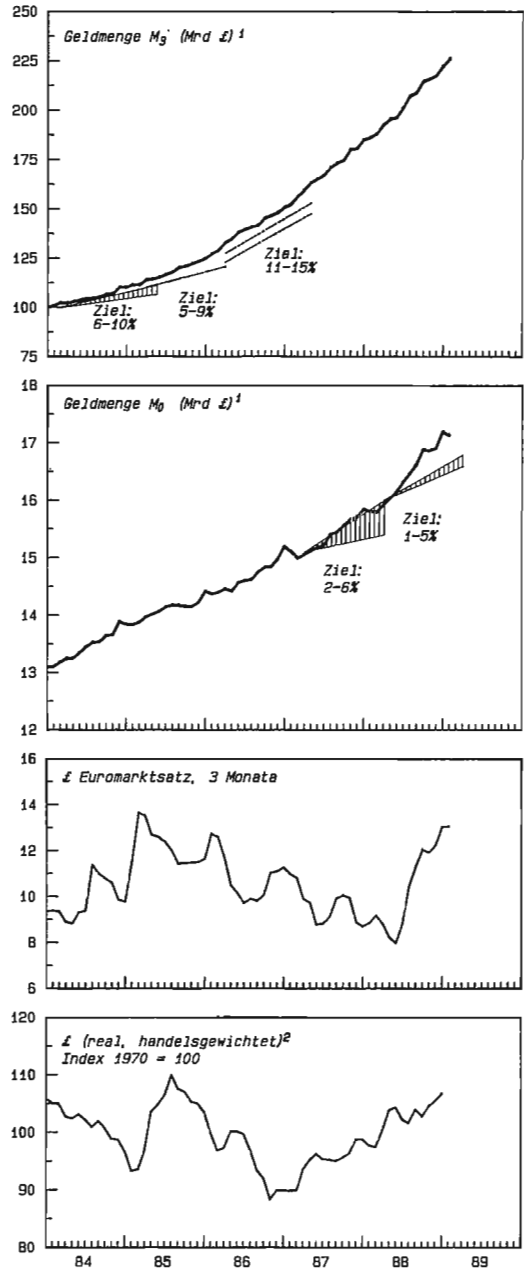
Das Importvolumen nahm im vierten Quartal 1988 gegenüber der Vorperiode verlangsamt zu. Im Vorjahresvergleich stiegen die realen Einfuhren um 15,6%. Da die Exporte stagnierten, vergrößerte sich das Handelsbilanzdefizit; der Fehlbetrag der Leistungsbilanz stieg im vierten Quartal auf 5,1 Mrd. Pfund. Im Jahre 1988 betrug das Defizit insgesamt 14,3 Mrd. Pfund (1987: 2,7 Mrd.); dies entspricht rund 3% des Bruttoinlandprodukts.

Die Zahl der Beschäftigten lag im ersten Halbjahr 1988 um 1,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Sie dürfte in der zweiten Jahreshälfte weiter zugenommen haben, da die Zahl der Arbeitslosen deutlich zurückging. Zwischen September und Januar sank die Arbeitslosenquote von 7,7% auf 7,0%.

Die Teuerung beschleunigte sich von 5,9% im September auf 7,5% im Januar. Der markante Anstieg der Inflation war teilweise auf die höheren Hypothekarsätze zurückzuführen; diese gehen in Grossbritannien – im Unterschied zu den meisten anderen Industrieländern – direkt in den Konsumentenpreisindex ein.

Die britischen Währungsbehörden setzten ihre

Grafik 6: 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

restriktive Geldpolitik im vierten Quartal fort. Wichtigstes Instrument der Bank von England ist ihr Interventionssatz am Geldmarkt, mit dem sie auf den Ausleihesatz, den die Geschäftsbanken erstklassigen Schuldern verrechnen (Basiszinssatz), einwirkt. Ende November hoben die Banken den Basissatz um einen weiteren Prozentpunkt auf 13% an. Die kurzfristigen Euro-Pfundsätze stiegen im Lauf des Jahres 1988 stark an. Seit Juli 1988 liegen sie über den langfristigen Kapitalmarktsätzen, die seither sogar leicht zurückgingen. Dies deutet darauf hin, dass sich die Inflationserwartungen infolge der restriktiveren Geldpolitik zurückgebildet haben. Die vergleichsweise tiefen Renditen der langfristigen Staatsobligationen sind aber auch Ausdruck dafür, dass diese Titel infolge der hohen Budgetüberschüsse knapper geworden sind. In der zweiten Jahreshälfte kaufte die britische Regierung Obligationen zurück; im laufenden Jahr ist ein weiterer Abbau der Staatsschuld geplant.

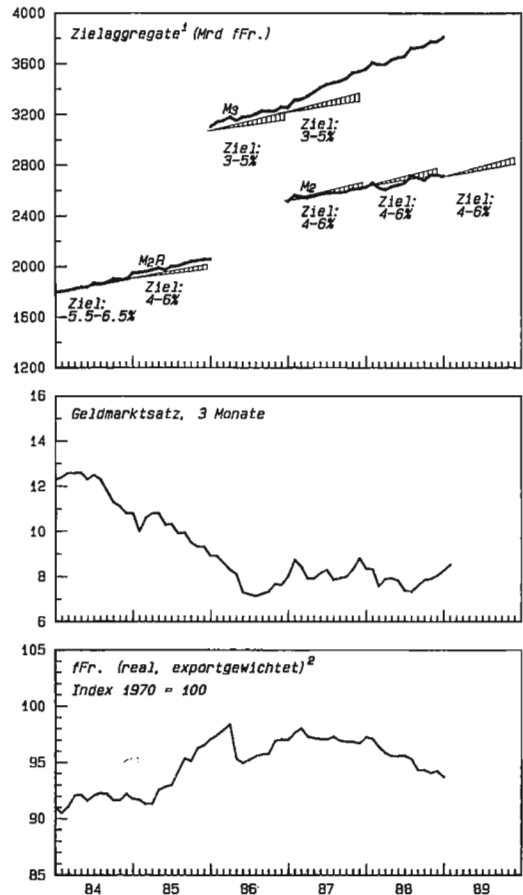
Die monetäre Basis (M_0) wuchs im vierten Quartal um 8%, gegenüber 7,6% im Vorquartal (auf Jahresbasis hochgerechnet). M_0 lag damit deutlich über dem Zielkorridor von 1 bis 5%, der für das Fiskaljahr 1988/89 festgesetzt worden war. Dagegen nahmen die weitergefassten Geldmengengaggregate M_3 und M_4 etwas langsamer zu als im dritten Quartal. Sie übertrafen den entsprechenden Vorjahresstand um 17,8% bzw. 17,5%.

Frankreich

Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im dritten Quartal um 1,0% gegenüber dem Vorquartal. Es lag damit um 3,4% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums trugen vor allem der private Konsum, der im ersten Halbjahr 1988 stagniert hatte, und die Investitionen bei. Im Vergleich zum ersten Halbjahr verlor dagegen die Exporttätigkeit an Schwung. Mit einem Jahreszuwachs von real 5,9% bildeten die Ausfuhren aber unverändert eine wichtige Konjunkturstütze. Infolge der lebhaften Binnennachfrage wuchsen die Importe kräftig (+7,1%).

Das günstige Konjunkturklima blieb im vierten

Grafik 7: 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

Quartal bestehen. Die Auftragseingänge aus dem In- und Ausland nahmen zu, und die Industrieproduktion stieg weiter. Im Durchschnitt der Monate Oktober und November lag sie um 4% höher als vor Jahresfrist. Gemäss der Industrieumfrage der Banque de France milderte die rege Investitionstätigkeit die in einigen Industriezweigen vorhandenen Kapazitätsengpässe. Die Arbeitslosenquote betrug im Dezember 10,1% (September: 10,2%).

Die Gütereinfuhren nahmen im vierten Quartal gegenüber dem vierten Quartal 1987 um nominal 11,3% zu, während sich die Exporte im gleichen Zeitraum um 9,6% erhöhten. Insgesamt war das Handelsbilanzdefizit im Jahre 1988 mit 33 Mrd. FF annähernd gleich hoch wie im Vorjahr. Infolge der kräftigen Nachfrage nach Investitionsgütern weitete sich jedoch der Fehlbetrag im Handel mit Industriegütern stark aus. Die Leistungsbilanz wies in den ersten elf Monaten des Jahres 1988 ein Defizit von 12,3 Mrd. FF, gegenüber 24,8 Mrd. FF im entsprechenden Vorjahreszeitraum, aus.

Die Konsumentenpreise stiegen im vierten Quartal um durchschnittlich 3,0% (drittes Quartal: 2,8%). Im Jahresmittel betrug der Anstieg 2,7%; er lag damit leicht unter dem Vorjahreswert. Die Liberalisierung der Preisbildung im Dienstleistungssektor hatte 1987 zu einer vorübergehenden Beschleunigung der Teuerung geführt.

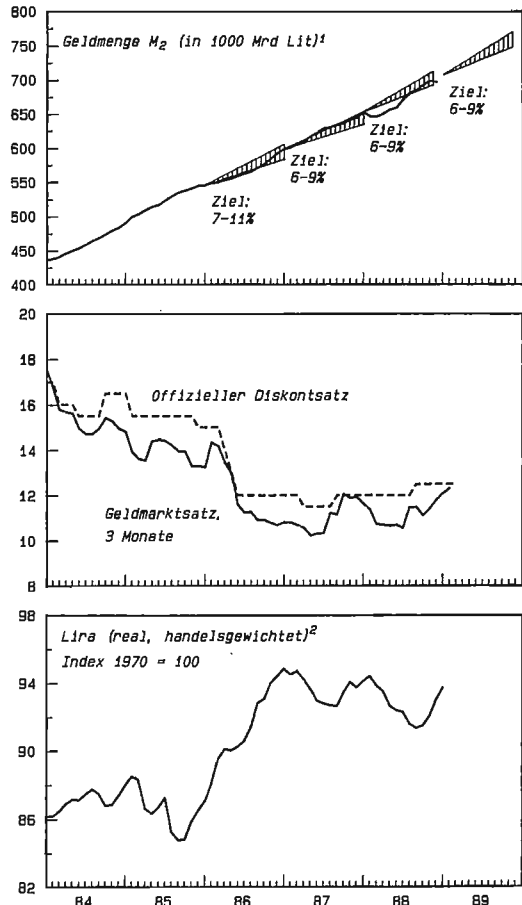
Die Geldmenge M_2 – die monetäre Zielgröße der Banque de France – lag im vierten Quartal 1988 um 3,8% über dem entsprechenden Vorjahresquartal. Das Geldmengenziel des Jahres 1988 von 4 bis 6% wurde damit unterschritten. Die französischen Währungsbehörden setzten für 1989 das Geldmengenziel für M_2 erneut auf 4 bis 6% fest.

Die kurzfristigen Zinssätze stiegen im vierten Quartal an. Ende 1988 lagen sie knapp über den langfristigen Sätzen. Dieser Zinsverlauf widerspiegelt in erster Linie die etwas restriktivere Geldpolitik der Banque de France. Wie viele andere europäischen Zentralbanken erhöhte die französische Zentralbank im Dezember und erneut im Januar ihre Interventionssätze am Geldmarkt um je einen halben Prozentpunkt. Der Abgabesatz für Schatzwechsel (taux d'appels d'offre) stieg damit auf 8,25%. Ende Januar 1989 hoben die führenden französischen Geschäftsbanken ihren Zinssatz für erstklassige Schuldner von 9,25% auf 9,6% an.

Italien

Die italienische Wirtschaft wuchs auch im dritten Quartal 1988 kräftig. Das reale Bruttoinlandpro-

Grafik 8: Italien



¹ Saisonbereinigt; Ziel: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)
² Quelle: OECD

dukt stieg im Vorjahresvergleich um 3,9%. Besonders stark nahm der private Konsum zu (3,9%). Der bedeutende Zuwachs des realen Einkommens führte namentlich zu einer starken Zunahme der Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern; die Verkäufe von Personenwagen erreichten Rekordwerte. Die realen Investitionen stiegen dagegen vergleichsweise langsam (3,4%), während die Exporte gegenüber dem dritten Quartal 1987 real stagnierten.

Die Industrieproduktion, die im dritten Quartal um 4,6% über ihrem Vorjahreswert lag, nahm

gegen Jahresende rascher zu. Im Durchschnitt der Monate Oktober und November übertraf sie den Vorjahreswert um 6,3%. Die Arbeitslosenquote blieb über das ganze Jahr unverändert auf einem Stand von 12,0%.

Die nominellen Importe lagen im vierten Quartal um 5,6% über dem Vorjahresstand. Da gleichzeitig die Exporte zurückgingen, weitete sich das Defizit der Handelsbilanz stark aus. Es betrug im vierten Quartal 2910 Mrd. Lire, verglichen mit 1444 Mrd. Lire im Vorquartal und bloss 277 Mrd. Lire im letzten Vierteljahr 1987. Über das ganze Jahr ergab sich ein Handelsbilanzdefizit von 12 863 Mrd. Lire (1987: 11 143 Mrd. Lire).

Der Konsumentenpreisindex lag im vierten Quartal um 5,5% über seinem Vorjahresstand (Vorquartal: 5,3%). Im Durchschnitt des Jahres 1988 betrug die Teuerung 5,0%.

Das Defizit des italienischen Staatshaushalts betrug 1988 124 000 Mrd. Lire. Das sind 12% des

Bruttoinlandproduktes. Das Defizit lag damit deutlich über dem angestrebten Wert von 103 500 Mrd. Lire. 1989 soll es um 7 000 Mrd. Lire auf 117 000 Mrd. Lire reduziert werden. Diese Zielvorgabe gilt allgemein als sehr optimistisch.

Die Geldmenge M_2 lag im vierten Quartal um 8,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Sie befand sich damit im oberen Bereich des Zielkorridors von 6 bis 9%, nachdem sie sich in der ersten Jahreshälfte 1988 noch unterhalb des Ziels bewegt hatte. Die Kredite an den privaten Sektor stiegen im Vorjahresvergleich um 16,7%. Im Jahresdurchschnitt nahmen sie um 15,5% zu. Damit wurde das angestrebte Wachstum von 6 bis 10% stark überschritten. Die Verzinsung der Schatzanweisungen blieb im letzten Vierteljahr 1988 stabil. Im Dezember lag der Sechsmonatsatz (BoT) bei 11,4%. Im Gegensatz zu anderen europäischen Zentralbanken liess die Banca d'Italia ihren Diskontsatz seit Ende August unverändert.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1988	1988		1988			1989
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	3,5	1,9	3,7	4,1	4,1	4,3	4,2	4,2	4,4	4,7
Japan	2,0	0,6	0,1	0,7	0,6	1,1	1,1	1,2	0,9	1,1
BRD	2,2	–0,2	0,2	1,2	1,2	1,5	1,3	1,6	1,6	2,6
Grossbritannien	6,1	3,4	4,2	4,9	5,5	6,5	6,4	6,4	6,8	7,5
Frankreich	5,8	2,7	3,1	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	3,1	3,3
Italien	8,6	6,1	4,6	5,0	4,9	5,2	4,7	5,3	5,5	5,7
Schweiz	3,4	0,8	1,4	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1988	1988		1988			1989
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	7,1	6,9	6,2	5,5	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,4
Japan	2,6	2,8	2,8	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
BRD e)	9,3	9,0	8,9	8,7	8,8	8,5	8,6	8,5	8,3	8,0
Grossbritannien b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	7,9	7,5	7,7	7,5	7,2	7,0
Frankreich b)	10,2	10,5	10,6	10,2	10,2	10,1	10,1	10,0	10,1	10,1
Italien b)	10,6	11,0	12,0	12,0	12,1c)	11,9c)	11,9	–	–	–
Schweiz	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6

b) ausgenommen Schulabgänger c) erster Monat des Quartals d) Berechnungen der OECD
e) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

1.4 Leistungsbilanz (Ertragsbilanz; Saldo in Mrd. US-Dollar, saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1988a)	1987		1988a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	–117,7	–140,6	–154,0	–	–43,4	–33,5	–36,9	–33,7	–30,9	–
Japan	49,2	85,8	87,0	79,5	19,9	20,5	23,1	16,8	17,8	21,5
BRD	16,4	39,2	44,8	48,3	10,9	10,3	9,3	15,7	11,9	11,4
Grossbritannien	3,8	–0,1	–3,0	25,4	–1,5	–2,2	–5,0	–5,1	–6,0	–9,4
Frankreich	–0,2	2,9	–5,0	–	–1,1	–2,6	1,0	0,0	–1,1	–
Italien	–4,1	2,2	–1,0	–	–1,2	–1,7	0,4	–	–	–
Schweiz b)	5,0	6,9	7,3	6,2	1,3	1,9	3,2	1,1	0,7	1,4

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

In der Schweiz setzte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 1988 unvermindert fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,7%, nachdem es im dritten Quartal um 2,8% zugenommen hatte. Alle Komponenten der Nachfrage trugen zum Wachstum bei. Infolge der kräftigen Binnen- nachfrage stiegen die Importe deutlich schneller als die Exporte, so dass das Handelsbilanzdefizit im vierten Quartal 1988 rund 1,8 Mrd. Franken betrug. Damit ergab sich für das Jahr 1988 ein Defizit von 8,3 Mrd. Franken.

Die Kapazitätsauslastung in der Industrie, die von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) vierteljährlich erhoben wird, lag deutlich über dem Vorjahresniveau. Einen besonders hohen Auslastungsgrad wiesen die exportorientierten Betriebe auf. Die Beschäftigung nahm im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe erneut zu, während sie in der Industrie praktisch unverändert blieb.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung betrug im vierten Quartal 1988 1,8% (drittes Quartal 1988: 1,9%). Teuerungsdämpfend wirkten die stabilen Preise importierter Güter. Anfang 1989 änderte sich dies. Der kräftige Anstieg des Konsumentenpreisindex im Januar (+2,2%) war vor allem auf die höheren Preise für Auslandsgüter zurückzuführen.

Die Nationalbank setzte als geldpolitisches Ziel für 1989 ein Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 2%. Dieses Ziel führt – wird die mögliche Nachfrage- und Preisentwicklung berücksichtigt – zu einer restriktiveren Geldpolitik, als es in den letzten zwei Jahren der Fall war.

Die Geldmarktsätze stiegen seit November sehr schnell an. Der Eurofrankensatz für Dreimonatsdepots betrug Ende Oktober noch 3¼%, im Februar bereits über 5¾%; er lag seit November 1988 über der Rendite der langfristigen Bundesobligationen. Im Dezember und Januar erhöhte

die Nationalbank in Übereinstimmung mit anderen Zentralbanken den offiziellen Diskont- und Lombardsatz. Im Januar passten die Banken ihre Hypothekar- und Sparzinssätze an das höhere Zinsniveau an.

In den beiden ersten Monaten des Jahres 1989 lag die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge leicht unter dem Durchschnittswert des vierten Quartals 1988. Diese Entwicklung bedeutet jedoch nicht, dass das Ziel von 2% 1989 nicht respektiert wird.

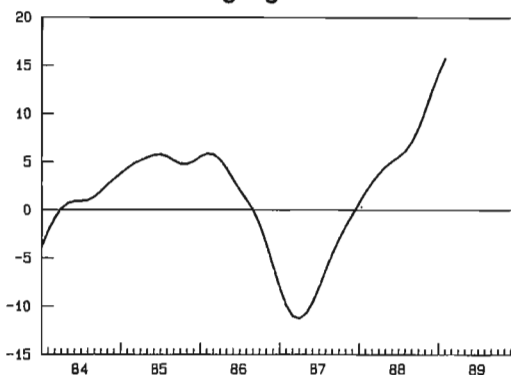
2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

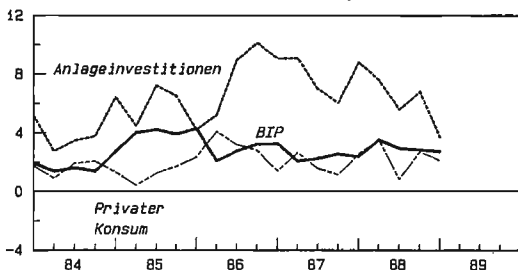
Das reale Bruttoinlandprodukt lag im vierten Quartal 1988 um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Das Wachstum blieb, verglichen mit der Vorperiode (+2,8%), praktisch unverändert. Im Jahre 1988 wuchs das Bruttoinlandprodukt um real 3% (1987: 2,3%).

Das Wachstum war auch im vierten Quartal breit abgestützt; sowohl der Konsum als auch die Auslandsnachfrage und die Investitionstätigkeit

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

trugen dazu bei. Die Wachstumsraten sowohl der Exporte wie der Bau- und Ausrüstungsinvestitionen waren zwar tiefer als im Vorquartal.

Die Produktionsindikatoren bestätigten die gute Wirtschaftslage. Die Industrieproduktion stieg im vierten Quartal 1988 um 8%. Die von der KOF-ETH vierteljährlich erhobene Kapazitätsauslastung in der Industrie nahm saisonbereinigt gegenüber dem Vorjahr um 1 Prozent zu und erreichte den Stand von 88,6% (3. Quartal 1988: 88,1%). Der Auslastungsgrad der exportorientierten Betriebe betrug sogar 91,6%. Er war seit Beginn des Jahres 1988 stetig angestiegen.

Der von der KOF-ETH monatlich berechnete Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» erhöhte sich im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal nochmals wesentlich. Die Unternehmen beurteilen die Wirtschaftslage positiv. Sowohl ein höherer Bestellungseingang, insbesondere bei der Exportindustrie, als auch ein grösserer Auftragsbestand ergeben für die nächste Zukunft ein optimistisches Bild.

Privater Konsum

Der private Konsum nahm im vierten Quartal 1988 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode real um 2,1% zu. Gegenüber dem Vorquartal schwächte sich das Konsumwachstum leicht ab (3. Quartal: +2,7%). Im Jahresdurchschnitt stiegen die Konsumausgaben um 2,3%.

Wie die Detailhandelsumsätze zeigen, blieben die Ausgaben für nicht-dauerhafte Konsumgüter gegenüber dem Vorjahresquartal praktisch gleich, während die Nachfrage nach dauerhaften Waren, insbesondere von Personenwagen, stark anstieg. Im Dienstleistungssektor war die Zunahme der Hotelübernachtungen von Inländern bemerkenswert.

Gemäss der Konjunkturumfrage der KOF-ETH schätzt der Detailhandel die Umsatzentwicklung weiterhin positiv ein. Zwar dürfte sich – laut KOF-ETH – die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern etwas abschwächen; sie bleibt aber kräftig. Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen im Januar 1989 erhobene Konsumentenstimmungsindex zeigt, dass auch die Konsumenten eine positive Wirtschaftsentwicklung erwarten.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen stiegen im vierten Quartal 1988 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode real mit 3,7% weiter an. Die Ausrüstungsinvestitionen erhöhten sich um 4,5%, während die Bauinvestitionen um 3,2% zunahmen. Im Jahre 1988 wuchsen die Anlageinvestitionen um 5,8% (1987: 7,6%).

Der leicht schwächere Zuwachs der Bauinvestitionen im vierten Quartal 1988 lässt sich vor allem auf zwei Faktoren zurückführen: Die Bautätigkeit erreichte bereits Ende 1987 ein hohes Niveau. Infolge von Beschäftigungsempässen konnte die Produktion nicht weiter ausgedehnt werden. Diese Entwicklung widerspiegelte sich auch in einer Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes. So nahm nebst den Bauvorhaben auch der Arbeitsvorrat im Baugewerbe wesentlich zu. Der unverändert hohe inländische Bestellungseingang in der Maschinenindustrie deutet zusammen mit den steigenden Importen von Investitionsgütern auf ein weiterhin kräftiges Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen hin.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die Güterausfuhren (ohne Edelmetalle) übertrafen im vierten Quartal 1988 wertmässig das Vor-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987	1987		1988			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,6	8,7	14,5	10,0	5,7	19,0	-	-	-	-
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	-6,4	-15,0	3,2	-13,2	-0,2	-31,6	24,4	9,2	-13,8	18,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,9	-2,3	-1,5	-16,3	-6,8	-15,7	-11,0	13,6	-15,2	18,0
Geplante industrielle Bauten ¹ Raumvolumen	-8,0	34,4	21,8	-0,1	-25,0	-3,5	-14,3	-32,0	-0,6	-15,7
Anzahl Projekte	31,5	12,6	5,2	0,1	-10,8	-0,6	7,5	-24,0	-1,0	1,1

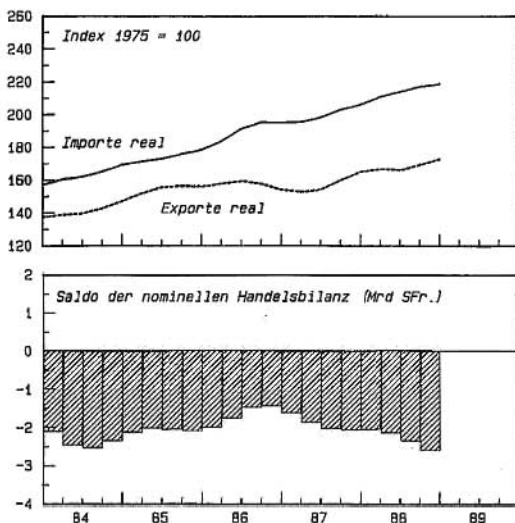
¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, BFS, Eidgenössische Oberzolldirektion

jahresniveau um 8,2% (real 4,9%), während die Einfuhren um 10,9% (real 5,7%) stiegen. Im Jahresdurchschnitt 1988 wuchsen die Exporte nominell um 8,6% und real um 7% (Schätzung des Bundesamtes für Konjunkturfragen). Die Importe erhöhten sich nominell um 9,9% und real um 8%, nachdem sie im Vorjahr lediglich um 2,9% bzw. 5,8% zugenommen hatten.

Die Gliederung der regionalen Exporte (inkl. Edelmetalle) zeigte im vierten Quartal ein ähnli-

ches Bild wie im Vorquartal. Die Exporte nach Frankreich und Grossbritannien stiegen überdurchschnittlich stark. Aber auch die Ausfuhren nach der Bundesrepublik Deutschland wuchsen – nach einer leichten Abschwächung im dritten Quartal – wieder im selben Mass wie im ersten Halbjahr 1988. Nach einer etwas schwächeren Wachstumsphase erholten sich die Güterexporte nach den USA ebenfalls. Nach Branchen gegliedert erhöhten sich die Exporte der Uhrenindustrie wiederum am stärksten (+14,5%); hohe Wachstumsraten verzeichnete aber auch die Metallindustrie.

Grafik 11: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

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

Die Nachfrage nach importierten Gütern hielt unvermindert an. Das Wachstum der Einfuhren wurde wesentlich bestimmt durch die verstärkten Käufe von Personalfahrzeugen sowie von Maschinen und Apparaten im Investitionsbereich. Bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten nahmen insbesondere die Importe von Chemikalien stark zu, während sich bei den Energieträgern die Einfuhren wertmässig erneut abschwächten.

