

SNB  
BNS+

---

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjuncture**

**No.2  
Juni/juin 1988**

**6. Jahrgang/6e année**

---



## Inhalt/Table des matières

---

Übersicht	87
Sommaire	88
Sommario	89
Abstracts	90
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	91
Situation économique et monétaire	115
<hr/>	
François Schaller: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 29 avril 1988	139
François Schaller: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 29. April 1988	142
<hr/>	
Pierre Languetin: Exposé à l'Assemblée générale du 29 avril 1988	145
Pierre Languetin: Generalversammlungsreferat vom 29. April 1988	151
<hr/>	
Philippe Cottier: Le Système Monétaire Européen: Aspects juridiques et relations avec la Suisse	157
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	172
Chronique monétaire	172

---



## Übersicht

---

### Wirtschafts- und Währungslage (S. 91–114)

In den Industrieländern hielt die gute Wirtschaftslage im ersten Quartal an. Während in den Vereinigten Staaten und in zunehmendem Masse auch in der Bundesrepublik Deutschland die Exporte eine wichtige Konjunkturstütze bildeten, gingen in Japan, Grossbritannien und Italien die konjunkturellen Impulse vor allem von der Binnennachfrage aus. In Frankreich schwächte sich das Wachstum leicht ab. Insgesamt werden die Konjunkturaussichten für 1988 in den OECD-Ländern zuversichtlicher als noch zu Beginn des Jahres beurteilt.

In der Schweiz blieb die Nachfrage aus dem Inland lebhaft, während die Exporte kräftig stiegen. Im monetären Bereich bewirkten die auf Anfang Jahr in Kraft getretenen neuen Liquiditätsvorschriften der Banken einen starken Rückgang der Nachfrage nach Notenbankgeld. Die kurzfristigen Zinssätze bildeten sich vorübergehend stark zurück.

### Generaiversammlung der Aktionäre (S. 139–156)

Der Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank, *François Schaller*, erinnerte in seiner Eröffnungsansprache daran, dass die Kontrolle der Geldmenge die wichtigste Voraussetzung zur Bewahrung eines stabilen Preisniveaus bildet. Es stellt sich deshalb die Frage nach der zweckmässigen Abgrenzung der Geldmenge. Die Erscheinungsformen des Geldes ändern sich im Laufe der Zeit. So haben sich beispielsweise in den letzten Jahren die Grenzen zwischen Geld und anderen, mehr der längerfristigen Kapitalanlage dienenden Anlageformen verwischt. Da sich dieser Wandel jedoch langsam vollzieht, ist eine stabilitätsorientierte Geldpolitik dennoch möglich. Die Definition der Geldmenge muss aber immer wieder überprüft werden.

Der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, *Pierre Languetin*, führte in seinem Referat den Kurssturz an den Aktienbörsen vom Oktober 1987 gleichermassen auf die kurzfristige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik der Industrieländer und den stürmischen Wandel auf den Finanzmärkten zurück. Angesichts der befürchteten negativen Auswirkungen der Börsenkrise auf die Wirtschaft lockerte die Nationalbank gegen Ende des Jahres 1987 ihren geldpolitischen Kurs und stellte für 1988 die Fortsetzung dieser etwas expansiveren Gangart in Aussicht. Die Steuerung der Geldmenge wird in diesem Jahr jedoch durch die Anfang des Jahres in Kraft getretenen neuen Liquiditätsvorschriften der Banken erschwert. Infolge der geringeren Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld muss mit einer deutlichen Unterschreitung des Geldmengenziels gerechnet werden. Ferner wies Pierre Languetin auf die insgesamt günstige Verfassung der schweizerischen Wirtschaft hin. Er betonte aber gleichzeitig die Notwendigkeit, flexibel auf das sich rasch wandelnde Umfeld zu reagieren und den in der privaten Wirtschaft wie auch beim Staat spürbaren Tendenzen der Erstarrung entschieden entgegenzuwirken.