Der Überschuss der Ertragsbilanz sank im vierten Quartal 1988 gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,6 Mrd. auf 2,1 Mrd. Franken. Weil die Güterimporte stärker stiegen als die Güterexporte, nahm das Defizit beim Warenverkehr (Spezialhandel und übriger Warenverkehr) im gleichen Zeitraum um 0,4 Mrd. Franken auf 2,0 Mrd. Franken zu.

Die Saldi der übrigen Teilbilanzen veränderten sich nur wenig. Der Überschuss der Dienstlei-

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

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

	1985	1986	1987	1988	1987		1988			
					3. Q	4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
			a)	*)	a)	a)	*)	*)	*)	*)
Warenexporte	69,1	69,2	69,5	76,3	16,4	19,3	18,3	18,8	18,3	20,9
Spezialhandel (Index) ¹	66,6	67,0	67,5	74,1	15,9	18,8	17,7	18,3	17,8	20,3
Übrige Warenexporte ²	2,4	2,2	2,0	2,2	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6
Dienstleistungsexporte	20,0	19,9	20,7	20,8	6,4	4,0	5,5	4,9	6,3	4,2
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	28,6	27,0	27,7	28,8	7,1	7,0	7,1	7,0	7,2	7,4
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,5	2,8	2,8	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total Einnahmen	120,1	118,9	120,8	128,7	30,6	31,1	31,6	31,5	32,5	33,1
Warenimporte	77,8	76,6	78,1	85,5	18,9	20,9	20,1	21,5	21,0	22,9
Spezialhandel (Index) ¹	74,8	73,5	75,2	82,4	18,3	20,2	19,3	20,8	20,2	22,1
Übrige Warenimporte ²	3,0	3,1	2,9	3,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
Dienstleistungsimporte	10,3	9,8	10,3	10,9	4,1	2,0	1,6	2,8	4,4	2,1
Faktoreinkommen an das Ausland ³	15,2	15,4	16,6	17,6	4,2	4,3	4,2	4,3	4,5	4,7
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	4,5	4,7	5,1	5,4	1,4	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3
Total Ausgaben	107,7	106,5	110,0	119,5	28,6	28,4	27,1	30,0	31,3	31,1
Saldo der Ertragsbilanz	12,4	12,3	10,8	9,1	2,1	2,7	4,4	1,5	1,1	2,1

a) provisorisch

*) vorläufige Schätzung

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

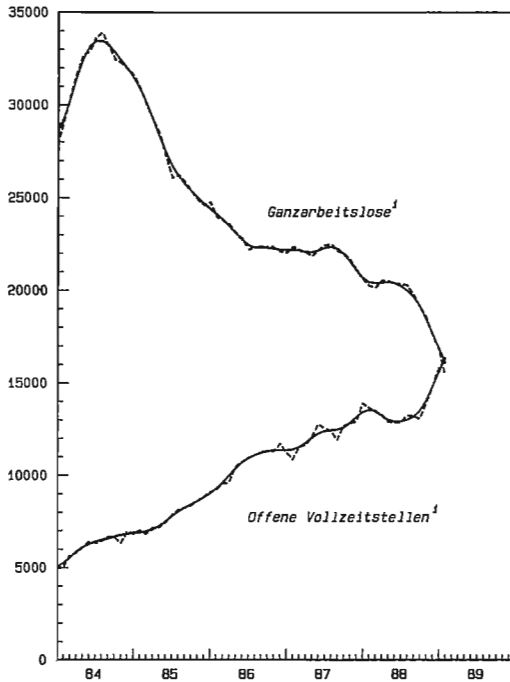
Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

stungsbilanz erhöhte sich um 0,1 Mrd., und das Defizit bei den unentgeltlichen Übertragungen stieg um 0,1 Mrd. Franken. Bei den Faktorein-

kommen nahmen die Kapitalerträge ungefähr gleich stark zu wie die Lohnzahlungen an die ausländischen Grenzgänger, so dass der Saldo

unverändert blieb. Der Überschuss der Ertragsbilanz betrug im Jahr 1988 insgesamt 9,1 Mrd. Franken; er sank gegenüber dem Vorjahr um 1,7 Mrd. Franken.

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					
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Index der Beschäftigten ¹	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,1	1,2	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	1,0	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Ganzarbeitslose ³	32 061	27 025	22 770	21 918	17 521	17 584	16 791	17 521	18 440	18 893
Kurzarbeiter ³	11 231	2 133	2 058	4 142	2 046	6 694	3 044	2 495	1 155	1 002
Offene Vollzeitstellen ³	6 269	7 898	10 734	12 348	13 871	14 023	14 119	14 192	13 757	14 943

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

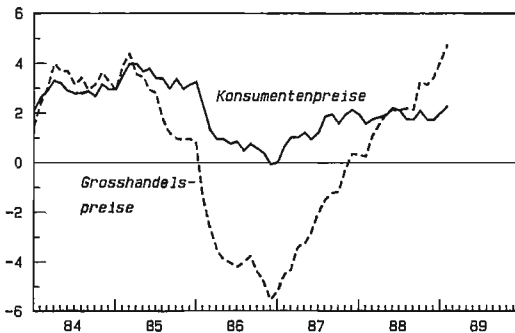
Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung lag im vierten Quartal um 1,2% über dem Vorjahresquartal (drittes Quartal: 1,1%). Überdurchschnittlich stark erhöhte sie sich im Dienstleistungssektor (+1,6%). Im Baugewerbe und in der Industrie nahm sie um 1,2% bzw. 0,4% zu. Im Jahr 1988 stieg die Zahl der Beschäftigten durchschnittlich um 1,2%. Während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe zunahm, stagnierte sie im Industriesektor.

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte im vierten Quartal auf 0,6%, und die Zahl der Ganzarbeitslosen sank gegenüber dem Vorjahresquartal erneut. Die gemeldeten offenen Stellen nahmen Ende Jahr nochmals zu; sie übertrafen das Vorjahresniveau um 11,7%. Die wegen Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden (saisonbedingt) verminderten sich seit Jahresbeginn weiter. Das Arbeitskräfteangebot scheint ausgeschöpft zu sein.

Preise und Löhne

Der Konsumentenpreisindex lag im vierten Quartal 1988 um 1,8% über dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Teuerungsrate war somit tiefer als in den beiden vorangegangenen Quartalen (2,1% im zweiten und 1,9% im dritten Quartal). Der leichte Teuerungsrückgang war vor allem auf die rückläufige Preisentwick-

Grafik 13: Preisentwicklung¹

¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

lung für Heizung und Beleuchtung (-5,2%) zurückzuführen. Die Inlandgüter verteuerten sich gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,4% (drittes Quartal: 2,7%). Die Preise für Auslandsgüter blieben praktisch unverändert. Die Dienstleistungspreise (2,7%) stiegen erneut wesentlich stärker als die Warenpreise (0,9%).

Im Januar erhöhte sich die Teuerungsrate auf 2,2%. Neben administrierten Preisen stiegen vor allem die Preise importierter Güter.

Der Grosshandelspreisindex lag im letzten Quartal 1988 um 3,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Besonders stark stiegen die Preise für Textilien (7,2%) sowie Metalle und Metallwaren (12,6%). Dagegen sank der Preisindex für Energieträger und Hilfsstoffe (-1,1%). Das Preisniveau der Auslandsgüter lag im vierten Quartal um 5% über dem Vorjahreswert. Diese Zunahme trug wesentlich zur Erhöhung des Gesamtindex bei.

Gemäss Angaben des BIGA nahmen die Löhne der Arbeitnehmer im vierten Quartal 1988 nominell um 3,4% zu. Unter Berücksichtigung der Teuerungsrate gemäss Konsumentenpreisindex ergab sich ein Reallohnzuwachs von 1,6%.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal 1988 um 8,7% unter dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Rückgang ist in erster Linie auf die geringere Nachfrage der Banken nach Giroguthaben infolge der neuen Liquiditätsvorschriften sowie des weiteren Ausbaus des Interbankzahlungssystems SIC zurückzuführen. Die um die Ultimokredite bereinigten Giroguthaben sanken innert Jahresfrist um rund 60%. Der Notenumlauf wuchs dagegen weiterhin kräftig (+4,2%); im Vergleich zum dritten Quartal (+4,5%) schwächte sich sein Wachstum jedoch leicht ab. Dies ist deshalb bemerkenswert, weil sich die Zunahme der Nachfrage nach Noten normalerweise in den letzten Monaten der geraden Jahre infolge der zweijährigen Steuerveranlagungstermine beschleunigt.

Im Jahre 1988 nahm der Notenumlauf insgesamt um durchschnittlich 4,2% zu, während die Giroguthaben um 33,9% sanken. Die bereinigte Notenbankgeldmenge bildete sich um 3,9% zurück. Im Jahre 1989 dient als Zielaggregat nicht mehr die um die Ultimokredite bereinigte Notenbankgeldmenge, sondern die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge. Infolge der neuen Liquiditätsvorschriften fragen die Banken an normalen Monatsenden keine und an den Quartalsenden wesentlich weniger zusätzliche Giroguthaben nach. Die Ultimokredite sanken in der Tat im Jahre 1988 gegenüber dem Vorjahr um 86,2%. Die an den Quartalsenden noch gewährten Ultimokredite fallen betragsmässig nicht ins Gewicht, so dass sich eine Bereinigung der Notenbankgeldmenge um die Ultimokredite erübrigt. Aufgrund des starken Rückgangs der Notenbankgeldmenge im Jahre 1988 sind jedoch die Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahresmonat im Jahre 1989 durch Basiseffekte verzerrt. Das Geldmengenziel berechnet sich deshalb neu aus dem Durchschnitt der zwölf jeweils auf Jahresbasis hochgerechneten Veränderungsdaten gegenüber dem durchschnittlichen Stand des vierten Quartals 1988. Die neue Berechnungsmethode ist im Monatsbericht Nr. 2 der Nationalbank, Februar 1989, genauer erklärt.

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Girogut- haben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Ultimo- kredite ¹	BNGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	- 33,9	31 486	66	31 420	- 3,9
1988 1. Q.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	33 145	125	33 020	1,3
1988 2. Q.	25 516	4,3	5 627	- 34,3	31 143	47	31 096	- 3,6
1988 3. Q.	25 660	4,5	5 247	- 37,8	30 906	50	30 856	- 4,5
1988 4. Q.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	41	30 708	- 8,7
1988 Okt.	25 792	4,4	4 310	- 47,9	30 102	0	30 102	- 6,5
1988 Nov.	26 008	4,3	4 014	- 53,7	30 022	0	30 022	- 8,6
1988 Dez.	27 923	4,2	4 200	- 60,5	32 123	123	32 000	- 11,0

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Girogut- haben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saison- faktoren	SBNBGM ^{1,5}	Veränderung in % ⁶
1988 4. Q.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	1,015	30 308	—
1989 Jan.	27 117	4,9	3 894	- 56,1	31 011	1,029 ^p	30 137 ^p	- 3,3 ^p
1989 Febr.	26 439	4,8	3 775	- 49,0	30 214	0,999 ^p	30 244 ^p	- 0,8 ^p

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, Jahres- und Monatswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

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

³ Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

⁴ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge - Ultimokredite

⁵ Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert mit den entsprechenden Saisonfaktoren

⁶ Auf Jahresbasis hochgerechnete Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November; Jahres- und Quartalswerte entsprechen dem arithmetischen Mittel aus den monatlichen Werten.

^p provisorisch

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im Januar um 0,5% unter dem durchschnittlichen Stand des vierten Quartals. Auf Jahresbasis hochgerechnet sank sie um 3,3%. Im Februar betrug die entsprechende Veränderung -0,2% bzw. -0,8%. Der Rückgang ist zum Teil auf die neue Berechnungsmethode zurückzuführen, die Schwankungen der Notenbankgeldmenge am Jahresende verstärkt in Erscheinung treten lässt. Ausserdem hat die Nationalbank den Restriktionsgrad der Geldpolitik Anfang Jahr leicht verschärft. Der Zielpfad für das Jahreswachstum der Notenbankgeldmenge wird damit nicht verlassen.

Die Geldaggregate M_1 und M_2 stiegen im vierten Quartal um 8,2% bzw. 4,5% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode (3. Quartal: +14,0% bzw. +7,9%). Die Wachstumsverlangsamung ist vor allem auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Nach dem Börsenkrach im Oktober 1987 hatten die Anleger ihre Wartepositionen in kurzfristigen Bankeinlagen vorübergehend kräftig erhöht, so dass die in M_1 bzw. M_2

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
1988	14,5	7,9	9,8
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 4. Q. ²	8,2	4,5	6,8
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
1988 Nov. ²	9,5	4,8	7,2
1988 Dez. ²	3,8	3,9	5,7
1989 Jan. ²	- 1,0	9,7	6,5

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

² provisorisch

M_1 = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M_3 = M_2 + Spareinlagen

enthaltenen Sicht- und Termineinlagen stark zu nehmen. Ein Jahr später bildeten sich deshalb deren Jahreswachstumsraten zurück. Die Sicht- und Termineinlagen übertrafen den Vorjahresstand lediglich um 9,4% bzw. 0,5%, nachdem sie im Vorquartal noch um 18,0% bzw. 1,7% zugenommen hatten. Auch die Spareinlagen erhöhten sich mit 8,8% weniger stark als im Vorquartal (+11,4%); dazu trug vor allem das wachsende Zinsgefälle zwischen alternativen Anlagen und Spareinlagen bei. Da sämtliche Hauptkomponenten langsamer wuchsen, bildete sich auch das Wachstum der Geldmenge M_3 zurück. Im vierten Quartal lag sie um 6,8% über dem Vorjahresstand (3. Quartal: +9,8%).

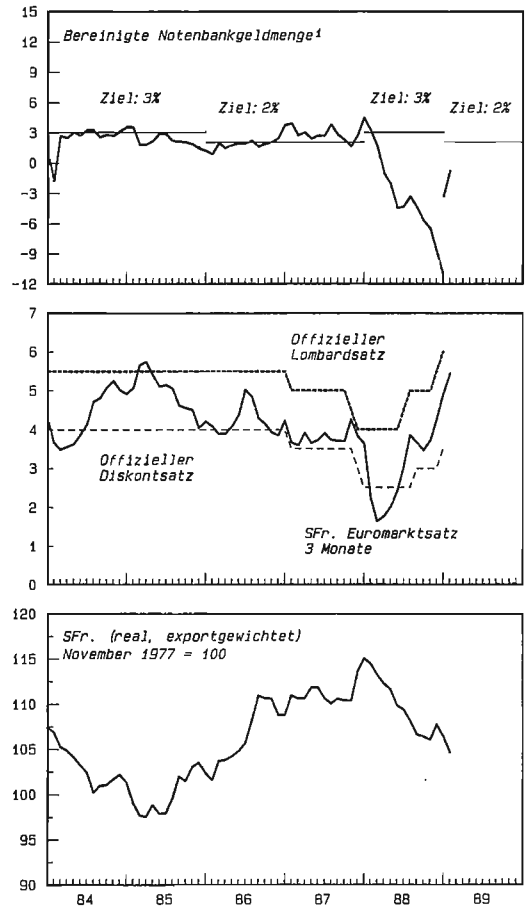
Geldmarkt

Die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank betragen im Durchschnitt des vierten Quartals 4,2 Mrd. Franken, gegenüber 5,2 Mrd. im Vorquartal. Im Januar sanken sie auf 3,8 Mrd. Franken. Der Rückgang war sowohl auf den weiteren Abbau der Giro Guthaben durch Banken als auch auf die restriktivere Geldpolitik der Nationalbank zurückzuführen. Am 19. Dezember 1988 und am 20. Januar 1989 hob die Nationalbank in Übereinstimmung mit ähnlichen Massnahmen anderer Notenbanken den Diskontsatz von 3% auf 3½% bzw. 4%. Gleichzeitig wurde der Lombardsatz von 5% auf 5½% bzw. 6% erhöht, um ihn über den Geldmarktsätzen zu halten.

Der seit dem zweiten Quartal 1988 beobachtete tendenzielle Anstieg der Geldmarktsätze setzte sich im vierten Quartal 1988 – vor allem im November und Dezember und zu Beginn des Jahres 1989 – fort. Der Tagesgeldsatz erhöhte sich von durchschnittlich 2,5% im dritten auf 3,8% im vierten Quartal, während der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt von 3,7% auf 4,3% stieg. Mitte Februar lag er bei 5,6%.

Angesichts der starken Zinssteigerungen am Eurofrankenmarkt hoben die Schweizer Banken ihre Vergütungen für Kundenfestgelder zwischen November und Januar mehrmals an. Der Zinssatz für Dreimonatsdepots bei Grossbanken stieg von 3,25% (Anfang November) auf 4,5%

Grafik 14: Schweiz



¹ Bis 1988: Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
Ziele: durchschnittliches monatliches Wachstum gegenüber Vorjahr

Seit 1989: Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November
Ziel: durchschnittlicher, monatlicher, auf Jahresbasis hochgerechneter Zuwachs der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Durchschnittswert des vierten Quartals 1988.

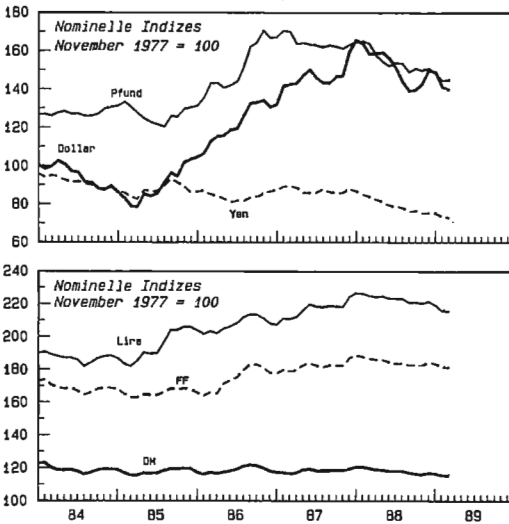
am Jahresende und auf 5,25% bis zur Mitte des ersten Quartals 1989.

Die Auktionen dreimonatiger Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes ergaben im Dezember 1988 und im Januar 1989 Renditen von rund 4,7% bzw. 5,25%; im Oktober 1988 hatten sie noch knapp 3,6% betragen.

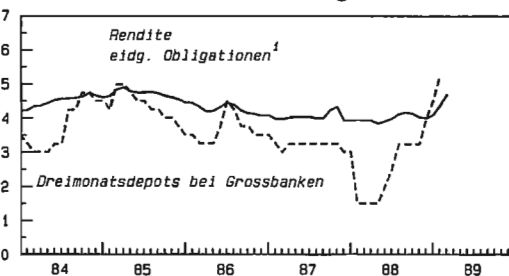
Devisenmarkt

In den Monaten November 1988 bis Februar 1989 notierte der Schweizer Franken relativ schwach. Die Frankenkurse von Währungen

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinssatzentwicklung



¹ Berechnung nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen

wichtiger Handelspartnerländer entwickelten sich ungefähr parallel. Nach einer vorübergehenden Höherbewertung im November schwächte sich der Franken bis Mitte Januar wieder ab und stabilisierte sich bis Ende Februar auf diesem Niveau. Zwischen November 1988 und Februar 1989 sank der Franken gegenüber dem amerikanischen Dollar um 5,2% und gegenüber dem britischen Pfund um 1,9%. Am geringsten wertete er sich gegenüber der D-Mark ab (1,5%). Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode notierte der amerikanische Dollar im Durchschnitt rund 11,5% höher. Im Mittel der vier Monate wurden für die D-Mark rund 84 Rappen bezahlt (Vorjahresperiode: 82 Rappen). Der tiefste Frankenkurs der D-Mark von 83,5 Rappen wurde Ende November und der höchste Kurs von 85,4 Rappen Ende Februar notiert.

Die Nationalbank intervenierte zwischen November 1988 und Januar 1989 in Abstimmung mit anderen Zentralbanken mehrmals am Devisenmarkt. Sie kaufte vorerst 70 Mio. Dollar und verkaufte später insgesamt 310 Mio. Dollar.

Im vierten Quartal 1988 wertete sich der Franken auf exportgewichteter Basis im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode real um 5,2% und nominell um 4,2% ab. Die reale Tieferbewertung fiel besonders deutlich gegenüber Japan (12,6%), Grossbritannien (12,3%) und den Vereinigten Staaten (8,3%) aus.

Kapitalmarkt

Im Vergleich zum deutlichen Anstieg der Geldmarktsätze zeigten die durchschnittlichen Bruttorenditen am schweizerischen Obligationenmarkt im vierten Quartal 1988 eine nur leicht steigende Tendenz. Die Rendite der Bundesobligationen (unter Berücksichtigung der Kündbarkeit) ging sogar von 4,16% im dritten Quartal auf 4,07% zurück. Nach Jahresbeginn 1989 nahmen die langfristigen Renditen jedoch deutlich zu, insbesondere diejenige der Bundesobligationen: Mitte Februar belief sie sich auf 4,67%. Seit Anfang November lagen die Geldmarktsätze über der Rendite langfristiger Obligationen. Diese inverse Zinsstruktur, die vor allem auf die restriktive

Geldpolitik zurückzuführen ist, blieb auch in den ersten zwei Monaten des Jahres 1989 bestehen.

Die Kassenobligationensätze blieben im vierten Quartal nahezu unverändert. Nur die Sätze mit Laufzeiten von 7–8 Jahren wurden um einen ¼ Prozentpunkt gesenkt. Im Januar passten die Banken die Kassenobligationensätze an das gestiegene Zinsniveau am Geldmarkt an. Die Vergütungen für Laufzeiten von 3–4 Jahren sowie von 5–8 Jahren wurden in zwei Schritten von je ¼ Prozentpunkt auf 4¼% und 5% erhöht. Die meisten Banken beschlossen zudem, ihre Hypothekar- und Sparzinssätze um einen halben Prozentpunkt anzuheben. Bei einigen Banken und Versicherungen betragen die entsprechenden Veränderungen einen ¼ Prozentpunkt. Während die höheren Sätze bei Neuhypotheken sofort wirksam wurden, treten sie für bestehende Hypotheken und für Spargelder frühestens im Mai in Kraft.

Im vierten Quartal wurden Obligationenanleihen und Aktienemissionen in Höhe von insgesamt 10,8 Mrd. Franken aufgelegt (4. Quartal 1987: 10,0 Mrd.) Ein Drittel davon entfiel auf inländische Emittenten. Im Inlandbereich wurden Rückzahlungen von 2,8 Mrd. Franken (1,1 Mrd.) vorgenommen. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten belief sich damit auf 0,8 Mrd. Franken (2,0 Mrd.).

Gemessen am Gesamtindex der SNB stiegen die Aktienkurse im Laufe des vierten Quartals 1988 um knapp 4%. Damit lagen sie Ende Dezember rund 20% höher als vor Jahresfrist, aber immer noch rund 15% unter dem Niveau vor dem

Preissturz im Oktober 1987. Die Kursentwicklung blieb in den ersten Monaten 1989 weiterhin positiv.

Kapitalexport

Der bewilligungspflichtige Kapitalexport bildete sich im vierten Quartal weiter zurück. Er betrug 9,0 Mrd. Franken und lag damit um 20% unter dem Ergebnis des Vorjahresquartals. Die Kredite nahmen dabei um mehr als 50% ab. Das Anleihevolumen übertraf dagegen den Vorjahresstand um 5%. Es ist allerdings zu beachten, dass die Emissionstätigkeit 1987 infolge des Börsenkrachs deutlich zurückgegangen war; der Basiswert ist deshalb vergleichsweise tief. Da die Zinskonditionen für Emissionen in Schweizer Franken im Vergleich zu den hohen Geldmarktsätzen zu wenig attraktiv waren, engagierten sich die Investoren zum Teil am Geldmarkt. Wegen des zur Schwäche neigenden Frankens wurden auch Anlagen in anderen Währungen bevorzugt. Die Emissionstätigkeit war deshalb am Ende des Jahres schwach.

Im Jahre 1988 beliefen sich die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte auf 50,9 Mrd. Franken. Der Anteil der Anleihen vergrößerte sich zu Lasten der Kredite von 76% auf fast 79%. Die Tendenz zurück zum traditionellen Bankkredit, die 1987 beobachtet werden konnte, setzte sich somit nicht fort. Bei den Anleihen stieg der Anteil der Wandelanleihen markant von 19% im Jahre 1987 auf 28% im Jahre 1988. Die starke Zunahme war auf die lebhaftere Emissionstätigkeit japanischer Banken zurückzuführen, die

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 1. Q.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2. Q.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3. Q.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4. Q.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8

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

auf diese Weise ihre anrechenbaren Eigenmittel zu erhöhen suchten. Die japanischen Banken sind bestrebt, ihre eigenen Mittel auf das von der Zehnergruppe für international tätige Banken empfohlene Niveau anzuheben.

Der Anteil der westeuropäischen Schuldner am Emissionsvolumen stieg im Jahre 1988 auf 40%; im Jahre 1987 hatte er 35%, ein Jahr zuvor 25% betragen. Knapp ein Drittel des gesamten Emissionsvolumens entfiel auf Schuldner aus dem EG-Raum. Während sich auch der Anteil Japans leicht auf 39% erhöhte (1987: 37%), sank derjenige Nordamerikas (Vereinigte Staaten und Kanada) von 18% im Jahre 1987 auf 12%.

Bankbilanzen und Kredite

Der seit 1986 beobachtbare Kreditboom hielt unter dem Einfluss der günstigen Wirtschaftslage auch im vierten Quartal 1988 an. Das Kreditvolumen von 71 monatlich meldenden Banken lag Ende Jahr 14,1% über dem Vorjahresstand (1987: 10,1%). Ähnliche Wachstumsraten waren letztmals in der Hochkonjunktur von 1980/81 gemessen worden. Verschiedene Anzeichen deuten allerdings darauf hin, dass die Kreditentwicklung im gegenwärtigen Konjunkturaufschwung ihren Höhepunkt erreicht haben könnte. So blieb die Kreditzunahme im vierten Quartal sowohl im Vorquartals- als auch im Vorjahresvergleich hinter den entsprechenden Werten des dritten Quartals zurück. Ferner reichten die Zuflüsse an Publikumsgeldern seit September nicht mehr zur Finanzierung des Kreditgeschäfts aus. Die Banken bauten deshalb Finanzanlagen (im Geldmarkt und im Interbankgeschäft) ab, wie sie dies schon 1973/74 und 1980 – kurz vor konjunkturellen Höhepunkten – getan hatten. Die Schwierigkeiten, neue Kredite durch Publikumsgelder zu finanzieren, dürften die Banken im ersten Quartal 1989 im Entschluss bestärkt haben, verschiedene Zinssätze anzuheben.

Die Finanzanlagen (greifbare Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel, Geldmarktpapiere und Wertschriften) gingen im Vorjahresvergleich um 8,8% zurück. Die greifbaren Mittel (Giroguthaben, Noten, Postcheckguthaben) lagen mit 7,6 Mrd. Franken gut auf der Hälfte des Vorjahres-

standes von 13,7 Mrd. Franken. Das gesetzliche Minimum übertrafen sie dennoch um rund 80%. Ebenfalls kräftig abgebaut wurden die Geldmarktpapiere (-31,1%). Die Nettoguthaben im Interbankgeschäft waren Ende Dezember trotz des Rückgangs im vierten Quartal noch höher als vor Jahresfrist (20,9%). Die von den Eigenmittelvorschriften gegenüber Geldmarktpapieren leicht privilegierten Nettoguthaben im Interbankgeschäft hatten durch die Revision der Liquiditätsbestimmungen auf Anfang 1988 weiter an Attraktivität gewonnen, so dass die Banken die freiwerdenden Kassenbestände weitgehend im Interbankenmarkt plazierten. Ihre Wertschriftenbestände schliesslich bilanzierten die Banken Ende 1988 praktisch zum Vorjahreswert.

Die Publikumsgelder lagen Ende 1989 noch 8,1% über dem Vorjahresniveau, nachdem sie Mitte Jahr Wachstumsraten von über 10% erreicht hatten. Im dritten und vierten Quartal gingen (netto) insbesondere im Frankenbereich weniger neue Mittel ein. Die Attraktivität von Frankenanlagen bei Banken litt vor allem darunter, dass die Zinssätze auf Depots am Eurofrankenmarkt von März an rasch stiegen; die Festgeldsätze der Banken folgten ihnen nur verzögert und mit einem ungewöhnlich grossen Abstand von bis zu einem Prozentpunkt. Ebenfalls mit Verzögerung passten die Banken die Ausgabesätze ihrer Kassenobligationen an. Im Frankenbereich lagen in der Folge die Festgelder Ende Jahr noch 4%, die Sichteinlagen 2,2%, die Spareinlagen 7,1% und die längerfristigen Fremdgelder (Kassen- und Anleiheobligationen) 7,9% über den Vorjahresbeständen.

Die gesamte Bilanzsumme der 71 Banken wuchs 1988 um 6,3%. Die Treuhandgelder, die von den auch im Dollarraum höheren kurzfristigen Zinsen profitierten, nahmen im ganzen Jahr um 26,1% zu.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 10 mars 1989¹

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

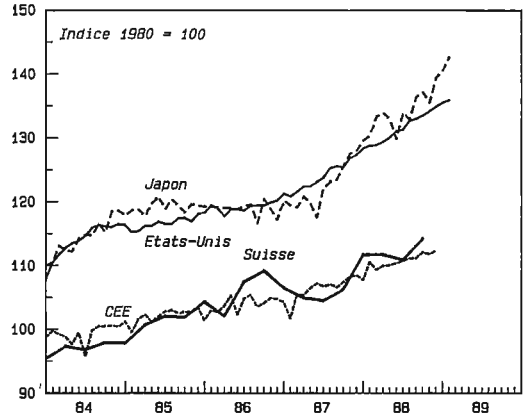
Evolution de la conjoncture

Dans les pays de l'OCDE, la croissance économique est restée vigoureuse au second semestre de 1988. Le taux d'utilisation des capacités de production a atteint, dans plusieurs pays, son niveau maximal du cycle conjoncturel précédent. Le Royaume-Uni a été le seul pays où la conjoncture intérieure a marqué des signes d'affaiblissement au quatrième trimestre; l'essor de l'économie britannique était cependant tel que ces signes ont été les bienvenus. L'optimisme continue de régner au sujet des perspectives économiques des grands pays industrialisés. La demande restant forte, l'inflation menace toutefois de s'accélérer dans de nombreux pays.

Aux Etats-Unis, le poids des composantes de la demande s'est modifié au second semestre. Alors que les principales impulsions étaient venues, en 1987 et dans la première moitié de 1988, des exportations et des investissements effectués par l'industrie manufacturière du fait de la forte demande étrangère, des taux de croissance supérieurs à la moyenne ont été observés, au troisième et au quatrième trimestres de 1988, pour la consommation, la construction de logements et les dépenses publiques; les investissements des entreprises ont diminué, et les exportations n'ont augmenté plus que faiblement. Dans les autres grands pays industrialisés, toutes les composantes de la demande sont restées orientées à la hausse, et l'expansion des investissements a été une fois encore particulièrement vigoureuse.

¹ Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1988 et janvier 1989

Graphique 1 : Production industrielle

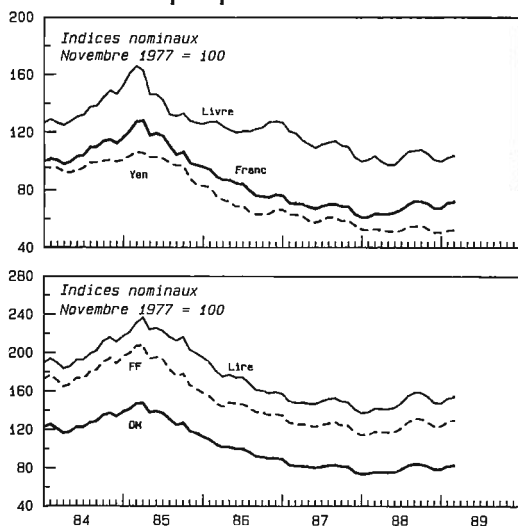


Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de la statistique

Grâce à la forte demande globale, l'emploi a progressé dans la zone de l'OCDE. En Europe continentale, le chômage ne s'est cependant résorbé que très légèrement, le nombre des personnes désireuses de trouver du travail ayant augmenté. Aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, le chômage a diminué à un niveau tel qu'il faut s'attendre, à la lumière des expériences faites dans les années septante, à une poussée des coûts salariaux.

Le léger repli des déséquilibres extérieurs, observé à partir du début de 1987, a cessé au second semestre de 1988. Le déficit de la balance courante américaine s'est de nouveau alourdi quelque peu, alors que les soldes actifs de la République fédérale d'Allemagne et du Japon ont augmenté. La forte propension à investir en Europe a stimulé les exportations allemandes. Quant à l'excédent de la balance courante japonaise, il s'est élevé grâce aux exportations accrues vers les Etats-Unis et la zone du Pacifique, mais aussi aux importations meilleur marché de produits pétroliers.

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



Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement s'est stabilisé, au quatrième trimestre, dans la plupart des pays industrialisés; la tendance sous-jacente à l'accélération de l'inflation persiste toutefois. La chute des prix pétroliers a contribué à cette accalmie. A la mi-octobre, les prix des produits pétroliers s'inscrivaient en effet à leur niveau le plus bas depuis 1986. L'augmentation qu'ils ont enregistrée depuis lors et le raffermissement du dollar pourraient pousser les taux d'inflation vers le haut, notamment en dehors des Etats-Unis, au premier trimestre de 1989. Dans de nombreux pays industrialisés, les prix à la consommation sont montés nettement en janvier.

Politique économique

A partir de l'automne, les banques centrales de plusieurs pays industrialisés – à l'exception de celles du Japon et d'Italie – ont accentué le caractère restrictif de leur politique monétaire pour lutter contre le danger d'une accélération de l'inflation et ralentir la croissance, trop vive, des agrégats monétaires. Les taux d'intérêt, en particulier les taux à court terme, ont alors augmenté rapidement. Entre août 1988 et janvier 1989, les rémunérations des dépôts à trois mois sur l'euro-

marché ont passé, en moyenne mensuelle, de 8,1% à 9,3% pour le dollar, de 4¼% à 5¼% pour le mark allemand et de 10,4% à 13,1% pour la livre sterling. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a préféré agir par l'intermédiaire d'opérations d'open market; elle n'a porté son taux de l'escompte de 6½% à 7% qu'à la fin du mois de février. Les banques centrales de la plupart des pays d'Europe continentale ont relevé leurs taux directeurs, à la mi-décembre et à la mi-janvier, en partie pour freiner le raffermissement du dollar.

Aux Etats-Unis, le nouveau gouvernement a présenté son projet de budget pour l'exercice 1989/1990; il prévoit une réduction massive du déficit public qui, de 170 milliards de dollars pour l'année budgétaire en cours, tomberait à 95 milliards. Cette baisse devrait être obtenue principalement grâce à un gel des dépenses militaires en termes réels. Le gouvernement table aussi sur une forte croissance économique et sur une baisse des taux d'intérêt. De nombreux observateurs jugent ce projet de budget peu réaliste.

Marchés des changes

De novembre 1988 à février 1989, le dollar des Etats-Unis s'est raffermi vis-à-vis des principales monnaies. Sa hausse a atteint 5,2% face au franc suisse, 3,6% face au mark allemand et 3,5% par rapport au franc français. Pendant ces quatre mois, le dollar valait en moyenne 125,4 yens japonais (130,1 yens un an auparavant), 1,80 mark allemand (1,67 mark) et 1,52 franc suisse (1,36 franc); quant à la livre sterling, elle s'est établie en moyenne à 1,79 dollar (1,79 dollar). Plusieurs banques centrales ont vendu de gros montants de dollars en janvier pour freiner la hausse de la monnaie américaine. Aucune tension notable n'est apparue au sein du Système monétaire européen (SME). Seule la Banque d'Italie est intervenue par moments sur les marchés des changes pour éviter que la lire ne monte trop et ne sorte des marges de fluctuations prévues.

Au quatrième trimestre de 1988, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 3,9% en termes nominaux et de

2,5% en termes réels à ses niveaux du trimestre correspondant de 1987. Pendant la même période, le yen s'est raffermi de 8,3% en termes nominaux et de 4,7% en termes réels, alors que le mark allemand a fléchi de 1,2% en termes nominaux et de 3,7% en termes réels. Quant au franc suisse, il a diminué de 5,2% en termes réels.

Coopération monétaire internationale et problèmes de l'endettement

Dans son dernier rapport sur l'endettement, la Banque mondiale signale que le produit national brut réel des pays en développement lourdement endettés a augmenté en moyenne de 2% en 1988, contre 1,6% l'année précédente. Contrairement aux pays industrialisés, les pays endettés n'ont donc pas pu renforcer notablement leur croissance économique; le revenu réel par habitant a même reculé. En 1988, la dette extérieure de l'ensemble des pays en développement s'est accrue de 3% pour atteindre 1320 milliards de dollars; l'année précédente, elle avait enregistré une expansion de 11%. Le ralentissement de la croissance est dû en partie au fait que le yen, le mark allemand et la livre sterling ont fléchi face au dollar, ce qui a influé sur la valeur, en dollars, des parts de la dette qui sont libellées dans ces monnaies. Il s'explique aussi par la diminution, sur des bases volontaires, de la dette (conversions et rachats avec décotes, etc.) et par la baisse de l'octroi de nouveaux prêts.

En 1988, la balance commerciale des pays latino-américains a dégagé un solde actif de 28 milliards de dollars, grâce à une sensible progression des exportations (+15% en volume). Toutefois, leur balance des paiements s'est détériorée, les versements d'intérêts ayant augmenté et l'afflux de fonds vers ces pays ayant diminué. Après avoir enregistré un excédent de 4,1 milliards, elle s'est soldée, en 1988, par un déficit de 3,3 milliards de dollars.

Le gouvernement brésilien a présenté, en janvier, un nouveau programme – le troisième depuis 1986 – pour lutter contre l'inflation galopante et assainir les finances publiques. Ce plan en-

globale un nouveau blocage des salaires et des prix et un train de mesures pour endiguer les dépenses publiques. Une nouvelle monnaie, le «cruzado novo», a été également créée; elle correspond à 1000 anciens cruzados. En février, le taux de renchérissement a diminué fortement. Le succès du programme de stabilisation est cependant toujours incertain à moyen terme, le parlement s'opposant à d'importantes mesures du gouvernement.

Ces dernières années, la Banque nationale a examiné à plusieurs reprises, en collaboration avec les autorités fédérales, la possibilité de renforcer la coopération avec le Système monétaire européen. En décembre, elle a demandé au Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) de lui accorder le statut de «tiers détenteur» d'Ecus. Le FECOM a répondu favorablement à cette demande en janvier. Ainsi, la Banque nationale a la possibilité de placer une partie des réserves monétaires en Ecus officiels. Elle souhaite, par l'acquisition d'Ecus officiels, montrer l'importance qu'elle attache au Système monétaire européen et apporter une contribution au renforcement des liens, sur le plan monétaire, entre la Communauté économique européenne et la Suisse.

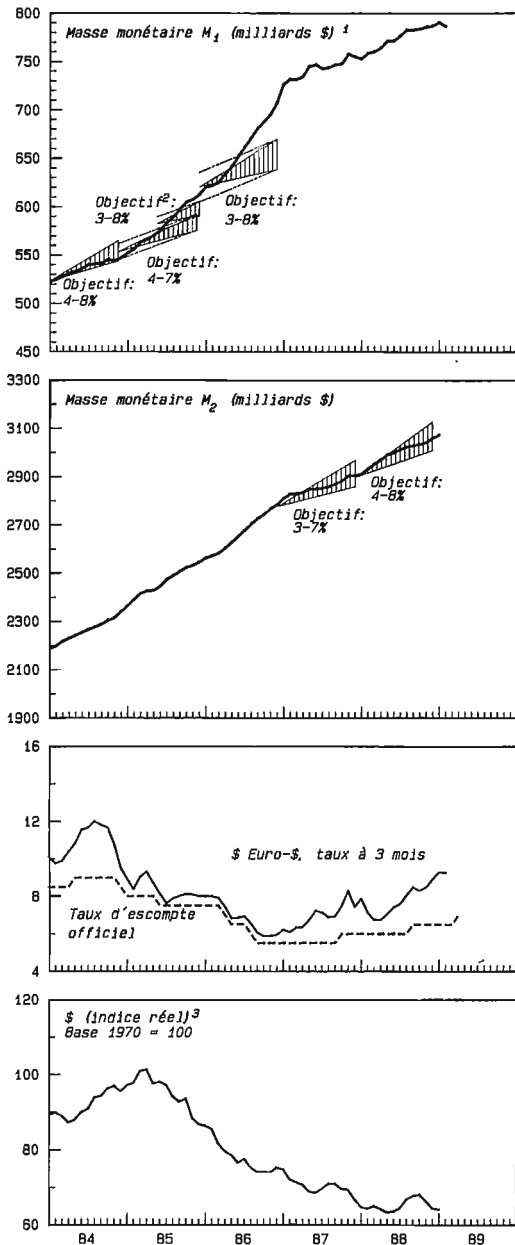
La Commission fédérale des banques a demandé aux banques suisses d'augmenter leurs provisions, à la fin de 1989, à 50% des crédits financiers accordés aux pays confrontés à des difficultés de paiement. Elle a cependant réduit à 10% le taux des provisions à constituer sur les crédits commerciaux dont la durée ne dépasse pas un an. Jusqu'à présent, ces crédits ont toujours été ponctuellement remboursés. Auparavant, le taux des provisions était uniforme et avait été porté, en plusieurs étapes, à 35% en 1988.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au quatrième trimestre de 1988, la conjoncture est restée bonne aux Etats-Unis. En taux annua-

Graphique 3: Etats-Unis



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

² Du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

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

lisé, le produit national brut réel n'a augmenté que de 2,0%, mais sa progression aurait atteint quelque 3,1% sans les conséquences, toujours fortes, de la sécheresse sur la production agricole. Les dépenses publiques se sont accrues de 9,3% en taux annualisé, alors qu'elles avaient fléchi de 5,2% au troisième trimestre. La croissance de la consommation privée a ralenti, passant de 3,9% au troisième trimestre à 2,8% le trimestre suivant, mais celle des investissements en constructions de logements s'est accélérée de 4,3% à 12,7%. Après avoir enregistré une hausse de 4,8% au troisième trimestre, les investissements des entreprises ont diminué de 4,6%.

Le raffermissement du dollar – au second semestre, son cours réel et pondéré par le commerce extérieur dépassait de 5% le niveau observé pour la première moitié de l'année – a influé toujours plus sur les échanges extérieurs. En taux annualisé, la progression des exportations réelles a diminué, selon la comptabilité nationale, de 14,5% au troisième trimestre à 2,8% au quatrième trimestre; quant aux importations, elles se sont accrues de 7%, contre 13,1% au trimestre précédent. Du troisième au quatrième trimestre, le déficit du commerce extérieur a passé, en chiffres annualisés, de 80 milliards de dollars à 90,3 milliards en termes nominaux et de 93,3 milliards à 100,7 milliards en termes réels. Pour l'ensemble de l'année, le solde passif de la balance commerciale s'est inscrit, en termes nominaux, à 93,2 milliards de dollars, contre 123 milliards en 1987.

Au quatrième trimestre, la production industrielle s'est accrue de 4% en taux annualisé. Dans les entreprises, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté encore vers la fin de l'année. Il atteignait 84,2% en décembre, contre 82,4% un an auparavant. Le taux de chômage a fléchi de 5,8% en décembre 1987 à 5,3% en décembre 1988. La progression de l'emploi est restée forte au sein de l'économie américaine. Le nombre des personnes occupées a augmenté de 3,7 millions en 1988. Quant au taux d'inflation, il s'est inscrit à 4,3% en moyenne du quatrième trimestre, contre 4,1% les trois mois précédents. Le renchérissement annuel moyen a été de 4,1% en 1988.

Le nouveau gouvernement a présenté, en février, son projet de budget pour l'exercice 1990, qui commencera le 1er octobre prochain. Les recettes devraient augmenter de 8,8% en termes nominaux, et les dépenses, d'à peine 1%. Le budget prévoit en particulier un gel des dépenses militaires, en termes réels, à leur niveau de l'exercice précédent. Le déficit budgétaire, estimé à 170,2 milliards pour l'exercice en cours, devrait ainsi être ramené à 94,8 milliards de dollars. Une diminution de cette ampleur ne sera toutefois guère possible sans une accélération de la croissance réelle et une baisse des taux d'intérêt. Deux mesures envisagées – la réduction de 28% à 15% du taux d'imposition des gains en capital et des freins aux dépenses dans le domaine social – se heurtent à des oppositions au sein du Congrès qui doit se prononcer sur le budget.

La Réserve fédérale est restée d'avis que la forte croissance recèle des dangers inflationnistes. Aussi a-t-elle continué à agir en vue de freiner l'expansion de la demande globale. Par une politique d'open market restrictive, elle a contribué à faire monter le taux d'intérêt des fonds fédéraux. Ce taux, qui s'établissait à 6,84% en janvier 1988, a passé pour la première fois depuis 1984 à plus de 9% au début de 1989. Les autres taux à court terme ont eux aussi augmenté, alors que les rémunérations à long terme n'ont guère varié du troisième au quatrième trimestre. Le rendement des emprunts d'Etat à long terme était de 9,11% à fin décembre, contre 9,17% à fin septembre. Les taux à court et long terme étaient donc à des niveaux très proches.

Au cours du second semestre, la croissance des agrégats monétaires a marqué progressivement un ralentissement. En chiffres annualisés et corrigés des variations saisonnières, la masse monétaire M_2 a augmenté de 3,8%, au quatrième trimestre, et M_3 , de 5,5%. Par rapport aux trois derniers mois de 1987, l'expansion de M_2 s'est inscrite à 5,3%, et celle de M_3 , à 6,2%. Ces deux agrégats ont donc progressé à des rythmes conformes à leur corridor de croissance, fixé entre 4 et 8% pour 1988.

Japon

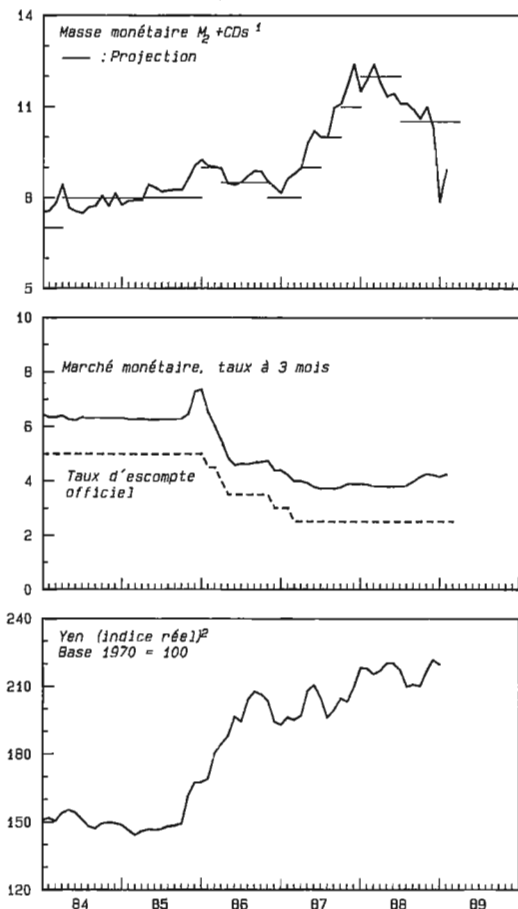
Au troisième trimestre, la conjoncture japonaise a acquis un nouvel élan. D'un trimestre à l'autre, le produit national brut réel a augmenté de 2,2%, après avoir fléchi de près de 1% au deuxième trimestre. Sa croissance a atteint 5,7% par rapport au troisième trimestre de 1987. La vigoureuse progression de la production industrielle et la légère baisse du nombre des chômeurs incitent à penser que l'économie japonaise a continué sur sa lancée pendant les trois derniers mois de 1988.

La demande intérieure a été le principal moteur de la conjoncture au troisième trimestre. L'augmentation des investissements des entreprises a été particulièrement vigoureuse. Par contre, les constructions de logements se sont repliées. De même, les investissements du secteur public ont diminué, après avoir contribué substantiellement à la croissance en 1987. La consommation privée est demeurée forte. Les exportations de biens et de services ont contribué elles aussi à l'expansion; après avoir fléchi au deuxième trimestre, leur volume a augmenté de 9% les trois mois suivants.

L'excédent de la balance commerciale a atteint 25 milliards de dollars au quatrième trimestre, contre 22,6 milliards le trimestre précédent. Son augmentation s'explique par la vigueur de la demande étrangère de biens d'équipement, mais aussi par la baisse des prix des importations de produits pétroliers. En 1988, la balance commerciale a dégagé un solde actif de 94 milliards de dollars, un montant légèrement inférieur au résultat de l'année précédente. Selon les statistiques douanières, l'excédent a diminué de 52 milliards à 48 milliards de dollars vis-à-vis des Etats-Unis, mais augmenté vis-à-vis des pays de la Communauté économique européenne. Quant à la balance courante, elle s'est soldée par un excédent de 79 milliards de dollars, contre 87 milliards en 1987. Ce repli relativement important est dû principalement au déficit accru de la balance des services.

Vers la fin de l'année, le renchérissement s'est accéléré légèrement pour s'inscrire, en moyenne, à 1% au quatrième trimestre. En

Graphique 4: 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)

moyenne annuelle, il a atteint 0,7% en 1988, contre 0,1% l'année précédente.

Le projet de budget qui a été présenté pour l'exercice qui commencera le 1er avril 1989 prévoit une croissance nominale des dépenses de 6,5%. En dépit de cette forte augmentation, le déficit public devrait être inférieur à celui de l'exercice précédent. En effet, le gouvernement japonais escompte d'importantes rentrées fiscales. Il table sur une croissance réelle du produit national brut de 4%. En outre, des recettes

supplémentaires viendront de la TVA de 3%, qui entrera en vigueur le 1er avril 1989. Cette taxe à la valeur ajoutée remplacera peu à peu d'autres impôts indirects, régionaux notamment.

L'expansion de la masse monétaire $M_2 + CD$ est restée forte au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1987, elle a progressé de 10,9% au troisième trimestre et de 10,6% au quatrième. La projection que la Banque du Japon a adoptée pour $M_2 + CD$ au premier trimestre de 1989 est de 10 à 11%. Les taux à court terme sont restés stables; le taux à trois mois («Gensaki») s'inscrivait à 4,24% en janvier, contre 4,26% en octobre. Pendant les mois d'octobre et de novembre, la Banque du Japon est intervenue à plusieurs reprises sur les marchés des changes en vue de maintenir le dollar au-dessus de 120 yens. Elle n'a effectué aucune intervention en décembre et en janvier.

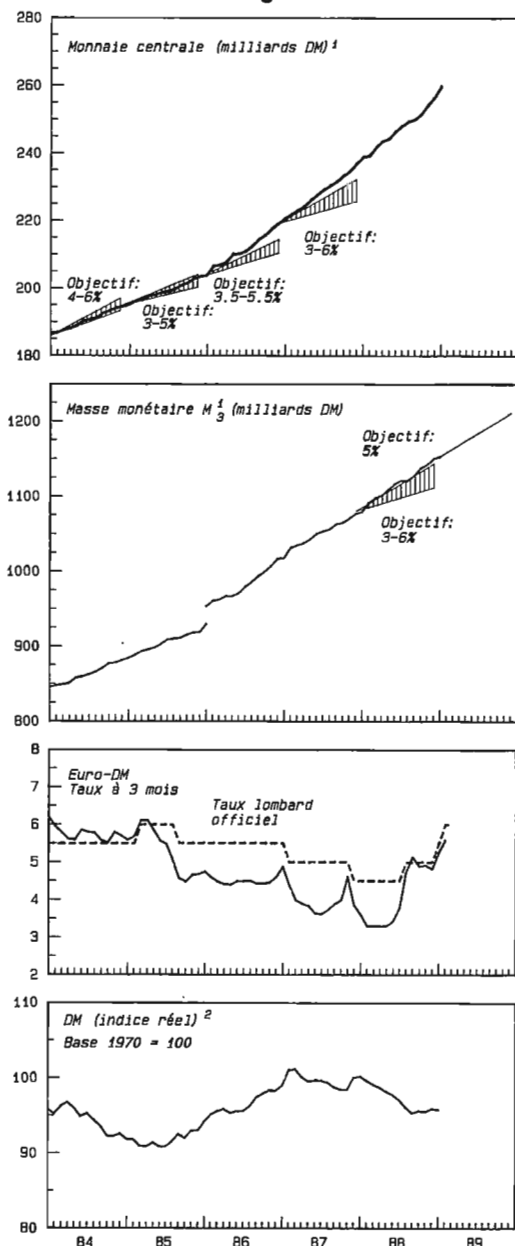
République fédérale d'Allemagne

La croissance de l'économie allemande s'est accélérée au troisième trimestre. Le produit national brut réel a augmenté de 1,5% d'un trimestre à l'autre et de 3,3% par rapport à la période correspondante de 1987. En 1988, sa hausse a atteint 3,4% selon des estimations provisoires; un taux aussi élevé n'avait plus été observé depuis 1979.

Au troisième trimestre, de fortes impulsions sont venues des investissements en biens d'équipement et des exportations; par rapport à la même période de 1987, les premiers ont progressé de 7% en termes réels, et les secondes, de 8,8%. La croissance des exportations de biens d'équipement vers les pays européens a été particulièrement vive. Par contre, les investissements en constructions ont stagné, après avoir enregistré une expansion vigoureuse au premier semestre. La consommation privée a augmenté de 1,8% seulement, bien que des allègements fiscaux soient entrés en vigueur au début de 1988.

Au quatrième trimestre, la production industrielle s'est stabilisée à son niveau élevé des trois mois précédents, mais les entrées de commandes ont augmenté. Tant les commandes des résidents

Graphique 5: 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)

que celles des non-résidents ont progressé. A relever également que l'industrie des biens d'équipement a reçu beaucoup plus de commandes que celle des biens de consommation. Au total, les entrées de commandes ont atteint un volume dépassant de 7,6% celui des trois derniers mois de 1987.