### Das Europäische Währungssystem (S. 157–171)

Obschon das im Jahre 1979 geschaffene Europäische Währungssystem (EWS) eine der wichtigsten Errungenschaften der EG ist, hat es bis heute in der Rechtsetzung der EG nur rudimentär seinen Niederschlag gefunden. Dies erklärt sich zum einen daraus, dass sich zwar alle EGLänder am Beistandsabkommen beteiligen, aber nur acht davon auch am Kernstück des EWS – dem Wechselkursmechanismus – partizipieren. Zum andern spielt eine Rolle, dass das EWS noch nicht seine endgültige Form gefunden hat. Ohne einen Beitritt ins Auge zu fassen, verfolgt die Schweiz eine ähnliche Geldpolitik wie die EWS-Mitglieder. Die Schwankungen des Frankens gegenüber den EWS-Währungen halten sich deshalb in relativ engen Grenzen.

## Sommaire

---

### **Situation économique et monétaire (p. 115–138)**

Dans les pays industrialisés, la conjoncture est restée bonne au premier trimestre de 1988. Les exportations ont fourni un important soutien à l'activité économique aux Etats-Unis et, dans une mesure croissante, en République fédérale d'Allemagne. En revanche, les impulsions sont venues avant tout de la demande intérieure au Japon, au Royaume-Uni et en Italie. La croissance a faibli légèrement en France. Dans la zone de l'OCDE, les perspectives économiques pour 1988 sont jugées aujourd'hui avec plus d'optimisme qu'au début de l'année.

En Suisse, la demande intérieure est restée vigoureuse et les exportations ont progressé sensiblement. Les nouvelles prescriptions qui, depuis le début de l'année, régissent les liquidités bancaires ont entraîné une forte diminution de la demande de monnaie centrale. Les rémunérations à court terme ont fléchi nettement avant d'augmenter de nouveau légèrement.

### **Assemblée générale des actionnaires de la BNS (p. 139–156)**

Dans son allocution d'ouverture, *M. François Schaller*, président du Conseil de banque, a rappelé l'importance du contrôle de la masse monétaire pour le maintien de la stabilité du niveau des prix. Il n'est toutefois pas aisé de définir de manière adéquate la masse monétaire. Les formes sous lesquelles se présente la monnaie évoluent dans le temps. Ces dernières années, par exemple, la frontière entre le numéraire et de nombreuses catégories de placements à court terme s'est estompée. Comme cette évolution s'opère de façon plutôt lente, la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur la stabilité est toujours possible. Mais la définition de la masse monétaire doit être régulièrement soumise à un réexamen.

Quant à *M. Pierre Languetin*, président de la Direction générale, il a souligné, dans son exposé, le lien existant entre la politique économique axée sur le court terme des pays industrialisés ainsi que la récente vague d'innovations financières et le krach boursier d'octobre 1987. Eu égard aux conséquences négatives que le krach aurait pu avoir sur la conjoncture, la Banque nationale a assoupli sa politique monétaire vers la fin de 1987 et annoncé son intention de maintenir le même degré de rigueur en 1988. L'introduction, au début de cette année, de nouvelles prescriptions sur les liquidités bancaires rend toutefois plus difficile la gestion de la masse monétaire. La demande d'avois en comptes de virements ayant diminué, la croissance de la monnaie centrale restera cette année à un niveau nettement inférieur à l'objectif. En outre, *M. Languetin* a mentionné la situation globalement favorable dans laquelle se trouve l'économie suisse. Il a relevé également la nécessité de faire preuve de souplesse face aux mutations rapides de l'environnement et de combattre résolument les tendances à l'ankylose qui se développent au sein de l'économie, mais aussi de l'Etat.