En valeur, les exportations ont augmenté de 12,7% du quatrième trimestre de 1987 à la période correspondante de 1988, et les importations, de 13,3%. L'excédent de la balance commerciale a atteint 33,3 milliards de marks, contre 29,7 milliards au quatrième trimestre de l'année précédente. Pour l'ensemble de l'année, il s'est inscrit à 128 milliards de marks, soit à un montant dépassant de 10 milliards le résultat de 1987. Sa progression a été sensible principalement vis-à-vis des pays européens, en particulier du Royaume-Uni, de la France et de l'Espagne. Vis-à-vis des Etats-Unis toutefois, l'excédent a reculé fortement. En moyenne annuelle, les exportations nominales ont augmenté de 7,7%, et les importations, de 7,4%. En volume toutefois, les premières ont progressé moins vigoureusement que les secondes, de sorte que l'excédent réel de la balance commerciale a fléchi en 1988. Quant à la balance courante, elle a dégagé un excédent de 85 milliards de marks, contre 80,8 milliards en 1987.

Sur le marché du travail, une amélioration a été observée au quatrième trimestre. L'emploi et le nombre de places vacantes ont augmenté, alors que le taux de chômage a fléchi; il s'inscrivait à 8% en janvier, contre 8,6% en octobre. Le nombre des chômeurs partiels a diminué de moitié entre fin 1987 et fin 1988.

Le taux de renchérissement, qui s'établissait à 1,2% au troisième trimestre, a passé à 1,5% au quatrième, puis à 2,6% en janvier. La forte hausse enregistrée au début de l'année est due à l'augmentation des prix pétroliers, augmentation qui a été renforcée par la faiblesse du mark vis-à-vis du dollar, et au relèvement de la taxe frappant les huiles minérales.

En 1988, les comptes de l'Etat fédéral se sont soldés par un déficit de 35,7 milliards de marks, soit un montant supérieur de quelque 6 milliards

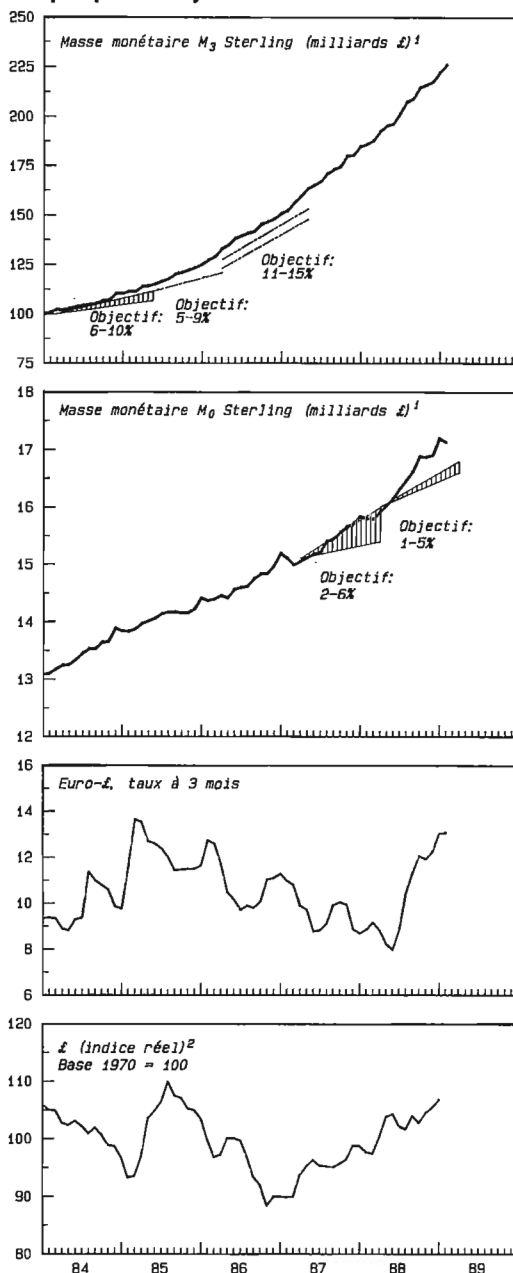
à ce qui figurait au budget. Ce dépassement peut être attribué principalement à deux facteurs; le bénéfice versé par la Banque fédérale d'Allemagne a été moins élevé que prévu et la contribution allemande à la Communauté économique européenne s'est accrue. Le déficit fédéral a correspondu à 1,7% du produit national brut, contre 1,4% en 1987.

Au quatrième trimestre, la Banque fédérale d'Allemagne a resserré les rênes monétaires. Les taux à court terme (dépôts à trois mois sur le marché des euro-marks), qui avaient fléchi légèrement en septembre, ont augmenté par la suite pour s'inscrire à 5,3%, en moyenne, en décembre; la hausse a été d'environ un demi-point. Le taux auquel la Banque fédérale d'Allemagne prend des effets en pension était proche de 5% dans la première quinzaine de décembre. Au milieu de ce mois, la banque centrale a porté son taux des avances sur nantissement de 5% à 5½%, afin de l'adapter à l'évolution des rémunérations servies sur le marché monétaire. Le 19 janvier, elle l'a augmenté à 6% et a également relevé le taux de l'escompte de 3½% à 4%. Entre les mois d'octobre et de décembre, la croissance de M_3 – l'objectif monétaire allemand est fixé en termes de M_3 – a fléchi légèrement. Cet agrégat dépassait, au quatrième trimestre, de 6,7% le niveau observé un an auparavant; la progression était ainsi supérieure à la fourchette de 3 à 6% choisie comme objectif. Le numéraire en circulation a augmenté à un rythme particulièrement élevé. A fin décembre, son taux annuel de croissance atteignait 14%. En 1989, la Banque fédérale d'Allemagne entend limiter à 5% la progression de M_3 . En choisissant un taux inférieur à la croissance effective que M_3 a enregistrée en 1988, elle montre son intention de lutter contre la reprise du renchérissement.

Royaume-Uni

Le produit intérieur brut réel a augmenté sensiblement au troisième trimestre; il dépassait de 3,4% le niveau de la même période de 1987. Au quatrième trimestre, la haute conjoncture, soutenue jusque-là par la demande intérieure, a faibli à cause des taux d'intérêt élevés. La demande de prêts hypothécaires – ces crédits servent pour

Graphique 6: 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)

une bonne part au financement de l'achat de biens de consommation – a diminué nettement, et la progression des dépenses privées de consommation a été elle aussi plus lente. Dans le commerce de détail, l'évolution du chiffre d'affaires au cours des prochains mois est jugée avec moins d'optimisme que précédemment. Du fait du raffermissement de la livre, le climat s'est assombri également dans l'industrie. Au quatrième trimestre, les entreprises interrogées escomptaient en majorité une détérioration de la marche des affaires. La production industrielle a stagné du troisième au quatrième trimestre, mais elle était encore d'environ 7% supérieure à son niveau des trois derniers mois de 1987.

Par rapport au trimestre précédent, la croissance du volume des importations a fléchi au quatrième trimestre. En comparaison annuelle toutefois, elle atteignait 15,6%. Les exportations ayant stagné, le déficit de la balance commerciale s'est creusé. De même, le solde passif de la balance courante a augmenté à 5,1 milliards de livres au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de l'année, il s'est inscrit à 14,3 milliards de livres, soit à environ 3% du produit intérieur brut; en 1987, il n'avait été que de 2,7 milliards de livres.

Au premier semestre, le nombre des personnes occupées dépassait de 1,5% le chiffre observé un an auparavant. Il a sans doute continué d'augmenter dans la seconde moitié de l'année, étant donné que le nombre des chômeurs a reculé nettement. Le taux de chômage a diminué, passant de 7,7% en septembre à 7,0% en janvier.

Le taux annuel de renchérissement a augmenté de 5,9% en septembre à 7,5% en janvier. Cette accélération est due en partie à la hausse des taux hypothécaires; au Royaume-Uni, contrairement à la plupart des autres pays industrialisés, ces taux entrent directement dans la composition de l'indice des prix à la consommation.

Les autorités monétaires britanniques ont maintenu le cours restrictif de leur politique monétaire au quatrième trimestre. Le taux d'intervention sur le marché monétaire est le principal instrument auquel elles recourent. La Banque d'Angleterre s'en sert pour influencer notamment sur le taux que les banques commerciales appliquent aux crédits accordés aux débiteurs de premier ordre

(taux de base). A fin novembre, les banques ont adapté une nouvelle fois leur taux de base; elles l'ont porté de 12% à 13%. Sur le marché des euro-livres, les taux à court terme ont augmenté vigoureusement en 1988. Depuis le mois de juillet, ils sont même supérieurs aux taux à long terme, lesquels ont diminué légèrement au cours de la seconde moitié de l'année. On peut en conclure que les anticipations inflationnistes ont marqué un repli grâce à la politique monétaire plus restrictive. Les rendements relativement bas des emprunts d'Etat à long terme s'expliquent aussi par le fait que ces titres sont devenus moins nombreux, étant donné les excédents budgétaires élevés. Au second semestre, le gouvernement britannique a réduit la dette publique par des rachats d'obligations. Une nouvelle réduction de la dette est prévue en 1989.

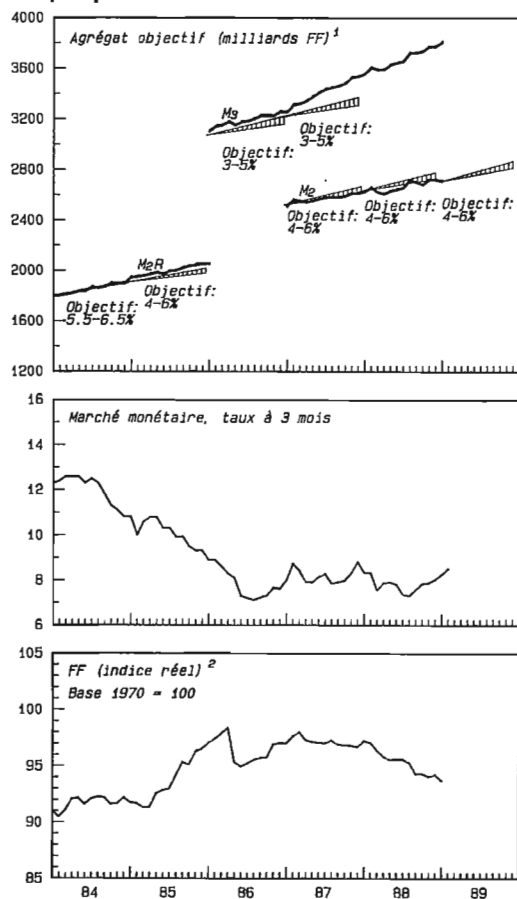
En taux annualisé, la croissance de la base monétaire (M_0) a passé de 7,6% au troisième trimestre à 8% au quatrième. Elle était ainsi nettement supérieure à l'objectif de 1 à 5%, adopté pour l'exercice budgétaire 1988/89. En revanche, les agrégats M_3 et M_4 ont augmenté à des rythmes inférieurs à ceux du troisième trimestre. Par rapport aux trois derniers mois de 1987, la progression de M_3 s'est inscrite à 17,8% et celle de M_4 à 17,5%.

France

Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% vis-à-vis du trimestre précédent et de 3,4% par rapport à la période correspondante de 1987. L'accélération de la croissance peut être attribuée principalement à la consommation privée – celle-ci avait stagné au premier semestre – et aux investissements. Les exportations ont perdu un peu de la vigueur qu'elles avaient au premier semestre. Néanmoins, elles ont continué à donner un important soutien à la conjoncture, leur volume ayant encore progressé de 5,9% par rapport au troisième trimestre de 1987. Stimulées par la fermeté de la demande intérieure, les importations se sont accrues de 7,1%.

La conjoncture favorable s'est maintenue au quatrième trimestre. Les commandes que l'industrie a reçues tant de l'étranger que du

Graphique 7: 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)

marché intérieur ont progressé. De même, la production industrielle a continué à augmenter. En moyenne des mois d'octobre et de novembre, elle dépassait de 4% le niveau observé un an auparavant. Selon une enquête de la Banque de France, la forte propension à investir a permis de réduire les goulets d'étranglement qui sont apparus dans certaines branches. Le taux de chômage s'inscrivait à 10,1% en décembre, contre 10,2% en septembre.

Au quatrième trimestre, les importations de marchandises dépassaient, en valeur, de 11,3% le chiffre de la même période de 1987, et les exportations, de 9,6%. Pour l'ensemble de l'année, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 33 milliards de francs français, montant qui est très proche de celui de 1987. Du fait de la forte demande de biens d'équipement, le solde passif des échanges de biens industriels a augmenté sensiblement. Quant à la balance courante, elle a enregistré un déficit de 12,3 milliards de francs français pour les onze premiers mois de l'année, contre 24,8 milliards pour la même période de 1987.

Le taux annuel de renchérissement a passé, en moyenne, de 2,8% au troisième trimestre à 3% les trois mois suivants. En moyenne annuelle, la hausse des prix s'est inscrite à 2,7%, taux qui est légèrement inférieur à celui de 1987, année où la libération des prix des services avait engendré une accélération passagère de l'inflation.

La masse monétaire M_2 – agrégat de référence de la politique monétaire de la Banque de France – dépassait de 3,8%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant. En 1988, son rythme de progression a donc été inférieur à la fourchette de 4 à 6% choisie comme objectif. Pour 1989, les autorités monétaires françaises ont annoncé leur intention de maintenir la croissance de M_2 entre 4 et 6%.

Les taux à court terme ont augmenté au quatrième trimestre. A la fin de l'année, ils étaient légèrement supérieurs aux taux à long terme. Cette évolution reflète la politique monétaire un peu plus restrictive de la Banque de France. A l'instar de maintes autres banques centrales, l'institut d'émission a relevé ses taux d'intervention sur le marché monétaire en décembre et en janvier; le taux des appels d'offres a passé ainsi de 7,25% à 8,25%. A fin janvier, les principales banques commerciales françaises ont porté de 9,25% à 9,6% le taux qu'elles appliquent à leurs débiteurs de premier ordre.

Italie

La conjoncture italienne est restée vigoureuse au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1987, le produit intérieur brut

réel a progressé de 3,9%. La croissance de la consommation privée a été particulièrement forte puisqu'elle a atteint 3,9%. La hausse substantielle du revenu réel a engendré notamment un net raffermissement de la demande de biens durables, et les ventes de voitures ont atteint des chiffres records. Par contre, l'augmentation des investissements a été relativement lente - 3,4% en termes réels - et les exportations ont stagné par rapport au troisième trimestre de 1987.

La production industrielle, qui avait augmenté de 4,6% du troisième trimestre de 1987 à la période correspondante de 1988, a marqué une accélération vers la fin de l'année. En moyenne des mois d'octobre et de novembre, elle dépassait de 6,3% le niveau enregistré un an auparavant. Le chômage est resté inchangé, pendant toute l'année, à 12%.

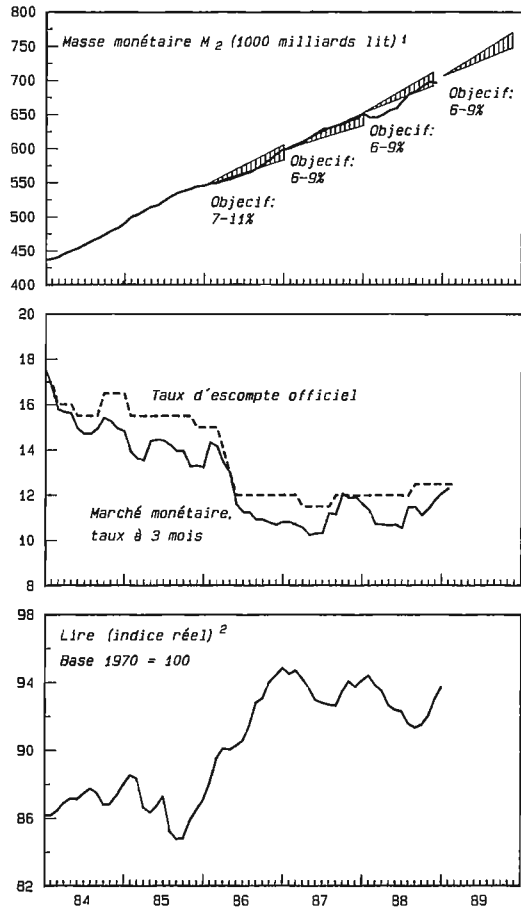
En valeur, les importations se sont accrues de 5,6% du quatrième trimestre de 1987 à la même période 1988. Les exportations ayant diminué, le déficit de la balance commerciale a atteint 2910 milliards de lires au quatrième trimestre, contre 1444 milliards le trimestre précédent et seulement 277 milliards au quatrième trimestre de 1987. Pour l'ensemble de 1988, le solde passif s'est inscrit à 12863 milliards de lires, contre 11 143 milliards l'année précédente.

Au quatrième trimestre, l'indice des prix à la consommation était de 5,5% supérieur au niveau observé un an auparavant. Au troisième trimestre, la hausse avait été de 5,3%.

En 1988, les comptes de l'Etat se sont soldés par un excédent de dépenses de 124 000 milliards de lires, soit 12% du produit intérieur brut. Ce déficit est plus élevé que les 103 500 milliards qui avaient été prévus. En 1989, le déficit devrait être réduit de 7000 milliards de lires, donc ramené à 117 000 milliards. Cet objectif est généralement considéré comme trop optimiste.

La masse monétaire M_2 dépassait de 8,6%, au quatrième trimestre, son niveau de la même période de 1987. Elle était donc à la limite supérieure de la fourchette de 6 à 9%, alors qu'elle était restée inférieure à cette marge de croissance au premier semestre. Les crédits ac-

Graphique 8: 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)

cordés au secteur privé se sont accrues de 16,7% par rapport au quatrième trimestre de 1987. En moyenne annuelle, ils ont progressé de 15,5%, soit à un rythme nettement plus élevé que les 6 à 10% qui avaient été choisis comme objectif. Au dernier trimestre de 1988, la rémunération des bons du Trésor est restée stable. Le taux à six mois (BoT) s'inscrivait à 11,4% en décembre. Contrairement à d'autres banques centrales européennes, la Banque d'Italie a maintenu son taux de l'escompte inchangé depuis la fin du mois d'août.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1985	1986	1987	1988	1988		1988			1989
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	3,5	1,9	3,7	4,1	4,1	4,3	4,2	4,2	4,4	4,7
Japon	2,0	0,6	0,1	0,7	0,6	1,1	1,1	1,2	0,9	1,1
Rép. féd. d'Allemagne	2,2	–0,2	0,2	1,2	1,2	1,5	1,3	1,6	1,6	2,6
Royaume-Uni	6,1	3,4	4,2	4,9	5,5	6,5	6,4	6,4	6,8	7,5
France	5,8	2,7	3,1	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	3,1	3,3
Italie	8,6	6,1	4,6	5,0	4,9	5,2	4,7	5,3	5,5	5,7
Suisse	3,4	0,8	1,4	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2

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

	1985	1986	1987	1988	1988		1988			1989
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	7,1	6,9	6,2	5,5	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,4
Japon	2,6	2,8	2,8	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,3	9,0	8,9	8,7	8,8	8,5	8,6	8,5	8,3	8,0
Royaume-Uni b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	7,9	7,5	7,7	7,5	7,2	7,0
France b)	10,2	10,5	10,6	10,2	10,2	10,1	10,1	10,0	10,1	10,1
Italie b)	10,6	11,0	12,0	12,0	12,1c)	11,9c)	11,9	–	–	–
Suisse	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6

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)

	1985	1986	1987	1988a)	1987		1988a)			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Etats-Unis	– 117,7	– 140,6	– 154,0	–	– 43,4	– 33,5	– 36,9	– 33,7	– 30,9	–
Japon	49,2	85,8	87,0	79,5	19,9	20,5	23,1	16,8	17,8	21,5
Rép. féd. d'Allemagne	16,4	39,2	44,8	48,3	10,9	10,3	9,3	15,7	11,9	11,4
Royaume-Uni	3,8	– 0,1	– 3,0	25,4	– 1,5	– 2,2	– 5,0	– 5,1	– 6,0	– 9,4
France	– 0,2	2,9	– 5,0	–	– 1,1	– 2,6	1,0	0,0	– 1,1	–
Italie	– 4,1	2,2	– 1,0	–	– 1,2	– 1,7	0,4	–	–	–
Suisse b)	5,0	6,9	7,3	6,2	1,3	1,9	3,2	1,1	0,7	1,4

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

En Suisse, la croissance économique n'a pas ralenti son rythme au quatrième trimestre de 1988. Le produit intérieur brut réel dépassait de 2,7% son niveau de la période correspondante de 1987, contre 2,8% au troisième trimestre. Toutes les composantes de la demande ont contribué à la croissance. En raison de la vigueur de la demande intérieure, les importations ont augmenté dans une mesure nettement plus rapide que les exportations. La balance commerciale s'est donc soldée par un déficit de 1,8 milliard de francs environ au quatrième trimestre de 1988 et de 8,3 milliards de francs en 1988.

Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a été nettement supérieur à celui de l'année précédente, selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Il s'est élevé à un niveau particulièrement haut dans les entreprises à vocation exportatrice. L'emploi s'est encore amélioré dans les services et la construction, mais n'a guère varié dans l'industrie.

Mesuré par l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est chiffré à 1,8% au dernier trimestre de 1988, contre 1,9% au troisième. La stabilité des prix des marchandises importées a eu un effet modérateur sur l'inflation. Cette situation a changé au début de 1989. En janvier, la forte croissance de l'indice des prix à la consommation (2,2%) a découlé du renchérissement des biens étrangers.

Pour 1989, la Banque nationale s'est fixé un objectif monétaire visant une croissance de 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée. Compte tenu de l'évolution probable de la demande et des prix, cet objectif se traduira en 1989 par une politique plus restrictive que les deux années précédentes. Depuis le mois de novembre, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté très rapidement. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé de 3¼% à fin octobre à 5¾% au mois de février; à partir de novembre, il a fluctué au-dessus du rendement

des emprunts fédéraux à long terme. En décembre et en janvier, la Banque nationale a relevé, en coordination avec d'autres banques centrales, les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement. Au mois de janvier, les banques ont adapté les taux des prêts hypothécaires et des fonds d'épargne au plus haut niveau des rémunérations.

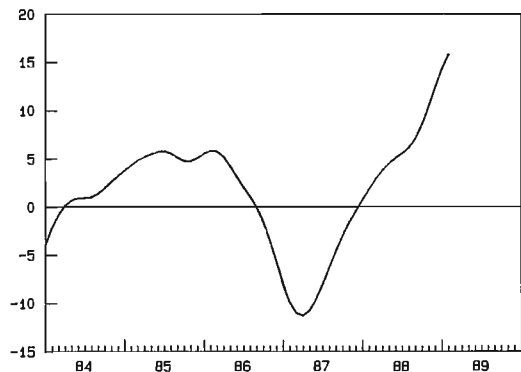
Durant les deux premiers mois de 1989, la monnaie centrale dessaisonnalisée a reculé légèrement par rapport à son niveau moyen du quatrième trimestre de 1988. Cette évolution ne signifie toutefois pas que l'objectif de 2% ne sera pas respecté en 1989.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

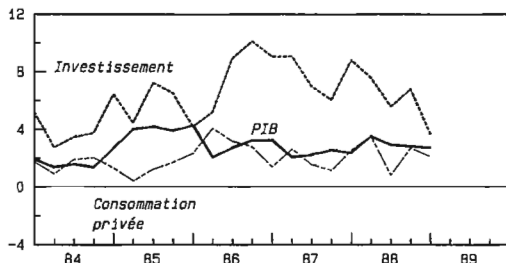
Au quatrième trimestre de 1988, le produit intérieur brut réel s'est inscrit à 2,7% au-dessus du niveau enregistré une année auparavant. Sa croissance n'a quasiment pas varié par rapport au trimestre précédent. En 1988, le produit inté-

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



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

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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹

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

rieur brut réel a progressé de 3%, contre 2,3% en 1987.

Cette expansion reposait, au quatrième trimestre également, sur une large assise, puisque la consommation, la demande étrangère et les investissements l'ont stimulée. Les taux de croissance des exportations ainsi que des investissements – biens d'équipement et constructions – n'ont cependant pas été aussi élevés que le trimestre précédent.

Les indicateurs de la production ont reflété la bonne conjoncture. La production industrielle s'est accrue de 8% au quatrième trimestre de 1988. Selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté d'un point dans l'industrie, en l'espace d'une année et en données corrigées des variations saisonnières. Il a passé ainsi à 88,6%, contre 88,1% au troisième trimestre de 1988. Dans les entreprises à vocation exportatrice, il a même atteint 91,6%. Depuis le début de 1988, le taux d'utilisation a progressé continuellement.

L'indicateur sur la «marche des affaires dans l'industrie», établi chaque mois par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est encore amélioré nettement par rapport au trimestre précédent. Les entrepreneurs estiment que la situation économique est favorable. Car l'augmentation des entrées de commandes, notamment dans l'industrie d'exportation, et celle des carnets de commandes laissent entrevoir le proche avenir avec optimisme.

Consommation privée

Au quatrième trimestre de 1988, la consommation privée a progressé de 2,1%, en termes réels, par rapport à la même période de 1987. Sa croissance a faibli un peu du troisième (2,7%) au quatrième trimestre. En 1988, les dépenses de consommation ont augmenté de 2,3% en moyenne.

Comme l'évolution du chiffre d'affaires du commerce de détail le montre, les dépenses consacrées aux achats de biens non durables n'ont guère varié en l'espace d'une année. En revanche, la demande de biens durables, notamment de voitures particulières, a enregistré une forte hausse. Dans le secteur des services, le nombre des nuitées de touristes suisses a augmenté notablement.

Il ressort de l'enquête effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que le commerce de détail prévoit toujours une évolution favorable de ses affaires. Tout en restant vigoureuse, la demande de biens de consommation durables devrait toutefois faiblir un peu d'après cette enquête. Calculé par l'Office fédéral des questions conjoncturelles, l'indice de janvier 1989 du climat de consommation indique que les consommateurs s'attendent aussi au maintien du bon climat conjoncturel.

Investissements

L'expansion annuelle des investissements s'est établie à 3,7% en termes réels au quatrième trimestre de 1988. Les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 4,5%, et ceux en constructions de 3,2%. En 1988, les investissements se sont accrus de 5,8%, contre 7,6% l'année précédente.

Observé au quatrième trimestre de 1988, le léger ralentissement de la croissance des investissements en constructions est dû principalement à deux facteurs. Premièrement, le secteur de la construction avait enregistré un niveau élevé d'activité à la fin de 1987. Secondement, il n'était plus en mesure d'accroître la production en raison du manque de main-d'œuvre. Une enquête

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

	1984	1985	1986	1987	1987		1988			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,6	8,7	14,5	10,0	5,7	19,0	-	-	-	-
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	-6,4	-15,0	3,2	-13,2	-0,2	-31,6	24,4	9,2	-13,8	-18,4
Logements construits dans 96 villes	6,9	-2,3	-1,5	-16,3	-6,8	-15,7	-11,0	13,6	-15,2	-18,0
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume des projets	-8,0	34,4	21,8	-0,1	-25,0	-3,5	-14,3	-32,0	-0,6	-15,7
- nombre de projets	31,5	12,6	5,2	0,1	-10,8	-0,6	7,5	-24,0	-1,0	1,1

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

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

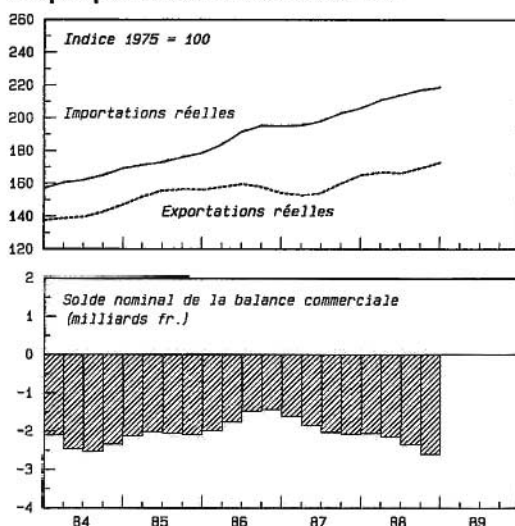
de la Société suisse des entrepreneurs confirme cette situation. Elle relève que les projets de constructions et la réserve de travail ont progressé sensiblement dans cette branche. Le niveau toujours aussi élevé des entrées de commandes confiées à l'industrie des machines par des résidents et les importations croissantes de biens d'investissement laissent présager que les investissements en biens d'équipement continueront de croître à un rythme vigoureux.

Commerce extérieur et balance courante

Au quatrième trimestre de 1988, les exportations de marchandises (sans les métaux précieux) ont augmenté de 8,2% (en termes réels: 4,9%) par rapport au niveau observé un an auparavant, et les importations, de 10,9% (en termes réels: 5,7%). En 1988, les exportations ont progressé en moyenne de 8,6% en termes nominaux et de 7% en termes réels, et les importations, de 9,9% en termes nominaux et de 8% en termes réels (estimations de l'Office fédéral pour les questions conjoncturelles). En 1987, les importations s'étaient accrues de 2,9% en termes nominaux et de 5,8% en termes réels.

La répartition par pays des ventes à l'étranger (y compris les métaux précieux) n'a pas varié du troisième au quatrième trimestre. Les livraisons à la France et à la Grande-Bretagne ont augmenté dans une mesure particulièrement forte. Après avoir ralenti légèrement au troisième tri-

mestre, la croissance des exportations vers l'Allemagne fédérale a retrouvé, au quatrième trimestre, le rythme du premier semestre de 1988. La même évolution, soit un ralentissement de la croissance suivie d'une reprise, a caractérisé les exportations de biens vers les Etats-Unis. La répartition par branches montre que les exportations de produits horlogers ont de nouveau enre-

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

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 I 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)

	1985	1986	1987	1988	1987		1988			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
			a)	*)	a)	a)	*)	*)	*)	*)
Recettes										
Exportations de marchandises	69,1	69,2	69,5	76,3	16,4	19,3	18,3	18,8	18,3	20,9
Commerce spécial (indice I)	66,6	67,0	67,5	74,1	15,9	18,8	17,7	18,3	17,8	20,3
Autres exportations de marchandises ²	2,4	2,2	2,0	2,2	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6
Exportations de services	20,0	19,9	20,7	20,8	6,4	4,0	5,5	4,9	6,3	4,2
Revenus de facteurs ³	28,6	27,0	27,7	28,8	7,1	7,0	7,1	7,0	7,2	7,4
Transferts sans contrepartie	2,5	2,8	2,8	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total	120,1	118,9	120,8	128,7	30,6	31,1	31,6	31,5	32,5	33,1
Dépenses										
Importations de marchandises	77,8	76,6	78,1	85,5	18,9	20,9	20,1	21,5	21,0	22,9
Commerce spécial (indice I)	74,8	73,5	75,2	82,4	18,3	20,2	19,3	20,8	20,2	22,1
Autres importations de marchandises ²	3,0	3,1	2,9	3,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
Importations de services	10,3	9,8	10,3	10,9	4,1	2,0	1,6	2,8	4,4	2,1
Revenus de facteurs ³	15,2	15,4	16,6	17,6	4,2	4,3	4,2	4,3	4,5	4,7
Transferts sans contrepartie	4,5	4,7	5,1	5,4	1,4	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3
Total	107,7	106,5	110,0	119,5	28,6	28,4	27,1	30,0	31,3	31,1
Solde de la balance des transactions courantes	12,4	12,3	10,8	9,1	2,1	2,7	4,4	1,5	1,1	2,1

a) Chiffres provisoires

*) Selon de premières estimations

¹ En milliards de francs: des différences pouvant 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

gistré la plus forte croissance (14,5%); quant à l'expansion des ventes à l'étranger de la métallurgie, elle a aussi été très soutenue.

Les achats de biens à l'étranger sont restés à un niveau élevé. Cette évolution s'explique principalement par une croissance des importations de voitures particulières ainsi que de biens d'investissements (machines et appareils). Dans le domaine des matières premières et des produits semi-ouvrés, les importations de produits chimiques ont augmenté notablement; par contre, celles d'agents énergétiques ont de nouveau faibli en valeur.

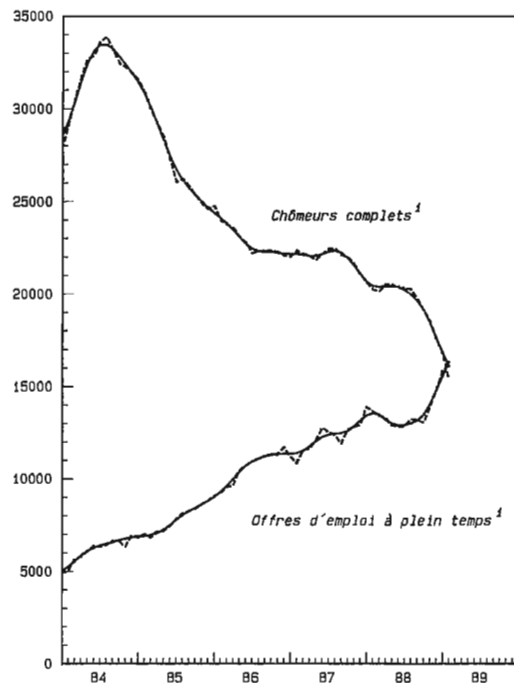
L'excédent de la balance des transactions courantes a passé à 2,1 milliards de francs au quatrième trimestre de 1988, diminuant de 0,6 milliard par rapport à la période correspondante de 1987. Comme les importations de biens ont progressé plus fortement que les exportations, le déficit du trafic de marchandises (commerce spécial et autres postes) s'est alourdi de 0,4 milliard pour atteindre 2 milliards de francs.

Les soldes des autres composantes de la balance courante n'ont guère varié. L'excédent de la balance des services s'est accru de 0,1 milliard, alors que le déficit de la balance des transferts unilatéraux se creusait du même montant. Le solde de la balance des revenus de facteurs est resté inchangé, car l'augmentation des revenus de capitaux a compensé approximativement celle des salaires versés aux frontaliers étrangers. En 1988, la balance courante a dégagé un excédent de 9,1 milliards de francs, contre 10,8 milliards en 1987.

Emploi et marché du travail

Au dernier trimestre de 1988, l'emploi a accusé une hausse de 1,2% par rapport au niveau observé une année auparavant. Il s'est fortement amélioré dans les services, puisqu'il a atteint un taux de croissance de 1,6%. Dans la construction, il a progressé de 1,2%, et dans l'industrie, de 0,4%. En 1988, le nombre des personnes occupées a augmenté de 1,2% en moyenne; il s'est accru dans les services et dans la construction, mais a stagné dans l'industrie.

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

Le taux de chômage – corrigé des variations saisonnières – est resté à 0,6% au quatrième trimestre; par rapport à la même période de 1987, le nombre de chômeurs complets a encore diminué. Les places vacantes annoncées aux offices du travail ont été encore plus nombreuses à la fin de 1988, car elles dépassaient de 11,7% le niveau observé un an auparavant. Depuis le début de 1989, les heures de travail perdues pour cause de chômage partiel ont de nouveau reculé en données corrigées des variations saisonnières. L'offre de main-d'œuvre semble maintenant épuisée.

Prix et salaires

La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation a atteint 1,8% au dernier trimestre de 1988. Le renchérissement a donc diminué,

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

	1984	1985	1986	1987	1988					1989
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	jan.
Indice de l'emploi ¹	- 0,4	0,8	1,0	1,2	1,1	1,2	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2, 3}	1,0	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Chômeurs ³	32 061	27 025	22 770	21 918	17 521	17 584	16 791	17 521	18 440	18 893
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	11 231	2 133	2 058	4 142	2 046	6 694	3 044	2 495	1 155	1 002
Offres d'emploi à plein temps ³	6 269	7 898	10 734	12 348	13 871	14 023	14 119	14 192	13 757	14 943

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)

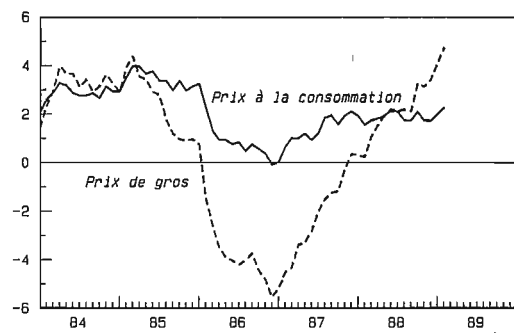
³ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

puisqu'il s'était inscrit à 2,1% au deuxième trimestre et à 1,9% au troisième. Ce léger repli s'explique surtout par la baisse de 5,2% des prix du groupe «chauffage et éclairage». En l'espace d'une année, les prix des biens indigènes ont augmenté de 2,4%, contre 2,7% au troisième trimestre. Quant aux prix des biens importés, ils n'ont guère fluctué. Les prix des services ont de nouveau progressé plus nettement (2,7%) que ceux des marchandises (0,9%).

En janvier, le taux d'inflation s'est élevé à 2,2%. Outre les prix des services publics, ceux des marchandises importées ont enregistré les plus fortes hausses.

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

Au dernier trimestre de 1988, l'indice des prix de gros s'est inscrit 3,5% au-dessus du niveau relevé un an auparavant. L'augmentation des prix des textiles ainsi que des métaux et produits métallurgiques a été particulièrement prononcée; elle s'est chiffrée à 7,2% pour les premiers et à 12,6% pour les seconds. En revanche, l'indice des produits énergétiques et connexes a reculé de 1,1%. Au quatrième trimestre, l'expansion annuelle des prix des biens importés a atteint 5%, une hausse qui a contribué largement à celle de l'indice global.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs ont progressé au quatrième trimestre de 3,4% en termes nominaux. Abstraction faite du renchérissement, qui est mesuré par l'indice des prix à la consommation, les salaires réels se sont accrus de 1,6%.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au quatrième trimestre de 1988, la monnaie centrale ajustée s'est établie 8,7% au-dessus du niveau de la période correspondante de 1987. Cette évolution s'explique en premier lieu par le recul de la demande d'avoirs en comptes de virements, dû à l'introduction des nouvelles prescriptions sur les liquidités bancaires, et par l'ex-

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1, 3}	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1, 4}	Variation en % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	-33,9	31 486	66	31 420	-3,9
1988 1 ^{er} trim.	25 525	3,6	7 620	-9,3	33 145	125	33 020	1,3
1988 2 ^e trim.	25 516	4,3	5 627	-34,3	31 143	47	31 096	-3,6
1988 3 ^e trim.	25 660	4,5	5 247	-37,8	30 906	50	30 856	-4,5
1988 4 ^e trim.	26 574	4,3	4 175	-54,0	30 749	41	30 708	-8,7
1988 octobre	25 792	4,4	4 310	-47,9	30 102	0	30 102	-6,5
1988 novembre	26 008	4,3	4 014	-53,7	30 022	0	30 022	-8,6
1988 décembre	27 923	4,2	4 200	-60,5	32 123	123	32 000	-11,0
	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1, 3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1, 5}	Variation en % ⁶
1988 4 ^e trim.	26 574	4,3	4 175	-54,0	30 749	1,015	30 308	—
1989 janvier	27 117	4,9	3 894	-56,1	31 011	1,029 ^p	30 137 ^p	-3,3 ^p
1989 février	26 439	4,8	3 775	-49,0	30 214	0,999 ^p	30 244 ^p	-0,8 ^p

¹ Moyenne des valeurs mensuelles; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

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

³ Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

⁴ Monnaie centrale ajustée = monnaie centrale - crédits destinés aux échéances

⁵ Monnaie centrale dessaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

⁶ Taux de variation annualisé, calculé par rapport à la valeur moyenne de la monnaie centrale dessaisonnalisée au quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes arithmétiques des valeurs mensuelles.

^p chiffre provisoire

tension du système électronique de paiements interbancaires SIC. Les avoirs en compte de virements - abstraction faite des crédits destinés aux échéances - ont fléchi de 60% en l'espace d'une année. En revanche, l'expansion des billets en circulation est restée vive (4,2%), bien qu'elle ait faibli légèrement par rapport au troisième trimestre (4,5%). Ce fait mérite d'être relevé, car la demande de billets s'accroît généralement durant les derniers mois des années paires, en raison du cycle bisannuel des déclarations fiscales.

En 1988, les billets en circulation ont augmenté de 4,2% en moyenne, alors que les avoirs en comptes de virements reculaient de 33,9%. Quant à la monnaie centrale ajustée, elle a diminué de 3,9%.

Pour 1989, l'objectif monétaire n'est plus défini en termes de monnaie centrale ajustée, soit la monnaie centrale, après déduction des crédits

destinés aux échéances, mais en termes de monnaie centrale dessaisonnalisée. A la suite de l'introduction des nouvelles prescriptions sur les liquidités, les banques ne recourent plus aux liquidités supplémentaires de l'institut d'émission en vue des échéances mensuelles ordinaires. Quant aux crédits accordés aux échéances trimestrielles, ils ont été si négligeables que l'ajustement opéré jusqu'ici ne se justifie plus. En 1988, les crédits destinés aux échéances ont fléchi de 86,2% par rapport à 1987. Du fait du net recul de la monnaie centrale en 1988, les taux de variation calculés en 1989 par rapport aux mois correspondants de l'année précédente sont soumis à un effet de base. L'objectif de croissance monétaire est donc défini comme la moyenne des taux de variation calculés chaque mois par rapport au niveau moyen de la monnaie centrale au quatrième trimestre de 1988 et annualisés. La nouvelle méthode d'ajustement est précisée dans le Bulletin mensuel no 2 de la Banque nationale, février 1989.

En janvier, la monnaie centrale dessaisonnalisée a reculé de 0,5% par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de 1988, ce qui correspond à une baisse de 3,3% en taux annualisé. Au mois de février, elle a enregistré des taux de variation de respectivement - 0,2% et - 0,8%. Cette évolution s'explique en partie par la nouvelle méthode d'ajustement qui met davantage en évidence les variations de la monnaie centrale de la fin de l'année. En outre, la Banque nationale a resserré légèrement les rênes de sa politique monétaire au début de 1989. La monnaie centrale ne s'est toutefois pas éloignée du sentier de croissance fixé pour 1989.

Au quatrième trimestre, les masses monétaires M_1 et M_2 ont augmenté de 8,2% et 4,5% par rapport à la période correspondante de 1987, contre 14% et 7,9% au troisième trimestre. Ce fléchissement est dû surtout à un effet de base. Après le krach boursier d'octobre 1987, les investisseurs avaient placé temporairement un vo-

lume important de fonds en attente sous forme de dépôts bancaires à court terme, si bien que les dépôts à vue et à terme, qui entrent dans la composition de M_1 et de M_2 , avaient progressé fortement. C'est pourquoi les taux de croissance de ces dépôts se sont repliés une année plus tard. Au quatrième trimestre, ils ne se sont établis qu'à 9,4% pour les dépôts à vue et à 0,5% pour ceux à terme, contre 18% et 1,7% trois mois auparavant. De même, la croissance des fonds d'épargne a passé de 11,4% au troisième trimestre à 8,8% au quatrième; ce ralentissement s'explique surtout par l'écart croissant entre les rémunérations servies sur ces fonds et celles des autres possibilités de placement. Comme l'expansion de toutes les principales composantes de M_3 a ralenti, la croissance de cet agrégat s'est inscrite, au quatrième trimestre, à 6,8% par rapport au niveau observé une année auparavant, contre 9,8% au troisième trimestre.

Marché monétaire

Les avoirs en comptes de virements à la Banque nationale se sont inscrits en moyenne à 4,2 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 5,2 milliards au précédent. En janvier, ils ont fléchi à 3,8 milliards de francs. Ce recul a découlé de la plus faible demande de liquidités des banques et de la politique monétaire plus restrictive de la Banque nationale. Les 19 décembre 1988 et 20 janvier 1989, la Banque nationale, en coordination avec d'autres banques centrales, a relevé de 3 à 3½% et de 3½ à 4% le taux officiel de l'escompte. Aux mêmes dates, elle a porté le taux des avances sur nantissement de 5 à 5½% et de 5½ à 6%, afin de le maintenir au-dessus des rémunérations à court terme.

La tendance à la hausse des rémunérations à court terme, qui est observée depuis le deuxième trimestre de 1988, a persisté au cours des trois derniers mois de l'année - notamment en novembre et en décembre - ainsi qu'au début de 1989. Le taux de l'argent au jour le jour a passé de 2,5%, en moyenne, au troisième trimestre à 3,8% au suivant, et la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs de 3,7% à 4,3%. A la mi-février, le taux de ces dépôts atteignait 5,6%.

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
1988	14,5	7,9	9,8
1988 1 ^{er} trim. ²	17,4	10,2	11,2
1988 2 ^e trim. ²	18,5	8,9	11,2
1988 3 ^e trim. ²	14,0	7,9	9,8
1988 4 ^e trim. ²	8,2	4,5	6,8
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
1988 novembre ²	9,5	4,8	7,2
1988 décembre ²	3,8	3,9	5,7
1989 janvier ²	- 1,0	9,7	6,5

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.

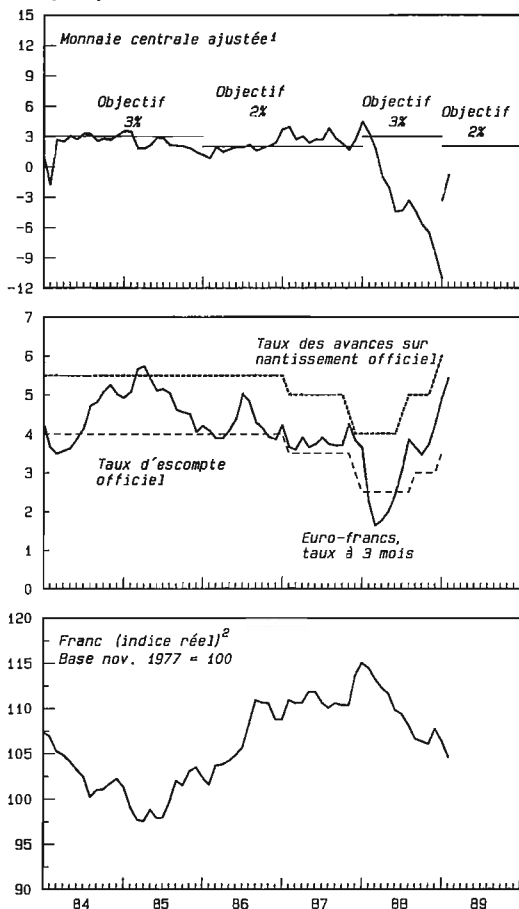
² Chiffres provisoires

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

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

M_3 = M_2 + dépôts d'épargne

Graphique 14: Suisse



¹ Jusqu'en 1988: les taux de croissance de la monnaie centrale ajustée ont été calculés, en pour-cent, par rapport à l'année précédente.

Objectif: moyenne des taux de croissance calculés chaque mois par rapport au mois correspondant de l'année précédente

Depuis 1989: la croissance de la monnaie centrale ajustée (dessaisonnalisée) est calculée en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre. Objectif: moyenne des taux de croissance calculés chaque mois par rapport au niveau du quatrième trimestre de l'année précédente et annualisés.

² Cours pondéré par les exportations

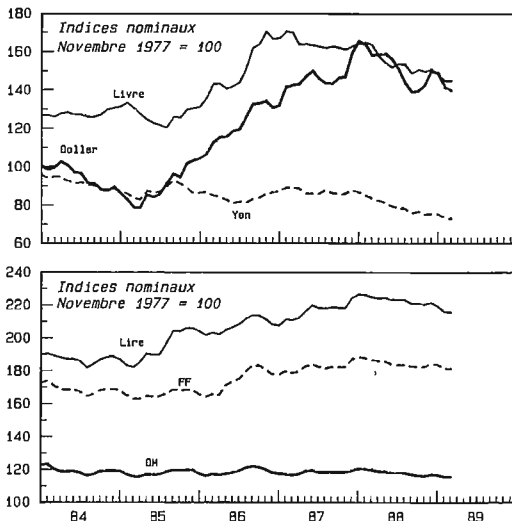
Eu égard au fort mouvement de hausse des rémunérations sur le marché des euro-francs, les banques suisses ont relevé à plusieurs re-

prises, entre les mois de novembre et de janvier, le taux de leurs dépôts à terme fixe. Le taux que les grandes banques servent sur les dépôts à trois mois a progressé de 3,25% au début du mois de novembre à 4,5% à la fin de l'année. A la mi-février, il s'élevait à 5,25%.

Le rendement des créances comptables à trois mois sur la Confédération, placées selon le système d'enchères, s'est inscrit à 4,7% en décembre 1988 et à 5,25% en janvier 1989. Au mois d'octobre 1988, il s'établissait à peine à 3,6%.

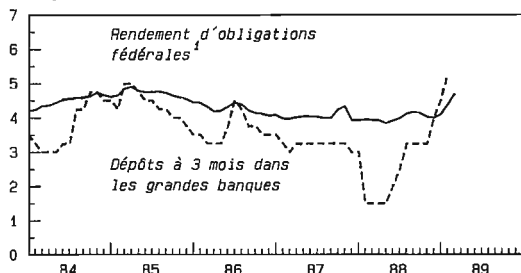
Marché des changes

Le franc suisse a été relativement faible entre les mois de novembre 1988 et de février 1989. En Suisse, les cours des monnaies de nos principaux partenaires commerciaux se sont revalorisés dans une mesure à peu près symétrique. Après avoir haussé passagèrement en novembre, le franc s'est affaibli jusqu'à la mi-janvier; par la suite, il est resté stable jusqu'à la fin de février. De novembre 1988 à février 1989, le franc a reculé de 5,2% face au dollar américain et de 1,9% vis-à-vis de la livre sterling. Par rapport au mark allemand, il a enregistré la plus

Graphique 15: Variations du franc¹

¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt



¹ 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

faible baisse. Le cours du dollar américain s'est inscrit en moyenne 11,5% au-dessus du niveau de la période correspondante de 1987. Quant au mark allemand, il s'est situé à 84 centimes en moyenne, contre 82 centimes un an auparavant; son cours le plus bas s'est chiffré à 83,5 centimes à la mi-novembre et le plus haut, à 85,3 centimes à la mi-janvier.

La Banque nationale a procédé, à plusieurs reprises, à des interventions coordonnées avec d'autres banques centrales sur le marché des changes entre les mois de novembre 1988 et de janvier 1989. Elle a d'abord acheté 70 millions de dollars, puis a vendu 310 millions de dollars au total.

Au quatrième trimestre, le cours du franc pondéré par le commerce extérieur a reculé de 5,2% en termes réels, et de 4,2% en termes nominaux par rapport à la période correspondante de 1987. La dépréciation a été particulièrement importante en termes réels face au yen (12,6%), à la livre sterling (12,3%) et au dollar (8,3%).

Marché des capitaux

Comparée à la forte hausse des taux sur le marché monétaire, la croissance des rendements bruts sur le marché suisse des obligations a été faible au quatrième trimestre de 1988. Le rendement moyen des emprunts fédéraux, calculé en tenant compte des clauses de dénoncia-

tion, a même diminué de 4,16 à 4,07% du troisième au quatrième trimestre. A partir de janvier, les rendements à long terme ont toutefois progressé sensiblement, notamment celui des emprunts fédéraux, car il atteignait 4,67% à la mi-février. Depuis les premiers jours de novembre, les taux à court terme se sont situés au-dessus des rendements des obligations à long terme. Cette inversion de la structure des taux, due surtout à la politique monétaire restrictive, s'est maintenue durant les deux premiers mois de l'année 1989.

Les rémunérations des obligations de caisse ont à peine varié au quatrième trimestre. Seuls les taux des titres de 7 à 8 ans ont été réduits d'un quart de point. En janvier, les banques ont adapté les taux de leurs obligations de caisse au niveau plus élevé des rémunérations sur le marché monétaire. La rémunération des titres de 3 à 4 ans et celle des titres de 5 à 8 ans ont été relevées à deux reprises d'un quart de point et portées respectivement à 4¾% et 5%. La plupart des banques ont décidé en outre d'accroître d'un demi-point le taux des prêts hypothécaires et celui des dépôts d'épargne. Quelques banques et compagnies d'assurances ont augmenté ces deux taux d'un quart de point. Si cette mesure est immédiatement applicable aux nouvelles hypothèques, elle entrera en vigueur en mai au plus tôt pour les anciennes hypothèques et les dépôts d'épargne.

Les émissions publiques d'obligations et d'actions ont totalisé 10,8 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 10 milliards au trimestre correspondant de 1987. Les débiteurs suisses y ont contribué pour un tiers. Les remboursements se sont élevés à 2,8 milliards (quatrième trimestre de 1987: 1,1 milliard), de sorte que le montant net prélevé sur le marché par des emprunteurs suisses s'est inscrit à 0,8 milliard (2 milliards). D'après l'indice de la BNS, les cours des actions ont haussé d'environ 4% au quatrième trimestre de 1988. A fin décembre, ils étaient de 20% supérieurs au niveau observé un an auparavant, mais toujours d'environ 15% inférieurs à celui qui avait été atteint avant le krach boursier d'octobre 1987. Durant les premiers mois de 1989, le marché des actions est resté bien orienté.

Exportations de capitaux

Les exportations de capitaux soumises à autorisation ont continué de reculer au quatrième trimestre de 1988. Elles ont porté sur 9 milliards de francs, diminuant de 20% par rapport au montant de la période correspondante de 1987. Les crédits ont fléchi de plus de 50%, alors que les émissions d'emprunts progressaient de 5%. Il convient toutefois de relever que le volume des émissions avait baissé nettement en 1987 à la suite du krach boursier, de sorte que le montant servant de base de calcul est relativement bas. Comme les conditions des émissions en francs suisses manquaient d'attrait au regard du haut niveau des taux à court terme, une partie des investisseurs s'est tournée vers le marché monétaire. Ils ont aussi donné la préférence à des placements en d'autres monnaies que le franc suisse, car ce dernier avait tendance à faiblir. C'est pourquoi, le volume des émissions était faible à la fin de l'année.