### **Le Système Monétaire Européen (p. 157–171)**

Bien qu'il soit une des principales réalisations de la CEE et qu'il existe depuis neuf ans, le Système Monétaire Européen n'est inscrit que très partiellement dans la législation communautaire. Si tous les pays de la CEE participent aux accords de soutien, seuls huit d'entre eux sont membres du mécanisme de change. En outre, le Système n'a pas encore sa forme définitive. Cela explique la réserve des législateurs. Sans vouloir adhérer au Système, la Suisse suit une stratégie conforme à ses principes généraux. Ainsi, le franc suisse fluctue peu face aux monnaies participant au mécanisme de change.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (p. 91-138)**

Nei paesi industrializzati la congiuntura è rimasta buona durante il primo trimestre del 1988. Negli Stati Uniti, e in misura sempre maggiore anche nella Repubblica federale tedesca, un importante sostegno alla crescita economica è stato fornito dalle esportazioni, mentre in Giappone, nel Regno Unito e in Italia gli impulsi sono derivati soprattutto dalla domanda interna. In Francia la crescita si è leggermente affievolita. In generale le prospettive economiche per il 1988 nella zona dell'OCSE sono oggi migliori che non all'inizio dell'anno.

In Svizzera la domanda interna è rimasta vivace e le esportazioni sono aumentate sensibilmente. Le nuove prescrizioni che regolano le liquidità bancarie, entrate in vigore all'inizio dell'anno, hanno provocato una forte diminuzione della domanda di moneta di banca centrale. I tassi d'interesse a breve termine hanno registrato un calo netto, anche se solo temporaneo.

### **Assemblea generale degli azionisti della BNS (p. 139-156)**

Nel suo discorso di apertura *François Schaller*, presidente del Consiglio di banca, ha ricordato che il controllo della massa monetaria è il prerequisito principale per il mantenimento della stabilità dei prezzi. Diventa perciò importante definire adeguatamente il concetto di massa monetaria. Le forme sotto cui la moneta può manifestarsi sono variabili nel tempo. Ad esempio, in questi ultimi anni, la distinzione tra la moneta, in quanto forma più liquida di collocamento, e altri strumenti più adatti ad investimenti di più lungo termine è andata vieppiù scemando. Siccome questa evoluzione è alquanto lenta, il perseguimento di una politica monetaria di stabilità è ancora possibile. Comunque, la definizione della massa monetaria devono essere regolarmente riesaminati.

Il presidente della direzione generale, *Pierre*

*Languetin*, ha dal canto suo sottolineato nel suo discorso come il crac borsistico dell'ottobre 1987 sia da attribuire tanto all'orientamento di breve termine delle politiche economiche dei paesi industrializzati che alla recente ondata di innovazioni finanziarie. Per le conseguenze negative che il crollo in borsa avrebbe potuto avere sull'evoluzione congiunturale, la Banca nazionale ha allentato la sua politica monetaria verso la fine del 1987 e ha annunciato la sua intenzione di mantenere tale corso anche per il 1988. Tuttavia, l'introduzione all'inizio di quest'anno delle nuove prescrizioni concernenti le liquidità bancarie, rende più difficile la gestione della massa monetaria. Siccome la domanda di moneta centrale da parte delle banche è diminuita, la crescita della base monetaria si situerà quest'anno a un livello nettamente inferiore all'obiettivo fissato. Pierre Languetin ha pure menzionato la situazione globalmente favorevole in cui si trova l'economia svizzera. Ha inoltre ricordato la necessità di saper rispondere in modo flessibile ai rapidi cambiamenti del contesto generale e di combattere in modo deciso le tendenze alla rigidità che possono essere riscontrate tanto nel settore statale che in quello privato.

### **Il Sistema Monetario Europeo (p. 157-171)**

Pur rappresentando una delle più importanti realizzazioni della CEE, il Sistema Monetario Europeo, in vigore dal 1979, non è considerato che in maniera rudimentale nella legislazione della CEE. Ciò è dovuto da una parte al fatto che, benchè tutti i paesi della Comunità partecipino agli accordi di sostegno, solo otto di loro partecipano al meccanismo di cambio, che rappresenta la parte centrale del sistema. D'altra parte, lo SME non ha ancora trovato la sua forma definitiva. Senza essere intenzionata ad aderire allo SME, la Svizzera segue una strategia monetaria simile a quella delle nazioni partecipanti. È per questo motivo che le fluttuazioni del franco svizzero nei confronti delle monete dello SME si mantengono entro limiti relativamente contenuti.