En 1988, les autorisations d'exporter des capitaux, délivrées par la Banque nationale, se sont chiffrées à 50,9 milliards de francs. L'augmentation de 76% à près de 79% de la part des emprunts s'est faite au détriment de celle des crédits. La tendance à recourir davantage aux crédits bancaires traditionnels, une évolution qui avait pu être observée en 1987, a donc pris fin. Dans le domaine des emprunts, la part des obligations convertibles a progressé vigoureusement, passant de 19% en 1987 à 28% en 1988. Cette hausse est due au volume élevé des émissions de banques japonaises. Ces dernières

cherchent à augmenter ainsi le montant de leurs fonds propres, afin de les amener au niveau recommandé par le Club des Dix pour les établissements opérant à l'échelon international.

La part des pays de l'Europe de l'Ouest au total des émissions a atteint 40% en 1988, contre 35% en 1987 et 25% en 1986. A peu près un tiers de l'ensemble des émissions est revenu à des débiteurs de la CEE. La part du Japon a augmenté de 37% en 1987 à 39% en 1988, alors que celle des Etats-Unis et du Canada reculait de 18% à 12%.

Bilans bancaires et crédits

Observé depuis 1986, le boom des crédits s'est maintenu au quatrième trimestre de 1988 grâce à la bonne conjoncture. En 1988, la croissance des crédits octroyés par les 71 banques qui remettent chaque mois des relevés a atteint 14,1%, contre 10,1% en 1987. Il faut remonter à la période de haute conjoncture des années 1980 et 1981 pour retrouver de tels taux d'expansion. Certains signes laissent toutefois penser que la hausse des crédits a peut-être atteint son point culminant dans l'actuelle phase d'essor conjoncturel. Car, au quatrième trimestre, elle a été inférieure à celle du trimestre précédent, tant en comparaison trimestrielle que par rapport à la période correspondante de 1987. En outre, depuis le mois de septembre, l'afflux de fonds du public n'est plus suffisant pour financer les octrois de crédit. Les banques ont donc réduit leurs placements financiers sur les marchés moné-

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 1 ^{er} trim.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2 ^e trim.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3 ^e trim.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4 ^e trim.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8

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)

taire et interbancaire, comme elles l'avaient déjà fait dans les années 1973 et 1974 et en 1980 juste avant le retournement de la conjoncture. Les problèmes de financement des nouveaux crédits par les fonds de la clientèle ont vraisemblablement conforté les banques dans leur décision de relever plusieurs taux d'intérêt au premier trimestre de 1989.

Les placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, effets de change, papiers monétaires et titres) ont diminué de 8,8% en l'espace d'une année. Les liquidités (avoirs en comptes de virements et en comptes de chèques postaux, billets) ont presque diminué de moitié, passant de 13,7 milliards de francs à 7,6 milliards de francs. Néanmoins, elles ont dépassé de quelque 80% le minimum légal. Les papiers monétaires ont aussi accusé une baisse importante (-31,1%). En dépit d'un repli au quatrième trimestre, les avoirs nets résultant des opérations interbancaires ont été, à fin décembre, de 20,9% supérieurs au niveau observé un an auparavant. Leur attrait, que les dispositions sur les fonds propres renforcent légèrement par rapport aux papiers monétaires, a encore gagné en importance grâce à l'introduction, au début de 1988, des nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités bancaires. Aussi, les banques ont-elles placé sur le marché interbancaire une grande partie des liquidités devenues disponibles. Le montant des titres figurant au bilan des banques n'a guère varié entre la fin de 1987 et celle de 1988.

En 1988, la croissance des fonds du public s'est inscrite à 8,1%; au milieu de l'année, elle avait atteint des taux supérieurs à 10%. L'afflux net de fonds, notamment en francs suisses, a diminué durant les troisième et quatrième trimestres. Les dépôts en francs dans les banques ont subi le contrecoup de la hausse rapide, à partir du mois de mars, des taux servis sur le marché des euro-francs. Or les banques ont tardé à relever les rémunérations de leurs dépôts à terme fixe, laissant l'écart d'intérêt s'élargir de manière inhabituelle jusqu'à un point. L'adaptation des taux des obligations de caisse a aussi été effectuée avec retard. En 1988, les taux d'accroissement des différentes formes de placement en francs ont atteint 4% pour les dépôts à terme fixe, 2,2%

pour des dépôts à vue, 7,1% pour les dépôts d'épargne et 7,9% pour les fonds du public à plus long terme (obligations de caisse et emprunts obligataires).

Les bilans des 71 banques ont augmenté de 6,3% en 1988. Les placements fiduciaires ont haussé de 26,1%, car les investisseurs ont profité des taux à court terme plus élevés sur le dollar.

Die mutmasslichen Auswirkungen einer Verzinsung gewisser Postcheckeinlagen

Franz Ettlín und Max Bigler*

1. Einführung

Der Bundesrat hat beschlossen, ab Mai 1989 Postcheckkonten ohne kommerzielle Ausrichtung bis zu einem maximalen Bestand von 10 000 Franken wieder zu verzinsen. Der Zinssatz soll mindestens einen Prozentpunkt unter dem Diskontsatz der Schweizerischen Nationalbank (SNB) liegen. Zudem ist eine zeitlich und betraglich beschränkte Kontoüberziehung gegen Entgelt möglich. Die Gründe für die Wiedereinführung verzinslicher Postcheckguthaben sind in der schärferen Konkurrenz im Zahlungsverkehr seitens der Banken und in der rückläufigen Rentabilität des Postcheckdienstes zu suchen.

Die PTT-Betriebe führen zwar immer noch bedeutend mehr Zahlungsaufträge aus als der gesamte Bankensektor; doch das vielseitige und verzinsliche Salär- bzw. Privatkonto der Banken erfreut sich einer wachsenden Beliebtheit. Während z. B. der Marktanteil der PTT an sämtlichen Einlagekonten zwischen 1960 und 1985 von 4% auf 6,4% stieg (Zunahme p. a.: 1,9%), kletterte jener der Grossbanken von 12% auf 33% (Zunahme p. a.: 4,1%). Der restliche Anteil von rund 60% entfällt im wesentlichen auf Kantonal-, Regionalbanken und Raiffeisenkassen.

Die Rentabilität des Postcheckdienstes sinkt, weil die Erträge seit Jahren langsamer wachsen als die Kosten. Die Ertragsentwicklung ist von zwei Hauptkomponenten geprägt:

(a) Rund 70% des Ertrags des Postzahlungsverkehrs stammten 1987 aus dem kalkulatorischen Zins des Bodensatzes.¹ Der Bodensatz stagniert jedoch seit 1980 real – trotz wachsender Zahl der Kontoinhaber –, insbesondere weil die grösseren PTT-Kunden (wie Banken, Industrie- und Handelsunternehmen) ihre Posteinlagen besser be-

wirtschaften und weil die verzinslichen Bankkonten, mit denen eine bunte Dienstleistungspalette verbunden ist, die Postcheckkonten erfolgreich konkurrenzieren. (b) Die restlichen 30% des Ertrags stammt im wesentlichen aus den gebührenpflichtigen Einzahlungen am Postschalter. Diese Ertragskomponente ist rückläufig, weil die Einzahlungen deutlich langsamer zunehmen als die gebührenfreien PTT-Überweisungen.

Das im Vergleich zur Ertragsentwicklung raschere Wachstum der Kosten des Postzahlungsverkehrs liegt u. a. daran, dass der Postcheckdienst weiterhin sehr personalintensiv und damit teuerungsempfindlich ist. Zudem zeichnet er sich durch einen noch geringen Automatisierungsgrad aus. Manuelle Verbuchung und elektronische Datenverarbeitung stehen einander weiterhin gegenüber. Dieser Umstand behindert im übrigen auch die Akquisition neuer Postcheckkunden.

Die Verzinsung von Postcheckguthaben berührt auch die Geldpolitik der SNB. Die Postcheckguthaben des Publikums zählen zum Aggregat der Sichteinlagen und sind deshalb ein Teil der Geldmenge M_1 . Die Nachfrage des Publikums nach M_1 ist ein wichtiges Glied in der Wirkungskette, welche Veränderungen der Notenbankgeldmenge mit Veränderungen des Preisniveaus verbindet. Durch die Verzinsung werden Postcheckguthaben im Vergleich zu Sicht- und Sparguthaben wieder attraktiver. Da die Verzinsung hauptsächlich auf die Guthaben der natürlichen Personen beschränkt ist, dürfte vor allem die Konkurrenz zu den Spareinlagen im Vordergrund stehen. Es ist deshalb anzunehmen, dass die Verzinsung der Postcheckguthaben zu einer gewissen Zunahme von M_1 auf Kosten der Spareinlagen,

¹ Jener Teil der Postcheckguthaben, der ständig in einer gewissen Höhe vorhanden ist und deshalb von der PTT zinstragend angelegt werden kann.

* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

d. h. zu einer Umlagerung innerhalb von M_3 , führen wird. Ferner ist innerhalb von M_1 eine gewisse Umschichtung zwischen Sichteinlagen bei Banken und Postcheckguthaben zu erwarten.

Das Ziel des vorliegenden Aufsatzes besteht darin, den Effekt verzinslicher Postcheckguthaben auf den zukünftigen Verlauf der Geldmenge M_1 abzuschätzen. Mögliche Verschiebungen innerhalb von M_1 , d. h. zwischen Sichteinlagen bei Banken und Postcheckguthaben, werden hingegen nicht untersucht. In den Abschnitten 2 und 3 werden die Bedeutung des Postcheckdienstes für die PTT sowie die auf Mai 1989 beschlossenen Änderungen bei den Kontobedingungen kurz beschrieben. Abschnitt 4, das Kernstück des Aufsatzes, behandelt anhand ökonomischer Schätzgleichungen die mutmassliche Umschichtung von Spareinlagen auf Postcheckeinlagen. Abschnitt 5 enthält die Schlussfolgerungen in bezug auf die Geldmengenaggregate und die Geldpolitik.

2. Die Bedeutung des Postcheckdienstes und der Kontenverzinsung für die PTT

Die vorgesehene Verzinsung der neuen PTT-Privatkonten ist, historisch betrachtet, kein Novum. Als der Postcheckdienst auf den 1. Januar 1906 eingeführt wurde, vergüteten die PTT die Posteinlagen von Beginn weg mit 1,8%. Denn das Postverkehrsgesetz sieht in Art. 33 Abs. 3 das Recht zur Verzinsung von Postdepositen ausdrücklich vor: «Die Guthaben der Kontoinhaber können verzinst werden. Im Falle einer Verzinsung muss der Zinssatz mindestens einen Prozentpunkt unter dem Diskontsatz der SNB bleiben.» Am 1. November 1931 betrug der Postcheckzinssatz noch 1,2% und sank bis 1937 auf 0,3%. Zuletzt, 1949, lautete er auf 0,2%. Ab 1. Januar 1950 verzichteten die PTT auf die bisherige «Bagatellverzinsung», nachdem das Parlament das Postverkehrsgesetz dahin geändert hatte, dass Postcheckguthaben verzinst werden können, aber nicht unbedingt verzinst werden müssen.

Mit der Wiedereinführung der Verzinsung versuchen die PTT, ihren Marktanteil am schweizeri-

schen Zahlungsverkehr bzw. an den vom Publikum gehaltenen Zahlungsmitteln zu verteidigen. Sie haben dazu verschiedene Gründe:²

Innerhalb der PTT-Betriebe erbrachte der Postzahlungsverkehr 1987 9,4% des Ertrages aller PTT-Dienstleistungen. Mit einem Kostendeckungsgrad von 118% ist der Postzahlungsverkehr im gesamthaft defizitären Departement Postdienste einer der wenigen gewinnbringenden Dienstleistungszweige.

Auf den Postcheckkonten lagen 1987 durchschnittlich 11,5 Mrd. Franken. Die PTT nutzen diese Gelder – abzüglich einer Liquiditätsreserve – als günstiges Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Neuinvestitionen und Anlagen (rund 8 Mrd. Franken des Bodensatzes stecken in PTT-Sachwerten). Die PTT-Kunden profitieren von diesem vorteilhaften Finanzierungssystem insofern, als wichtige Postcheckdienstleistungen entweder gratis oder relativ günstig sind. Ohne Verzinsung ist das Publikum jedoch immer weniger bereit, dauernd Guthaben im Postchecksystem zu halten. Im Vergleich zur drohenden Erosion des Bodensatzes erscheint den PTT die Verzinsung der Bestände als das kleinere Übel: Die Marge zwischen dem Ertrag auf den Anlagen und den Kosten der Verbindlichkeiten wird zwar infolge der Verzinsung zurückgehen, doch wird dieser Effekt durch steigende (oder weniger rasch sinkende) Einlagen aufgewogen.

Der Postzahlungsverkehr ermöglicht den PTT – zusammen mit der Brief- und Paketpost – einen kostengünstigen Verbundbetrieb. Da das Einkommen von Posthaltern mittlerer und kleinerer Postbüros durchschnittlich zu über 50% aus dem Postzahlungsverkehr stammt, sichert dieser Postdienstzweig das Weiterbestehen vor allem der kleinen Poststellen. Ohne Postzahlungsverkehr wäre das flächendeckende Poststellennetz möglicherweise längerfristig gefährdet.

² Vgl. z. B. Portmann P. (1987), S. 5ff; Horber H. (1987), S. 543ff; Stahel R. (1985), S. 118ff; NZZ, Nr. 236, 10. 10. 1988, S. 39.

3. Neue Kontokonditionen im Postcheck

Die ab 1. Mai 1989 geltenden Kontobedingungen bringen folgende Neuerungen:

- a) *Privatkonto*. Inhaber eines Privatkontos können sein: natürliche Personen sowie einfache Gesellschaften, Einzelfirmen, Vereine und Stiftungen, die nicht im Handelsregister eingetragen sind.
- b) *Verzinsung*. Der Zinssatz auf Privatkonten bis 10 000 Franken beträgt vorerst 2%. In jedem Fall muss er gemäss Postverkehrsgesetz mindestens einen Prozentpunkt unter dem Diskontsatz der Schweizerischen Nationalbank liegen.
- c) *Kontoführungstaxe*. Die PTT-Betriebe können dem Privatkonto pro Kalenderjahr eine Taxe für die Kontoführung belasten. Nach geltender Regelung verrechnen die PTT dem Post-

Tabelle 1. Übersicht über die Konto-Konditionen bei Banken und bei den PTT (Stand: Ende 1988)

	Banken	PTT: IST-Zustand	PTT ab 1. 5. 1989
Zinssatz	2,5%–2,75%	seit 1950 keine Verzinsung mehr	2% für Privatkonten (1 Prozentpunkt unter dem Diskontsatz der SNB)
Verzinsungslimite	keine (über Fr. 250 000: 1% Zins)		Fr. 10 000.–
Überziehungsmöglichkeiten	ja, nach vorheriger Absprache (1 Monats-salär für die Dauer von max. 12 Monaten); Negativzinssatz: 7,5% jährlich netto	nein (bis Mai 1988)	ja, maximal um Fr. 1000.– für längstens 28 Tage; (Negativzinssatz: 6,5%)
Bezugsmöglichkeiten	bei allen Filialen der eigenen Bank; bei anderen Banken mit Einschränkungen (nicht flächendeckend)	bei allen Poststellen in der Schweiz und in Liechtenstein (flächendeckend)	wie IST-Zustand
Daueraufträge	für beliebige regelmässige oder wiederkehrende Zahlungen	nur für gewisse Zahlungen (Telefon, Radio/TV, Gas, Wasser etc.)	wie Banken
Spesen	von Bank zu Bank unterschiedlich; oft Pauschalspesen Fr. 12.– jährlich	für die meisten Dienstleistungen keine bzw. sehr geringe Spesen	wie IST-Zustand
Automatenbezug	Bancomat: bis Fr. 1000.– täglich; Karte Fr. 20.– jährlich	Postomat: bis Fr. 500.– täglich, Karte gratis	wie IST-Zustand

checkkonto für die Kontoführung eine Taxe von 10 Rappen je 500 Franken.

- d) *Kontoüberzüge*. Das Privatkonto kann um maximal 1000 Franken während längstens 28 Tagen überzogen werden. Bei Kontoüberzügen wird ein Zinssatz von 6,5% pro rata temporis belastet.

In Tabelle 1 sind die wichtigsten Kontokonditionen der Privatkonten (bzw. Salärkonten) bei Banken und bei den PTT zusammenfassend verglichen. Um die Marktchancen des neuen Postcheckkontos gegenüber dem verzinslichen und mit verschiedenen Dienstleistungen verbundenen Privatkonto der Banken zu verbessern, führten die PTT bereits ab 3. Oktober 1988 zusätzlich ein umfassendes «Telegiro PTT» ein, mit dem Zahlungen rund um die Uhr elektronisch erledigt werden können. Die Palette der Zahlungsaufträge via Telegiro umfasst z. B. Überweisungen im In- und Ausland. Möglich sind terminierbare Einzelaufträge, Daueraufträge sowie wiederkehrende Orders an den gleichen Empfänger, aber mit unterschiedlichen Beträgen.

4. Schätzung der mutmasslichen Auswirkungen

Im folgenden Abschnitt soll mittels quantitativer Methoden untersucht werden, welche Faktoren die Entwicklung der Postcheckeinlagen der Nichtbanken seit den siebziger Jahren bestimmt haben. Die Untersuchung bezweckt, auf dieser Grundlage die mutmasslichen Auswirkungen der beschlossenen Verzinsung der Postcheckprivatkonten – wenigstens grob – abzuschätzen. Für die Nationalbank ist dabei vor allem der Effekt auf die Geldmengenaggregate und die Geldpolitik von Interesse.

Die Zeitreihe «Postcheckguthaben der Nichtbanken», anhand welcher die Analyse durchgeführt wird, ist eine Quartalsreihe aus der Datenbank der Schweizerischen Nationalbank. Sie entspricht dem gesamten Bestand an Postcheckeinlagen unter Abzug der Postcheckguthaben des Bundes sowie der von der Nationalbank approximierten Postcheckguthaben der Banken.

Die Quartalswerte sind als Mittel der jeweiligen drei Monatsendwerte berechnet. Eine für unsere Analyse gewünschte weitere Unterteilung in bezug auf die Kontoinhaber ist zurzeit nicht vorhanden. Die zur Verzinsung vorgesehenen Privatkontobestände sind somit im verfügbaren Datenmaterial nicht als separate Zeitreihe, sondern nur gemeinsam mit den wesentlich grösseren Nichtbankeneinlagen juristischer Personen bei den PTT ausgewiesen. Die PTT-Verwaltung nimmt an, dass beim heutigen Einlagenbestand der Nichtbanken von rund 10 Mrd. Franken die für eine Zinsvergütung in Frage kommenden Privatkonten etwa 2 bis 3 Mrd. Franken betragen.

Da die Postcheckguthaben der Nichtbanken eine Form der Geldnachfrage darstellen, folgt die Spezifikation des entsprechenden empirischen Modells den bekannten theoretischen Ansätzen zur Geldnachfrage.³ Gemäss diesen Ansätzen sind im wesentlichen Skalen- und Opportunitätskostenindikatoren für die Erklärung von Bedeutung. Bei der Applikation auf den Fall der Postcheckguthaben der Nichtbanken sind diese Indikatoren näher zu bestimmen. Postcheckkonten werden überwiegend wegen ihrer Eignung zur Ausführung und zum Empfang von Zahlungsaufträgen gehalten. Es ist generell zu erwarten, dass mit steigendem Zahlungsverkehr die Kontobestände zunehmen. Da der Umfang des Zahlungsverkehrs sowohl der natürlichen als auch der juristischen Personen stark vom Niveau der makroökonomischen Aktivität abhängt, dürfte im Prinzip der private Konsum oder auch das Bruttoinlandprodukt als entsprechende Skalenvariable geeignet sein.

Die Opportunitätskosten der Postcheckguthaben der Nichtbanken sind für natürliche und juristische Personen unterschiedlich zu behandeln. Die Kategorie der Salär- und Privatkonten der Banken (im folgenden vereinfacht auch als Privatkonten der Banken bezeichnet) sind relativ gut verzinsten Zahlungsverkehrs- und Sparkonten, die von natürlichen Personen benützt werden dürfen. Sie sind deshalb ein vorzügliches Substitut für die Postcheckguthaben der natürli-

³ Vgl. z. B. Baumol W. J. (1952), Tobin J. (1958), Whalen E. L. (1966), Santomer A. M. (1979).

chen Personen. Der hierfür am besten geeignete Opportunitätskostensatz wäre an sich der durchschnittliche Satz, den die Banken auf solchen Konten bezahlen. Diese Vergütung liegt etwas (gegenwärtig meistens zwischen 0,25 und 0,5 Prozentpunkt) unter dem Zinssatz der Banken für Spareinlagen. Da zurzeit die entsprechende repräsentative Zeitreihe nicht verfügbar ist, dient im angewandten Modell alternativ entweder der durchschnittliche Spareinlagensatz oder der Zinssatz für Gehalts- und Privatkonten bei einer grossen Kantonalbank als Opportunitätskostensatz für die Postcheckguthaben der natürlichen Personen. Diese alternativen Indikatoren dürften auch für die traditionellen Spardepositenkonten der Banken Geltung haben, bei denen gewisse Zahlungsverkehrstransaktionen gestattet sind und der Bestand verzinst wird. Auch die «normalen» Spareinlagen der Banken sind als ein – allerdings wesentlich weniger enges – Substitut zu den Postcheckeinlagen zu betrachten.

Für die natürlichen Personen sind ausser den Sparkonten auch die Sichtkonten bei den Banken eine sehr wichtige alternative Form der Kassenhaltung. Auf diesen Zahlungsverkehrskonten wird meistens ein bescheidener Zins vergütet. Wegen ihrer bisher geringen Variabilität sind jedoch die Zinssätze auf den Sichtkonten der Banken als weitere Opportunitätskostenvariable im Regressionsmodell für die Postcheckeinlagen ungeeignet. Durch die Einführung der Postcheckverzinsung wird sich hingegen für die natürlichen Personen eine diesbezüglich sehr starke Veränderung der Opportunitätskosten ergeben. Dadurch wird die Haltung von Postcheckguthaben im Vergleich zu Sichtguthaben bei den Banken begünstigt. Dieser Aspekt bleibt bei der vorliegenden Schätzung unberücksichtigt. Für die Geldpolitik der Nationalbank ist dies jedoch nicht gravierend, weil es sich dabei nur um eine Umschichtung innerhalb des gesamten Sichtguthabenbestandes in der Geldmenge M_1 handelt.

Für die Postcheckguthaben der juristischen Personen – welche grösstenteils die bereits bisher verzinsten Privatkonten der Banken sowie die ab Mai 1989 verzinsten Privatkonten der PTT nicht benützen dürfen – sind vor allem zwei alternative Kassenhaltungsformen bei den Banken von Bedeutung. Über die Sichteinlagenkonten der Ban-

ken kann der Zahlungsverkehr ebenfalls effizient abgewickelt werden, während auf den Festgeldkonten einstweilige Überschussliquiditäten zu Geldmarktsätzen angelegt werden können. In der folgenden Applikation wird der Satz für Dreimonatsdepots bei Grossbanken als repräsentativer Indikator der Geldmarktsätze verwendet. Hingegen sind, wie bereits dargelegt wurde, die Zinsvergütungen auf den Sichteinlagen der Banken wegen ungenügender Variabilität im empirischen Modell nicht verwendbar. Zudem werden die Opportunitätskosten in diesem Fall von der Einführung der Postcheckverzinsung nicht berührt.

Die Opportunitätskosten werden auch von den angebotenen Dienstleistungen und deren Gebührenstruktur beim Postcheck bzw. bei den Banken beeinflusst. Diese Faktoren bleiben in der vorliegenden Studie jedoch unberücksichtigt, da ihre Modellierung nur mit bedeutendem Mehraufwand zu erreichen wäre.

Die quantitative Analyse wird mittels der statistischen Methode der multiplen Regression durchgeführt. Dieses Verfahren ist unter anderem bei der Untersuchung von Geldmengenzeitreihen in Abhängigkeit von postulierten Bestimmungsfaktoren üblich.

Das Basismodell der Untersuchung ist eine (logarithmisch) lineare Regressionsgleichung, die die Postdepositen der Nichtbanken in Abhängigkeit primär von einem Indikator für das Transaktionsvolumen im Zahlungsverkehr und den beiden erwähnten Zinssätzen spezifiziert.⁴ Das Transaktionsvolumen wird durch den privaten Konsum approximiert. Sowohl die Postcheckeinlagen als auch der private Konsum sind mit dem Konsumentenpreisindex deflationiert. Es ist anzunehmen, dass die Postcheckeinlagen bei Veränderungen der Differenz zwischen dem Sparzinssatz der Banken und der Zinsvergütung auf den PTT-Privatkonten nicht unmittelbar voll angepasst werden. Es ist eher zu erwarten, dass sich die Reaktion über eine längere Zeitspanne verteilt. Dieser Typ der Anpassung wird im Engli-

⁴ Zu früheren theoretischen und empirischen Analysen der Postdepositen nachfrage vgl. Horner M. (1983, 1984).

schen als «distributed lag adjustment» bezeichnet. Der Anpassungsprozess besteht im vorliegenden Fall aus einer Einlagensubstitution zwischen bereits vorhandenen Postcheck- und Bankkonten sowie aus einer Substitution zwischen der Zahl der Postcheck- und Bankkonten. Bei der erstgenannten Veränderungsform dürfte es sich vorwiegend um eine eher kurzfristige Reaktion handeln, während die andere Form der Anpassung sukzessive über eine wesentlich längere Zeitspanne zu erwarten ist. Resultate der Regressionsanalyse mit polynomischen (Almon-)Lag-Strukturen erster Ordnung ohne Endpunktrestrictionen sowie Anpassungszeiten von verschiedener Länge ergeben eine Zeitspanne von etwa vier Jahren für die vollständige Anpassung der Postcheckeinlagen an eine Veränderung der am Sparzinssatz gemessenen Opportunitätskosten. Bei Veränderungen der am Dreimonatssatz gemessenen Opportunitätskosten beansprucht der geschätzte Anpassungsprozess annähernd ein Jahr.

Die bei der Schätzung verwendeten Zeitreihen sind Quartalsdaten aus den siebziger und achtziger Jahren. Die Daten für die Postcheckguthaben sind nicht saisonbereinigt. Das gleitende Vierquartalsmittel, das bei der Transaktionsvariable angewendet wird, bewirkt dagegen unter anderem eine einfache Saisonbereinigung dieser Variable. Da auch die übrigen Variablen keine wesentlichen jahreszeitlich bedingten Variationen aufweisen, werden die Saisonschwankungen der Postcheckguthaben allein durch binäre Saisonkomponenten berücksichtigt.

In Tabelle 2 sind die Ergebnisse von vier verschiedenen Varianten der Schätzgleichung aufgeführt. In den ersten zwei Gleichungen dient der durchschnittliche Zinssatz auf Spareinlagen als Opportunitätskostensatz für die Postcheckguthaben der natürlichen Personen, während in den letzten zwei Gleichungen der Zinssatz auf Privatkonten bei einer grossen Kantonalbank entsprechend verwendet wird. In beiden Fällen sind die Zinssatzvariablen alternativ in logarithmischer und in prozentueller Form spezifiziert. Die Privatkonten der Banken wurden unter den Bezeichnungen Lohn-, Salär- oder Gehaltskonten erst in den frühen siebziger Jahren von einer grösseren Anzahl Banken eingeführt. Das

Schätzintervall umfasst deshalb den Zeitraum 1. Quartal 1974 bis 4. Quartal 1988, was 60 Quartalen entspricht.

Folgende Bezeichnungen werden in Tabelle 2 verwendet:

PCR	Postcheckguthaben der Nichtbanken, real (mit dem Konsumentenpreisindex als Deflator)
ZSPE	durchschnittlicher Zinssatz auf den Spareinlagen bei Kantonalbanken
ZSPP	Zinssatz auf den Privatkonten (Gehaltskonten) bei einer grossen Kantonalbank
Z3M	durchschnittlicher Zinssatz auf den Dreimonatsdepots bei Grossbanken
KONSR	privater Konsum, real (gleitender Vierquartalsdurchschnitt)
SÄS34	Saisonvariable mit dem Wert 1 im dritten, -1 im vierten und 0 im ersten und zweiten Quartal
DUM86	Dummyvariable mit dem Wert 1 ab erstem Quartal 1986 und 0 vorher
In	natürlicher Logarithmus der folgenden Variable
\bar{R}^2	freiheitsgradkorrigiertes Bestimmtheitsmass
F ()	F-Statistik der Regression
DW	Durbin-Watson-Statistik
t-SER4	t-Wert der Serienkorrelation vierter Ordnung der Regressionsresiduale
Std. F.	Standardfehler der Regression
(...)	t-Wert des darüber stehenden Koeffizienten

Die Regressionen zeigen durchwegs eine gute Anpassung. Der Standardfehler der abhängigen Variable beträgt 0.019–0.022, d.h. rund 2%. Der (freiheitsgradkorrigierte) Bestimmtheitskoeffizient liegt bei 0.92–0.94 (was einem Koeffizienten von 0.98–0.99 für die nominellen Postdepositen entspricht).

Tabelle 2. Schätzgleichungen für die Postcheckeinlagen der Nichtbanken¹; 1974: 1 – 1988: 4

Abhängige Variable: ln PCR				
Gleichung	(1)	(2)	(3)	(4)
ln ZSPE	-0.271 (14.7)			
ZSPE		-0.095 (16.9)		
ln ZSPP			-0.326 (13.2)	
ZSPP				-0.125 (13.3)
ln Z3M	-0.026 (4.3)		-0.029 (5.4)	
Z3M		-0.010 (4.7)		-0.012 (5.6)
ln KONSR	0.437 (5.4)	0.218 (2.7)	0.955 (13.0)	0.935 (12.8)
SÄS34	-0.041 (11.3)	-0.041 (11.9)	-0.041 (10.1)	-0.041 (10.1)
DUM86	-0.083 (7.3)	-0.075 (6.8)	-0.116 (9.7)	-0.122 (10.1)
Konstante	3.748 (4.7)	5.871 (7.4)	-1.226 (1.7)	-0.989 (1.4)
R ²	0.935	0.941	0.920	0.920
F (7,52)	121.9	136.2	98.2	98.5
DW	1.81	2.07	1.47	1.55
t-SER4	0.7	1.3	0.3	0.7
Std. F.	0.020	0.019	0.022	0.022
Geschätzter Effekt der PTT-Verzinsung von 2%	+34.7%	+21.0%	+52.7%	+28.5%

¹ Für die Zinssatzvariablen wurden mit je zwei Koeffizienten polynomische Almon-Lag-Strukturen ersten Grades ohne Endpunktrestrictionen geschätzt. In der Tabelle ist jeweils nur die Summe der geschätzten Koeffizienten aufgeführt. Die spezifizierten Anpassungszeiten umfassen beim Dreimonatsatz 4 oder 5 Quartale, bei den übrigen Zinssätzen 14–16 Quartale.

Von der Grösse der Durbin-Watson-Statistik und des t-Wertes der Serienkorrelation vierter Ordnung der Residuale werden keine ernsthaften Probleme mit autokorrelierten Residualen angezeigt.

Sowohl die Postcheckguthaben als auch die Zinssätze und der Konsum sind Zeitreihen, für deren Niveaugrössen aufgrund entsprechender

Kriterien die Hypothese der Integration ersten Grades nicht verworfen werden konnte. Die damit verbundene Instabilität dieser Zeitreihen wird umgangen, wenn zwischen den betroffenen Variablen Cointegration vorliegt. Unter anderem bestätigt die Durbin-Watson-Statistik in Tabelle 2 einen Zustand der Integration nullter Ordnung aufgrund von Cointegration in den geschätzten Regressionen. Dies bedeutet grundsätzlich, dass brauchbare, stabile Beziehungen zwischen den einbezogenen Variablen und nicht Scheinkorrelationen geschätzt wurden.⁵

Die zwei Variablen SÄS34 und DUM86 kommen in allen vier Varianten der Schätzgleichung vor. Gemäss dem geschätzten Koeffizienten von SÄS34 gibt es eine signifikante saisonale Umverteilung der Postcheckguthaben vom dritten zum vierten Quartal, die rund 4% beträgt. Die Koeffizienten der Variable DUM86 zeigen einen wesentlichen Strukturbruch seit dem ersten Quartal 1986 an. Die Koeffizienten der übrigen Variablen sind jedoch von diesem Bruch kaum betroffen, wie durch einen Vergleich mit Schätzungen, die im vierten Quartal 1985 enden, festgestellt werden konnte. Aus diesem Grunde kann vorläufig auf eine Abklärung der Ursache dieses Strukturbruchs in der verwendeten Zeitreihe der Postcheckeinlagen verzichtet werden.

In den Gleichungen (1) und (3) sind ausser den Variablen Postcheckguthaben der Nichtbanken und privater Konsum auch die Zinssätze als natürliche Logarithmen spezifiziert. Die geschätzten Koeffizienten der Transaktions- und Opportunitätskostenvariablen sind deshalb direkt als Elastizitäten interpretierbar.

Gemäss Gleichung (1) steigen die realen Postcheckeinlagen der Nichtbanken insgesamt um 0,44%, wenn der reale private Konsum um 1% wächst. Der mittelfristige gleitende Vierquartalsdurchschnitt des Konsums erweist sich aufgrund

⁵ Aus Platzgründen werden die Einzelheiten dieser Stabilitätstests sowie die Resultate von Schätzungen mittels erster Differenzen und sogenannter «error correction» hier nicht wiedergegeben. Für eine Übersicht neuerer Entwicklungen auf dem Gebiet der Cointegration von Zeitreihen vgl. z. B. die Spezialnummer des Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 48, 3 (1986).

alternativer Spezifikationen generell als ein besserer Indikator des Transaktionsvolumens als z. B. der Konsum des laufenden Quartals.⁶

Weitere Schätzungen, wobei das Bruttoinlandprodukt entweder anstelle des privaten Konsums oder als zusätzliche Erklärungsvariable verwendet wurde, führten zu weniger befriedigenden Ergebnissen. Die gewählte Spezifikationsform der Schätzgleichungen (mit deflationierten Daten für die Postcheckguthaben und den Konsum) impliziert zudem einen Anstieg der nominellen Postcheckeinlagen der Nichtbanken um 1%, wenn der Konsumentenpreisindex um 1% zunimmt.

Beim Dreimonatszinsatz ergibt sich in Gleichung (1) eine signifikante Elastizität von insgesamt -0.026 . Es ist anzunehmen, dass diese nur mässige Reaktion weniger den Privatkonten als den übrigen Nichtbankenkonten zuzuschreiben ist. Diese stehen stärker in Konkurrenz zu den Sichteinlagen als zu den Termineinlagen bei den Banken. Da sich, wie bereits erwähnt, die Zinsvergütungen für Bankkreditoren auf Sicht im untersuchten Zeitraum nur sehr wenig verändert haben, kann die entsprechende Zinselastizität hier jedoch nicht verlässlich geschätzt werden.

Für den Sparzinssatz zeigt Gleichung (1) eine stark signifikante langfristige Elastizität von -0.27 . Diese relativ hohe Sparzinsempfindlichkeit der Postcheckeinlagen dürfte vorwiegend (und möglicherweise ganz) auf die Reaktion der Privatkonten zurückzuführen sein. Für diese PTT-Konten besteht eine attraktive Alternative bei den Banken in Form von Sparkonten im allgemeinen und von Salär- und Privatkonten im speziellen.

Wird die geschätzte Sparzinselastizität ganz dem Verhalten der PTT-Privatkonten zugeschrieben, können folgende mutmassliche Berechnungen über die Auswirkungen der geplanten Zinsvergütung angestellt werden: Mit der Einführung der Privatkontoverzinsung beim Postcheck von vorläufig 2% – während der Sparzinssatz der Banken bei rund 3% liegt – sinkt der entsprechende Opportunitätskostensatz von 3 auf 1%, wodurch die Postcheckguthaben der Nichtbanken sukzessive während einer Periode

von vier Jahren gemäss Punktschätzung um etwa 35% zunehmen.⁷ Dies bedeutet, dass die gesamten Einlagen der Nichtbanken von rund 10 Mrd. auf etwa 13,5 Mrd. Franken steigen dürften. Unter Einbezug eines Vertrauensintervalls von ± 2 Standardabweichungen liegt die Erhöhung zwischen rund 3,0 und 4,0 Mrd. Franken. Es darf angenommen werden, dass infolge dieser Entwicklung die Sparkonten bei den Banken, insbesondere die Salär- und Privatkonten, um einen ähnlichen Betrag reduziert werden.

Falls ein Teil der geschätzten langfristigen Sparzinselastizität auf die Reaktion der übrigen, auch in Zukunft unverzinsten Nichtbankeinlagen zurückzuführen ist, muss mit einer geringeren Umschichtung von den gesamten Spareinlagen auf die Postcheckguthaben gerechnet werden.

In der bisher kommentierten Regressionsgleichung (1) sind sowohl die zu erklärende Variable als auch die erklärenden Zinssatzvariablen natürliche Logarithmen der betreffenden Zeitreihen. In empirischen Untersuchungen der Geldnachfrage wird häufig eine sogenannte semilogarithmische Version geschätzt, bei der die Zinssatzvariablen nicht logarithmiert sind. Gemäss Gleichung (2), welche diese semilogarithmische Form aufweist, beträgt die Summe der geschätzten Sparzinskoeffizienten 0.095. Die geplante Senkung des Opportunitätskostensatzes für PTT-Privatkonten um 2 Prozentpunkte führt in diesem Fall zu einer geschätzten Erhöhung der Postcheckguthaben der Nichtbanken um 21% oder gut 2 Mrd. Franken.⁸ Die so berechnete Wirkung ist um zwei Fünftel kleiner als jene aufgrund der Ergebnisse der (voll-)logarithmischen Version in Gleichung (1).

⁶ Anstelle des gleitenden Vierquartalsdurchschnitts wurden für den Konsum auch polynomische Almon-Lag-Strukturen erster und zweiter Ordnung geschätzt. Der gleitende Vierquartalsdurchschnitt erwies sich dabei als gute Approximation zu diesen Resultaten.

⁷ Die Veränderung des logarithmierten Wertes der Postcheckguthaben beträgt $-0.271 (-1.0986) = +0.2982$, was einer prozentuellen Erhöhung von 34,7% des Ausgangswerts entspricht.

⁸ Der logarithmierte Wert der Postcheckguthaben der Nichtbanken wird um $-0.095 (-2) = +0.19$ angehoben, was einer Erhöhung von 21%, d. h. gut 2 Mrd. Franken, gleichkommt.

Um in dieser Frage zu zusätzlichen Informationen zu gelangen, wurde schliesslich im Regressionsmodell der durchschnittliche Zinssatz auf Spareinlagen durch den Zinssatz auf Gehalts- und Privatkonten, der allerdings nur für eine einzelne grosse Kantonalbank zur Verfügung stand, ersetzt. Falls die so erfasste Zinssatzentwicklung auch in bezug auf die übrigen Banken ausreichend repräsentativ wäre, was nicht auszuschliessen ist, dürfte dadurch der Opportunitätskostensatz für die Postcheckguthaben der natürlichen Personen in den Gleichungen (3) und (4) adäquater gemessen sein als durch den Spar-einlagensatz in den Gleichungen (1) und (2).

Die (voll-)logarithmische Variante in Gleichung (3) ergibt eine geschätzte langfristige Elastizität der gesamten Postcheckguthaben der Nichtbanken von -0.326 . Da mit der Einführung der zwei-prozentigen Postcheckkontoverzinsung der relevante Opportunitätskostensatz von $2,75\%$ auf $0,75\%$ sinkt, werden somit die Postcheckeinlagen der Nichtbanken gesamthaft um knapp 53% oder $5,3$ Mrd. Franken zunehmen.⁹ In der semi-logarithmischen Variante, die in Gleichung (4) geschätzt ist, beträgt die Koeffizientensumme für den Opportunitätskostensatz der PTT-Privatkonten -0.125 . Damit kann eine Erhöhung der Postcheckguthaben der Nichtbanken um $28,5\%$ oder rund $2,8$ Mrd. Franken als Folge der zwei-prozentigen Verzinsung durch die PTT berechnet werden.

Gemäss den präsentierten Regressionsresultaten ergibt sich somit nach der Einführung der PTT-Privatkontoverzinsung von vorläufig 2% aufgrund einer Umschichtung von den Sparkonten der Banken eine berechnete Zunahme der Postcheckguthaben in der Grössenordnung von etwa $2-5$ Mrd. Franken. Eine ebenfalls zu erwartende Umschichtung der Sichteinlagen von den Banken zum Postcheck bleibt dabei allerdings unberücksichtigt. Auch die Auswirkungen der Verzinsungslimite und der neuen Überziehungsmöglichkeiten wurden nicht in die quantitative Analyse einbezogen. Die Verzinsungslimite begrenzt die Senkung der Opportunitätskosten der Privatkonten auf einen maximalen Guthabenbestand von 10000 Franken pro Konto. Die Überziehungsmöglichkeiten hingegen machen Postcheckkonten attraktiver, indem sie die Flexibilität

des Kontoinhabers erhöhen. Während die Zahl der Konten deshalb steigen dürfte, wird das durchschnittliche Guthaben pro Konto aufgrund dieser Massnahme jedoch eher tiefer ausfallen. Die Grössenordnung der Auswirkungen der PTT-Verzinsung wird, gesamthaft gesehen, durch die Verzinsungslimite und die Überziehungsmöglichkeiten kaum wesentlich verändert.

5. Schlussfolgerungen

Für die Geldpolitik der SNB hat die Wiedereinführung einer Verzinsung gewisser Postcheckkonten keine grosse Bedeutung. Die geschätzte Umschichtung von den Sparkonten der Banken entspricht etwa $1\frac{1}{4}-3\frac{1}{8}\%$ der gesamten Spareinlagen. Die geldpolitische Zielvariable, die Notenbankgeldmenge, wird dadurch nicht direkt betroffen. Hingegen ergeben sich gewisse Folgen für die Geldmengenstatistik der Aggregate M_1 und M_2 .

Nach der bisherigen Erfassungspraxis der Nationalbank werden alle Postcheckguthaben den Sichteinlagen und somit dem Geldaggregat M_1 zugeordnet. Die geschätzte Umschichtung von den Sparkonten – die nur zum Aggregat M_3 zählen – auf die Postcheckkonten bewirkt eine entsprechende Erhöhung der Aggregate M_1 und M_2 . Beim heutigen Stand von M_1 bedeutet dies eine Zunahme von insgesamt $2\frac{1}{2}-6\frac{1}{4}\%$. Dadurch erhöht sich auch das Aggregat M_2 um $1\frac{1}{8}-3\frac{1}{8}\%$, während der Umfang von M_3 nicht betroffen wird. Die Veränderungen verteilen sich graduell über einen Vierjahreszeitraum.

Während dieser Übergangsperiode wird somit die jährliche Wachstumsrate von M_1 durchschnittlich um etwa $0,6-1,5\%$ erhöht, ohne dass sich die eigentliche funktionelle – im Gegensatz zur institutionellen – Zusammensetzung des Geldumlaufs entsprechend verändert. Für die Analyse der Rolle von M_1 im gesamtwirtschaftlichen Transmissionsprozess sollte deshalb der genannte Anstieg im wesentlichen als nicht relevant betrachtet werden. Die im weiteren eben-

⁹ Der logarithmierte Wert der Postcheckguthaben der Nichtbanken nimmt um $-0.326 (-1.2993) = 0.4336$ zu, was einer Erhöhung von $52,7\%$, d. h. $5,3$ Mrd. Franken, gleichkommt.

falls zu erwartende Umschichtung von den Sichtkonten der Banken zum Postcheck, deren Gröszenordnung nicht geschätzt werden konnte, bewirkt weder eine funktionelle noch eine statistische Veränderung in den erwähnten Geldmengenaggregaten.

Literaturverzeichnis

- Baumol W. J. (1952),
«The Transactions Demand for Cash: An Inventory-Theoretic Approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 66, November, S. 545–556
- Horber H. (1987),
Postzahlungsverkehr, in: *Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz*, Thun
- Horner M. (1983),
Die Stellung des Postchecks im monetären Sektor der Schweiz, Dissertation Universität Zürich, Frankfurt/Main
- Horner M. (1984),
«Angebot und Nachfrage von Postdepositen», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 120. Jahrg., Heft 1, S. 65–87
- Oxford Bulletin of Economics and Statistics* (1986),
vol. 48, no. 3
- Portmann P. (1987),
«Der schweizerische Postzahlungsverkehr», *Bank und Markt*, 16. Jahrg., Heft 9, S. 5–11
- PTT (1988),
Statistisches Jahrbuch, Bern
- Santomero A. M. (1979),
«The Role of Transactions Costs and the Rates of Return on the Demand Deposit Decision», *Journal of Monetary Economics*, vol. 5, no. 3, S. 343–364
- Stahel R. (1985),
Die PTT als Substitutionskonkurrentin der Banken im Zahlungsverkehr, in: Schuster L. (Hrsg.), *Revolution des Zahlungsverkehrs durch Automation*, Frauenfeld
- Tobin J. (1958),
«Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk», *Review of Economic Studies*, vol. 25, February, S. 65–86
- Whalen E. L. (1966),
«A Rationalization of the Precautionary Demand for Cash», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, May, S. 314–324

Une analyse économétrique des sorties de billets de la Banque nationale suisse

Dominique M. Gross*

Introduction

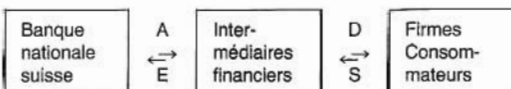
Les études empiriques de la demande de monnaie se concentrent en général sur l'estimation des diverses définitions du stock de monnaie en circulation¹. Cet article propose une approche un peu différente, c'est-à-dire une analyse des flux de billets² en Suisse. Ces flux mesurent la valeur cumulée, durant chaque période, des billets qui sortent de l'institut d'émission et y reviennent, à la suite des transactions faites par les divers agents économiques. Ces mouvements sont étroitement liés à la demande de monnaie du public et leur analyse économétrique intéresse la Banque nationale à plusieurs titres. En particulier, elle permet d'obtenir des indications quant à l'évolution à long terme des billets qui forment une part importante de la monnaie centrale, l'agrégat monétaire que la Banque nationale a pris comme objectif. Il est donc utile, après avoir mis en évidence le lien qui existe entre la théorie de la demande de monnaie et les flux de billets, d'identifier les facteurs et les paramètres qui régissent l'évolution de ceux-ci.

Le modèle se concentre sur les sorties de billets qui sont directement liées à la demande de monnaie pour les transactions. En plus des arguments traditionnels suggérés par la théorie (le revenu et le taux d'intérêt), deux caractéristiques, propres à la Suisse, sont prises en considération: un effet fiscal et l'existence d'une demande de coupures par les non-résidents. Les résultats de l'analyse empirique montrent que les élasticités par rapport au revenu et au taux d'intérêt sont significatives, qu'elles ont des signes corrects et que leur amplitude apparaît raisonnable. Il semble aussi exister un certain degré de substitution entre le dollar et le franc suisse et l'on observe une augmentation des sorties de billets en fin des années paires, résultat compati-

ble avec ce qu'il est convenu d'appeler l'effet fiscal.

1. Le modèle

Il existe un stock de monnaie en circulation dont le volume est continuellement modifié par les entrées (E) et les sorties (A) de billets de la Banque nationale sous l'effet du comportement des agents économiques. Ces derniers demandent du numéraire (D), pour leurs transactions, aux banques et à la poste et leur en offrent (S) sous forme de paiements. Les intermédiaires financiers s'adressent à la Banque nationale selon leurs besoins. Schématiquement, on peut décrire le lien entre les mouvements de billets au guichet de la banque centrale et l'action des agents économiques de la façon suivante:



Il faut noter que les séries à disposition se rapportent aux mouvements (A) et (E), qui lient la banque centrale et les intermédiaires financiers et que la théorie de la demande de monnaie explique les relations des consommateurs et des firmes avec les intermédiaires financiers, soit (D) et (S). Il est donc nécessaire d'établir, à l'aide d'hypothèses de comportement, une relation entre ces deux types d'information.

Pour estimer une fonction expliquant les entrées de billets dans la Banque nationale (E), et donc de l'offre (S), il faudrait connaître précisément la structure temporelle des paiements car un billet peut servir à plusieurs transactions entre le mo-

¹ Pour le cas de la Suisse voir, par exemple, Kohli (1984, 1985) et Heri (1988).

² Dans cet article, les mots «billets», «encaisses» et «numéraire» sont utilisés comme synonymes.

ment où il quitte la banque centrale et celui où il y retourne. Malheureusement, de telles informations ne sont pas disponibles. Toutefois, en première approximation, on peut tenter de mettre en relation les entrées de billets avec les sorties qui ont pris place aux périodes précédentes. La modélisation de ces dernières, en revanche, est directement expliquée par la théorie économique et est analysée en détail ci-dessous.

Durant chaque période, deux groupes d'agents, les consommateurs (c) et les firmes (f), demandent des coupures aux intermédiaires financiers (les banques et la poste) à des fins de transactions dont la somme représente la demande totale, telle que,

$$TD = D_c + D_f. \quad (1)$$

Pour simplifier, la poste et les banques sont considérées comme de parfaits substituts aux yeux du public qui s'adresse indifféremment aux unes et aux autres pour se procurer des espèces. Il faut relever que ces intermédiaires financiers utilisent des billets pour leurs propres besoins et qu'ils ont, par conséquent, eux aussi une demande de numéraire. Cependant, celle-ci est relativement faible par rapport aux flux totaux et la plupart des facteurs qui pourraient l'expliquer sont similaires à ceux qui s'appliquent aux entreprises en général³. Ainsi, on suppose que les intermédiaires financiers ne servent qu'à transférer, de manière neutre, les billets entre le public et la banque centrale. En conséquence, s'il n'y a pas de rationnement de la part de la banque centrale, c'est le public qui détermine le rythme des sorties de billets et l'égalité (1) peut être transformée en une équation qui dépend du comportement des consommateurs et des entreprises, telle que,

$$TD^* = D_c(X_i) + D_f(X_i) = A^*, \quad (2)$$

où la somme des demandes par le public (TD^*) est égale au flux de billets qui sort de la Banque nationale suisse (A^*). Les fonctions $D_c(X_i)$ et $D_f(X_i)$ représentent les demandes de billets par les consommateurs et par les firmes avec X_i et X_j , des variables explicatives à définir.

Au niveau désagrégé, cinq variables exogènes servent à déterminer la demande de billets par un consommateur-type (k) ou une firme-type (l),

qui peuvent être formulées de la manière suivante:

$$D_{k,c} = c(y_k, R_k, tc_k, PR, I) \text{ pour } k = 1 \text{ to } n, \quad (3)$$

$$D_{l,f} = f(y_l, R_l, tc_l, PR, I) \text{ pour } l = 1 \text{ to } m, \quad (4)$$

où y est le revenu réel individuel, R , le coût d'opportunité, tc , le coût de transaction individuel, PR , le prix relatif du franc suisse et I l'effet fiscal.

La théorie traditionnelle de la demande de monnaie propose trois raisons pour lesquelles un agent économique détient de la monnaie: les motifs de transaction, de spéculation et de précaution. Ce dernier, qui a perdu de l'importance avec l'introduction de nouvelles facilités de paiements ne joue pas un rôle majeur dans la demande de billets⁴. Le motif de spéculation, quant à lui, est fondé sur la plus ou moins grande substituabilité des divers actifs en fonction de leur risque et de leur rendement. Cependant, sur la base de ces deux caractéristiques, la monnaie est «dominée» par les comptes de dépôts et d'épargne qui présentent, en temps normal, un niveau de risque proche de celui du numéraire mais offrent un rendement positif. Ainsi, la substitution décrite par la théorie du portefeuille s'effectue plutôt entre dépôts bancaires et autres actifs moins liquides. Elle ne concerne donc pas directement les billets.

Dans ces conditions, c'est clairement le motif de transaction qui détermine la demande d'encaisses. Celle-ci dépend du revenu de chaque type d'agent (y), du coût d'opportunité de détenir des billets (R) et du coût de transaction nécessaire pour transformer les divers actifs en monnaie (tc). En période d'inflation, les biens durables sont souvent considérés comme des substituts à la monnaie mais, comme le mentionne Kohli (1984) p. 69: «(...) les biens physiques sont des substituts avant tout pour les composantes peu liquides de la monnaie». Cet argument ne

³ Du point de vue de l'analyse empirique, un problème de multi-collinéarité pourrait aussi rapidement se poser à cause de l'utilisation simultanée de variables trop étroitement reliées entre elles.

⁴ Voir, par exemple, Prachowny (1985), p. 127. Il faut cependant noter que le motif de précaution reprend de l'importance avec les développements de la théorie de l'information (voir Laidler [1988]).

s'applique donc pas directement à la demande de billets.

Il peut aussi exister une demande de transaction de la part des non-résidents. Miles (1978) considère que certains agents économiques – les importateurs, les exportateurs, les touristes et les frontaliers – qui font constamment des paiements en monnaies étrangères, sont incités à détenir des encaisses d'origines diverses. Posséder un portefeuille de devises étrangères leur permet de réduire les coûts de transaction et cette diversification entre les monnaies nationales est fonction de leurs prix relatifs (PR). Ainsi, on peut s'attendre à ce qu'une appréciation du franc incite ces agents à diminuer leur demande de billets suisses. Cependant, le phénomène de substitution peut prendre une autre forme: lorsque la valeur du dollar baisse, le franc suisse pourrait être utilisé plus largement pour régler en espèces certaines transactions internationales⁵. Ce phénomène va dans le sens opposé de l'effet de substitution traditionnel dû au changement dans les prix relatifs. Il est donc intéressant de voir empiriquement dans quel sens l'effet de substitution joue le plus fortement.

Finalement, (I) représente l'effet fiscal. En Suisse, le volume de billets en circulation serait influencé par le fait que les contribuables doivent déclarer au fisc l'état de leur fortune au 31 décembre des années paires. Certains d'entre eux peuvent ainsi être incités à détenir plus de numéraire à cette période particulière, ce qui tendrait à faire varier la demande de coupures sur une base bisannuelle.

Si, par hypothèse, l'économie comprend un grand nombre de consommateurs et de firmes identiques, en moyenne, la demande totale (TD*), soit l'ensemble des sorties de billets de la Banque nationale (A*), est constituée par la somme des demandes individuelles, telle que, sous forme implicite,

$$A^* = TD^* = A (Y_c, R_c, TC_c, Y_f, R_f, TC_f, PR, I). \quad (5)$$

+ - + + - + ? ?

où les signes sont ceux des dérivées partielles. La variable Y représente le revenu global de chaque groupe, R, le coût d'opportunité à détenir des billets et TC le coût de transaction moyen

pour chaque type d'agents, PR le prix relatif de la monnaie nationale et I l'effet fiscal.

Comme déjà mentionné, l'offre de billets par le public, c'est-à-dire les entrées (E*), n'est pas expliquée par une équation indépendante mais exprimée en fonction des sorties qui se sont produites dans le passé, telle que $E^* = E(A_{-t})$.

2. Définitions des variables et résultats

La forme linéarisée de l'équation des sorties de billets (5) peut être formulée de la manière suivante:

$$A_t = a_1 + a_2 Y_{c,t} + a_3 R_{c,t} + a_4 TC_{c,t} + a_5 Y_{f,t} + a_6 R_{f,t} + a_7 TC_{f,t} + a_8 PR_t + a_9 I_t + u_t^a. \quad (6)$$

Les groupes de consommateurs et de firmes sont identifiés par les indices «c» et «f» respectivement et les variables ont la même signification que pour l'équation (5) avec u^a , un terme aléatoire.

L'équation des entrées a été estimée sous la forme suivante:

$$E_t = b_1 + \sum_{i=0}^n b_{2+i} A_{t-i} + u_t^e. \quad (7)$$

L'analyse empirique couvre la période de 1967 à 1986 et l'on a utilisé des données trimestrielles non corrigées des variations saisonnières. Cependant, trois variables muettes (DSEAS) ont été introduites dans chaque équation pour tenir compte de ces variations⁶. L'équation (6) est estimée sous forme semi-logarithmique, où seul le taux d'intérêt n'a pas été transformé.

Les deux variables dépendantes sont les flux de billets dans et hors de la banque centrale. Puisque, par hypothèse, les agents ne souffrent pas d'illusion monétaire, les variables dépendantes sont exprimées en termes réels après avoir été

⁵ D'après Roth (1981), p. 19, entre 1960 et 1980, les anticipations de dépréciation du dollar ont pu accroître la demande de liquidités en francs suisses.

⁶ Une estimation a aussi été faite avec les séries ajustées des variations saisonnières et les résultats ne sont pas statistiquement différents de ceux présentés ci-après.

déflatées par l'indice des prix à la consommation⁷.

Dans le cas des sorties, lorsque les séries disponibles le permettaient, nous avons essayé d'utiliser des variables exogènes distinctes pour les consommateurs et les entreprises. Ainsi, le revenu des premiers est mesuré par la consommation réelle des ménages⁸ (CONSUM) et celui des seconds par l'indice de la production industrielle (PRODUCT). L'emploi d'une mesure de production se justifie de deux manières. D'une part, les encaisses détenues par les firmes sont proportionnelles aux ventes. D'autre part, elles dépendent de la production dans la mesure où la monnaie est utilisée pour la rémunération des facteurs, en particulier du travail.

Les coûts de transaction sont mesurés par le coût d'opportunité du temps soit le salaire réel. Il serait, en effet, erroné de penser que les coûts de transaction se limitent aux commissions bancaires qui sont la plupart du temps nulles dans le cas des retraits de numéraire. C'est le temps consacré par chaque agent à se procurer des billets qui est traditionnellement considéré comme l'élément principal du coût de transaction et le salaire réel est utilisé comme mesure monétaire (voir par exemple, Dutton et Gramm [1973]). Le coût d'opportunité de détenir des billets est mesuré par le taux d'intérêt sur les dépôts d'épargne (INTERET) qui est la variable la plus adéquate dans le cas de la monnaie au sens étroit (voir Kohli [1984], p. 67). Dans ces deux cas, les données disponibles ne permettent pas la distinction entre les deux groupes d'agents⁹.

Le prix relatif du franc suisse pour les étrangers est mesuré par un indice du taux de change avec le dollar américain (TAUXCHGE). Alternative-ment, le mark allemand, ou un panier de monnaies, pouvait être employé mais l'hypothèse que le franc suisse peut être utilisé plus largement dans les transactions en espèces à l'étranger rend l'introduction du dollar américain plus plausible.

Finalement, une variable muette (DUM7678) a été utilisée pour tenir compte de l'introduction de la série actuelle des billets, entre 1976 et 1978¹⁰, qui a créé un accroissement temporaire des

mouvements de billets lorsque le public a échangé l'essentiel de ses anciennes coupures contre les nouvelles. Pour tester l'impact de l'effet fiscal, deux autres variables muettes ont été employées pour tenir compte des possibilités suivantes:

- au dernier trimestre des années paires, période qui comprend la date de la déclaration fiscale, les contribuables augmentent leurs retraits de billets auprès des intermédiaires financiers, et les sorties croissent. La période suivante, au début des années impaires, ils déposent les montants excédentaires immédiatement et le flux de billets hors de la banque nationale n'est pas affecté (FISCI);
- au dernier trimestre des années paires, les contribuables diminuent leurs dépôts, en anticipation de la date fatidique, et les sorties ne sont pas affectées. La période suivante, ils diminuent leur demande de numéraire temporairement, utilisant le surplus accumulé et les sorties décroissent (FISCI2).

Ainsi les sorties peuvent être affectées seulement au quatrième trimestre des années paires, seulement au premier trimestre des années impaires ou, pendant deux périodes consécutives lorsque les deux variables sont introduites conjointement.

⁷ Le choix de l'indice des prix à la consommation est discutable puisque les sorties, en particulier, sont déterminées par le comportement des entreprises aussi bien que par celui des consommateurs. Du point de vue des firmes, un indice des prix de gros paraîtrait plus adéquat. Cependant, les firmes ne sont pas indifférentes à l'indice des prix à la consommation dans la mesure où les salaires sont indexés.

⁸ L'absence de données fiables ne permet pas d'utiliser le revenu disponible et la consommation est une approximation de celui-ci.

⁹ On pourrait imaginer que le taux de l'Euro marché est une meilleure mesure du coût d'opportunité pour les firmes. Cependant, seules les grandes entreprises ont accès à ce marché et l'on peut supposer que la demande de billets est fortement influencée par les petites entreprises.

¹⁰ La période d'introduction des nouvelles séries s'étend de 1976 à 1979. Cependant, seule celle de mise en circulation des dénominations les plus grandes a été prise en compte ici. Les billets de 10 et 20 francs, introduits en 1979 représentent seulement 1,8% des mouvements et n'ont pas eu un impact sensible sur les flux de billets.

Dans une première étape, toutes les variables décrites ci-dessus ont été introduites et l'équation a été estimée par la méthode des moindres carrés ordinaires. Cependant, la variable des salaires réels mesurant le coût d'opportunité du temps pour les transactions a dû être éliminée étant donné sa mauvaise performance. Ce résultat peut s'expliquer de plusieurs manières. D'une part, cette variable est entachée d'une erreur de mesure puisque la statistique de salaires utilisée ne concerne que les ouvriers, et non l'ensemble de la population active. D'autre part, elle peut capter un effet de richesse fortement corrélé avec la consommation, d'où un problème de multi-collinéarité, expliquant la faible signification statistique.

Tableau 1: Estimation des sorties de billets avec diverses alternatives d'effet fiscal

	1	2	3
	Effet fisc. I	Effet fisc. I et II	Effet fisc. II
C	8,942** (12,9)	8,948** (12,8)	9,022** (12,3)
PRODUCT _t	0,469** (3,7)	0,470** (3,6)	0,492** (3,6)
CONSUM _t	0,503** (4,1)	0,502** (4,0)	0,482** (3,7)
INTERET	-0,050** (5,2)	-0,050** (5,1)	-0,050** (4,9)
TAUXCHGE _t	-0,142** (4,9)	-0,142** (4,9)	-0,141** (4,6)
DUM7678	0,084** (6,2)	0,084** (6,1)	0,087** (6,1)
FISCI	0,051** (2,7)	0,051** (2,7)	—
FISCI	—	-0,002 (0,1)	-0,002 (0,1)
DSEAS2	0,196** (7,7)	0,195** (6,9)	0,191** (6,5)
DSEAS3	0,079** (4,6)	0,078** (3,9)	0,076** (3,6)
DSEAS4	0,305** (11,9)	0,304** (10,8)	0,327** (11,7)
R ²	0,944	0,944	0,937
N	76	76	76
Durbin-W.	2,14	2,14	2,04
Theil	6,163*10 ⁻⁶	—	—
Chow	1,58	—	—

Les variables sont décrites dans l'appendice. Les chiffres en indice représentent les retards et, entre parenthèses, figure la valeur absolue du *t* de Student.

** significatif à 1%.

Les résultats des diverses estimations pour les sorties apparaissent dans le tableau 1. Selon la valeur du R², la meilleure formulation est celle de la première colonne et les valeurs effectives et estimées des sorties de billets sont représentées dans la figure 1. Un test de Chow, calculé sur l'échantillon divisé au moment de l'introduction des nouvelles séries de billets, montre que l'équation est stable dans le temps. La valeur de la statistique F est égale à 1,58, soit inférieure à la valeur critique de 2,01 (F_{10, 56}) pour un seuil de 5%. Finalement, la très basse valeur du coefficient de Theil indique que l'équation est appropriée pour des simulations historiques et la valeur de la statistique de Durbin-Watson, proche de 2,0, montre qu'il n'y a pas d'auto-corrélation des résidus.

La consommation et la production ont des coefficients significativement différents de zéro mais ces deux variables n'affichent pas le même indice de retard. Il apparaît, en effet, que les consommateurs réagissent plus rapidement que les firmes. Ceci n'est pas totalement surprenant si l'on considère que les entreprises ont des contraintes d'ajustement plus rigides que les individus. Les coûts pour changer la quantité de facteurs de production, particulièrement celle du travail, peuvent être relativement élevés en raison de l'aspect «investissement» du capital humain. Ainsi, aussi longtemps qu'un choc n'est pas reconnu comme étant permanent ou temporaire, les variations de production se font plutôt au travers d'une utilisation plus ou moins intensive d'une même quantité de travail ou de capital. Dans ce cas, si la demande de monnaie est proportionnelle au niveau des facteurs de production utilisés, une augmentation des quantités produites ne se reflétera pas immédiatement dans la demande d'encaisses des firmes. Cet effet est assimilable à la distinction traditionnelle entre les ajustements de court et de long terme. Les résultats obtenus ici tendent alors à montrer que l'ajustement très lent aux changements de la variable d'échelle que les estimations de la demande de stock de monnaie montrent généralement serait surtout imputable au comportement des firmes¹¹. Un test standard démontre que les

¹¹ Il faut noter que les régressions présentées ici n'exigent pas de variable endogène retardée comme facteur explicatif puisqu'il s'agit de flux et non de stocks.

SORTIES DE BILLETS DE LA BNS

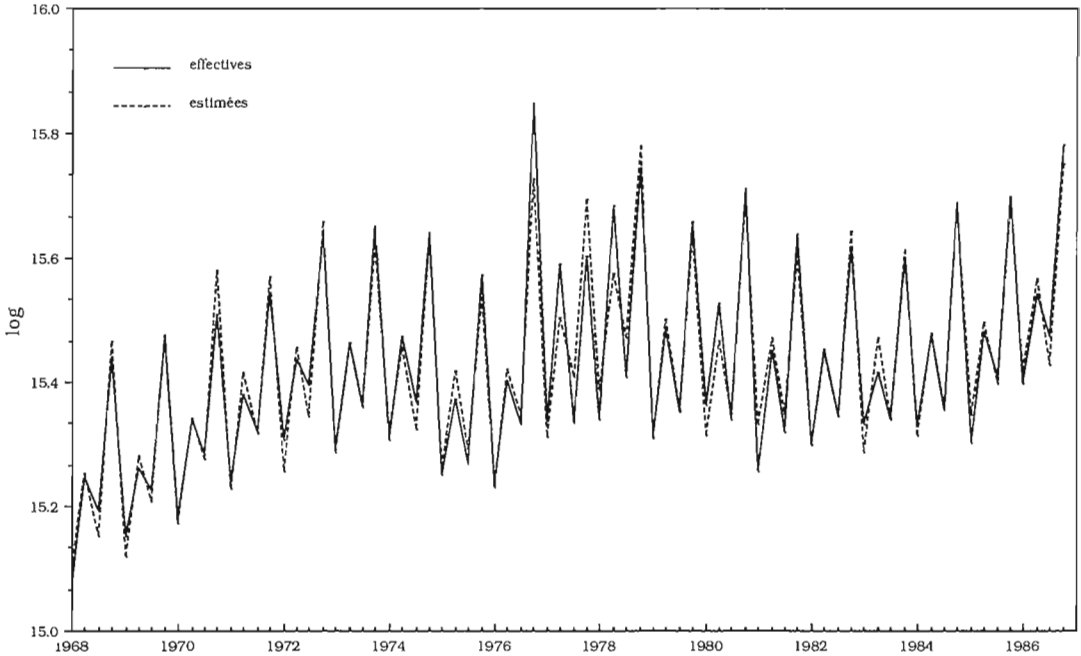


figure 1

élasticités par rapport à la consommation (0,503) et à la production (0,469) ne sont pas significativement différentes l'une de l'autre ($t=0,292$).

Le coefficient du taux d'intérêt indique une semi-élasticité de $-0,05$, et l'élasticité par rapport au taux moyen de l'échantillon est de $-0,182$. Le signe négatif du coefficient du taux de change montre que, lorsque la valeur du franc augmente vis-à-vis du dollar, la demande de billets suisses diminue, ce qui correspond à l'effet de substitution normal et non pas à l'hypothèse contraire d'un plus grand usage du franc dans les transactions internationales en cas de dépréciation du dollar. Cependant, l'effet mesuré est relativement faible puisque pour chaque pour cent d'augmentation de l'indice de la valeur du franc mesurée en dollars la demande de billets suisses diminue de $0,14\%$ ¹².

La variable muette reflétant la période d'introduction des nouvelles coupures est fortement significative et le coefficient relativement important. Comme souvent, une telle mesure, étant donné

son imprécision, peut capter d'autres effets à côté de celui que l'on désire mettre en évidence, ici, par exemple, l'influence des intérêts négatifs. L'effet fiscal intervient dans sa première formulation (FISCI) c'est-à-dire que les sorties de billets de la banque centrale augmentent sensiblement durant le dernier trimestre des années paires. Ceci implique que les agents réduisent leurs avoirs en comptes bancaires par des retraits supplémentaires durant cette période; ces mouvements additionnels représentent approximativement 5% du total des flux de billets hors de la Banque nationale, soit environ 360 millions de francs en 1986¹³. Le fait que la seconde variable mesurant l'effet fiscal (FISCI2) – baisse de la demande au début des années impaires due à un surplus d'encaisses – ne soit significative ni

¹² Ainsi, par exemple, entre décembre 1984 et le même mois de 1986, des variations du dollar de 44,6% ont entraîné un changement de 6,3% dans la demande de billets suisses.

¹³ Il est à noter qu'Ettlin et Fluri (1986), à l'aide d'une méthode de dessaisonnalisation, fondée sur le programme X-11, trouvent un effet fiscal significatif sur les données de stock de billets en circulation.

conjointement (colonne 2) ni individuellement (colonne 3), suggère que les billets sont immédiatement déposés en début d'années impaires et que, par conséquent, les sorties ne sont alors pas affectées. Cette conclusion cependant n'a pas été testée formellement, en particulier à cause de la forme choisie pour l'équation des entrées.

Les résultats pour l'équation des entrées sont donnés dans le tableau 2. La variable dépendante a été tout d'abord régressée sur une distribution des sorties retardées jusqu'à une année (colonne 2). Seules les sorties contemporaines et celles qui affichent un retard d'une année sont significatives, et les résultats sont relativement peu affectés lorsque les variables retardées non significatives sont supprimées¹⁴. Ainsi, les résultats de la colonne 1 montrent que la plupart des billets qui quittent la Banque nationale y reviennent après moins d'un trimestre mais qu'une certaine proportion d'entre eux prend presque une année avant de réapparaître au comptoir de la banque centrale¹⁵. Il est à noter que la somme des coefficients des sorties contemporaines et retardées est égale à 1 et que par conséquent,

Tableau 2: Estimation des entrées de billets

	1	2	3	4
C	—	-0,274 (0,3)	—	—
SORTIES	0,829** (14,9)	0,798** (9,6)	0,648** (6,4)	0,883** (13,6)
SORTIES ₁	—	0,107 (1,2)	—	—
SORTIES ₂	—	-0,104 (1,1)	—	—
SORTIES ₃	—	0,061 (0,7)	—	—
SORTIES ₄	0,179** (3,2)	0,162* (2,0)	0,360** (3,6)	0,126* (2,0)
DSEAS2	-0,184** (15,5)	-0,103* (2,3)	-0,185** (12,5)	-0,183** (11,3)
DSEAS3	-0,126** (10,7)	-0,121** (4,0)	-0,137** (9,3)	-0,118** (7,3)
DSEAS4	-0,346** (29,1)	-0,277** (5,9)	-0,341** (22,9)	-0,349** (21,4)
R ²	0,868	0,876	0,906	0,755
N	76	76	32	44
Durbin-W.	1,51	1,37	1,90	1,56
Période	67-86	67-86	67-75	76-86

** significatif à 1%.

* significatif à 5%.

tous les billets reviennent dans un délai d'une année. Cependant, lorsque l'échantillon est divisé en deux au moment de l'introduction des nouvelles coupures, un changement de comportement apparaît clairement. La comparaison des résultats des colonnes 3 (période 1967-1975) et 4 (période 1976-1986) montre qu'après 1976, une proportion plus grande de billets revient à la Banque nationale pendant le même trimestre que ce n'était le cas avant cette date. Ainsi, chaque unité monétaire tend à rester, en moyenne, moins longtemps en circulation. Cependant, seule une analyse approfondie de la distribution des billets par coupures et de la structure des transactions pourrait permettre d'identifier les causes précises d'un tel changement.

Finalement, on peut encore mentionner que les résultats obtenus ici sont compatibles avec une analyse traditionnelle du stock de monnaie. En effet, le stock de billets en circulation peut être défini comme,

$$\text{Stock}_t = \text{Stock}_{t-1} + \text{Sorties}_t - \text{Entrées}_t. \quad (8)$$

Le stock est enregistré à la fin de la période, et les flux pendant la période. D'après les résultats empiriques, l'équation des entrées de billets a la structure suivante:

$$\text{Entrées}_t = (1-a) * \text{Sortie}_t + a * \text{Sorties}_{t-4} + u_t. \quad (9)$$

Si l'on substitue (9) dans la définition (8), on obtient la formulation suivante,

$$\Delta \text{Stock}_t = a * (\text{Sorties}_t - \text{Sorties}_{t-4}) + u_t.$$

Ainsi, les variations de stock sont proportionnelles aux variations des sorties dans le temps. En équilibre stationnaire, les sorties sont constantes et donc le stock de monnaie en circulation est invariable.

¹⁴ L'introduction de retards plus longs, jusqu'à deux ans, ne modifie pas ces conclusions.

¹⁵ L'utilisation de données mensuelles donne des résultats très similaires puisque ce sont les sorties du même mois et celles de 2 et 11 mois auparavant qui sont déterminantes.

Conclusion

Les résultats de cette étude montrent que les sorties de billets de la Banque nationale suisse peuvent être estimées sur la base de la théorie traditionnelle de la demande de monnaie. Il a fallu cependant ajouter aux arguments standards du revenu et du coût d'opportunité des variables tenant compte des caractéristiques suisses. Ainsi, il apparaît qu'il existe un effet de substitution clair entre le franc suisse et le dollar lorsque ce dernier perd de la valeur sur les marchés internationaux et les sorties sont influencées par le système d'imposition bisannuelle. Les entrées, en revanche, dépendent du nombre de transactions qu'un billet effectue en moyenne. Ainsi, il apparaît que la plupart des billets qui sortent dans un trimestre reviennent pendant la même période. Il reste que la modélisation des entrées de coupures dans la Banque nationale n'est pas totalement satisfaisante et qu'il vaudrait la peine de tenter d'expliquer plus précisément les causes du changement de comportement qui a été relevé dans la deuxième partie de l'échantillon.

Bibliographie

- Dutton D. S. et W. P. Gramm, (1973), «Transaction Costs, the Wage Rate and the Demand for Money», *American Economic Review*, 63, 652-665.
- Ettlin F. et R. Fluri, (1986), «Der Einfluss der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf – Identifikation und Quantifizierung», *Monnaie et Conjoncture*, 3, 194-199.
- Heri E. W., (1988), «Money Demand Regressions and Monetary Targeting. Theory and Stylized Evidence», *Revue suisse de Statistique et d'Economie politique*, 124, 2, 123-149.
- Kohli U., (1984), «La Demande de Monnaie en Suisse», *Monnaie et Conjoncture*, 4, 64-70.
- (1985), «La Demande de Monnaie en Suisse: Aspects divers», *Monnaie et Conjoncture*, 2, 150-164.
- Laidler D., (1977), «*The Demand for Money. Theory and Evidence*», 2e édition, Harper and Row, New York.
- (1988), «Presidential Address: Taking Money Seriously», *Canadian Journal of Economics*, 21, 4, 687-713.
- Miles M. A., (1978), «Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence», *American Economic Review*, 68, 3, 428-436.
- Prachowny M. F. J., (1985), «*Money in the Macroeconomy*», Cambridge University Press, Cambridge.
- Roth J.-P., (1981), «Exchange Rate Expectations and the Demand for Money: the Swiss Case», papier présenté au Séminaire de Constance sur la théorie et la politique monétaires, juin.

Appendice

Toutes les séries viennent de la banque de données de la Banque nationale suisse.

- C: constante.
- CONSOM_t: logarithme de la consommation réelle privée. La consommation réelle est égale à la consommation nominale déflatée par l'indice des prix à la consommation.
- DSEAS_t: variable muette pour tenir compte des variations saisonnières.
- DUM7678: variable binaire qui tient compte de l'introduction des nouvelles coupures. Elle prend la valeur 1 de 1976: 1 à 1978: 4 et 0 le reste du temps.
- ENTREES: logarithme de la valeur réelle totale des billets qui reviennent à la BNS. Le déflateur utilisé est l'indice des prix à la consommation.
- FISCI: variable muette qui tient compte de l'effet fiscal en fin d'années paires. Elle prend la valeur 1 chaque quatrième trimestre, tous les deux ans, et 0 le reste du temps.
- FISCI2: variable muette qui tient compte de l'effet fiscal en début d'années impaires. Elle prend la valeur 1 chaque premier trimestre tous les deux ans, et 0 le reste du temps.
- INTERET: taux d'intérêt sur les comptes d'épargne auprès des banques cantonales.
- PRODUCT_t: logarithme de l'indice de production industrielle.
- SORTIES: logarithme de la valeur réelle totale des billets qui sortent de la BNS. Le déflateur utilisé est l'indice des prix à la consommation.
- TAUXCHGE_t: logarithme de l'indice du prix du franc suisse en dollars américains.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Erhöhung des Diskont- und Lombardsatzes

Die Nationalbank erhöhte am 19. Dezember 1988 den Lombard- und den Diskontsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 5½% bzw. 3½%. Mit Wirkung ab 20. Januar 1989 wurden die Sätze nochmals um je einen halben Prozentpunkt auf 6% und 4% angehoben.

Bewerbung um den Status eines «other holder» von Ecu

Am 23. Dezember 1988 beschloss die Nationalbank, den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (FECOM) zu ersuchen, ihr den Status eines «other holder» von Ecu zu gewähren. Im Januar 1989 entsprach der FECOM dem Ersuchen der Nationalbank.

Rückzahlung des Überbrückungskredits an Brasilien

Ende August 1988 hat Brasilien den Überbrückungskredit von 500 Mio. Dollar, der ihm Mitte Juli 1988 von verschiedenen Währungsbehörden und Zentralbanken gewährt worden war (vgl. Quartalsheft Nr. 3/1988), zurückbezahlt. Das Engagement der SNB, die eine Substitutionszusage (mit Bundesgarantie) über 12 Mio. Dollar an den von der BIZ koordinierten Kreditbetrag geleistet hatte, ist damit erloschen.

Rückzahlung des Überbrückungskredits an Argentinien

Argentinien hat einen Überbrückungskredit, der ihm Mitte Oktober 1988 von den Währungsbehörden der Vereinigten Staaten, der deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau und von verschiedenen Zentralbanken gewährt worden war (vgl. Quartalsheft Nr. 4/1988), Ende Februar zurückbezahlt. Das Engagement der SNB – eine Substitutionszusage (mit Bundesgarantie) über 12,5 Mio. Dollar für einen Kredit der BIZ – ist damit beendet.

Relèvement des taux officiels

Le 19 décembre 1988, la Banque nationale a relevé de 5% à 5½% le taux des avances sur nantissement et de 3% à 3½% celui de l'escompte. En outre, elle a porté ces deux taux à 6% et à 4% à compter du 20 janvier 1989.

Obtention du statut de «tiers détenteur» d'Ecus

Le 23 décembre 1988, la Banque nationale a demandé au Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) de lui accorder le statut de «tiers détenteur» d'Ecus. Au mois de janvier 1989, le FECOM a répondu favorablement à cette demande.

Remboursement d'un crédit relais accordé au Brésil

A la fin du mois d'août 1988, le Brésil a remboursé le crédit relais de 500 millions de dollars que plusieurs autorités monétaires et banques centrales lui avaient octroyé à la mi-juillet 1988 (voir bulletin trimestriel no 3, 1988). La promesse de substitution de 12 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.

Remboursement d'un crédit relais accordé à l'Argentine

A la fin du mois de février, l'Argentine a remboursé un crédit relais qui lui avait été accordé à la mi-octobre 1988 par les autorités monétaires des Etats-Unis, la «Kreditanstalt für Wiederaufbau» – un établissement allemand – et plusieurs banques centrales (voir bulletin trimestriel no 4, 1988). La promesse de substitution de 12,5 millions de dollars que la Banque nationale avait fournie, avec garantie de la Confédération, en faveur d'un crédit de la BRI a ainsi pris fin.