## Abstracts

---

### **Economic and monetary developments (pp. 91–138)**

The economies of the industrialised countries continued to develop favourably in the first quarter. Whereas in the United States, and increasingly so in West Germany, exports constituted a major pillar of the economy, in Japan, Britain and Italy the cyclical stimuli emanated chiefly from domestic demand. France witnessed a slight slowdown in growth. Overall, economic prospects in the OECD countries for 1988 are considered to be more promising than at the start of the year.

In Switzerland domestic demand remained brisk while exports rose vigorously. In the monetary sector the banks' new liquidity regulations, which entered into force at the beginning of the year, caused demand for central bank money to decline perceptibly. Short-term interest rates fell steeply for some time.

### **General Meeting of Shareholders (pp. 139–156)**

In his opening speech the President of the Bank Council of the Swiss National Bank, *François Schaller*, called to mind that the regulation of the money supply is the chief prerequisite for maintaining price stability. The question therefore arises how the money supply can be appropriately defined. The outward appearance of money changes over time. In recent years, for example, the distinction between money as the most liquid form of investment and other instruments more suitable for longer-term capital investments has become blurred. Since the change is a gradual one, a stability-oriented monetary policy can nevertheless be implemented. The definition and method of calculation of the money supply, however, need to be reviewed from time to time.

The Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, *Pierre Languetin*, attributed – in his address – the collapse of stock

market prices in October 1987 equally to the short-term orientation of the industrialised countries' economic policies and to the turbulent changes in the financial markets. In view of the adverse effects the stock market crash was feared to have on the economy, the National Bank eased the monetary reins towards the end of 1987 and envisaged a similarly expansive monetary course for 1988. However, steering the money supply has become more difficult this year in view of the banks' new liquidity regulations. As a result of a decline in the banks' demand for central bank money, the money supply is expected to grow considerably less than the targeted figure. Mr Languetin also drew attention to the generally sound state of the Swiss economy. At the same time, he emphasised the need to respond flexibly to the rapidly changing environment and to offer determined resistance to the trend towards rigidity making itself felt both in the private sector and in the government.

### **The European Monetary System (pp. 157–171)**

Even though the European Monetary System (EMS), which was established in 1979, is one of the major achievements of the EEC it has found no more than rudimentary consideration in the legislation of the EEC. This is due, on the one hand, to the fact that although all the Common Market countries are party to the assistance agreement, only eight of them are involved in the actual centrepiece of the EMS – the exchange rate mechanism. On the other hand, significance attaches to the fact that the EMS has yet to find its final form. Without entertaining any plans to join the EMS, Switzerland nevertheless pursues a monetary strategy similar to that of the member countries. For this reason, the fluctuations of the Swiss franc vis-à-vis the EMS currencies keep within relatively narrow bounds.



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 10. Juni 1988\*

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

### 1. Überblick

#### Konjunkturentwicklung

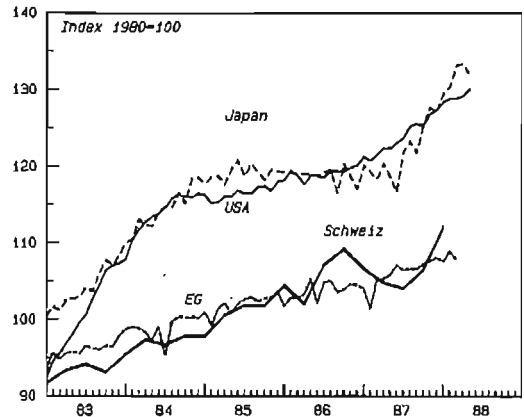
Die Wirtschaft der OECD-Länder befand sich auch im ersten Quartal 1988 im Vergleich zu den pessimistischen Erwartungen zu Beginn des Jahres in einer überraschend günstigen Verfassung. Wer den Konjunkturhorizont nach Anzeichen einer bevorstehenden Wetterverschlechterung absuchte, vermochte bloss wenige kleine Wolken auszumachen. Die Industrieproduktion wurde in den meisten Ländern weiter ausgedehnt, am stärksten in Japan und Italien. Die Unternehmungen schätzten die Aussichten für die nähere Zukunft im allgemeinen günstig ein. Die Arbeitslosenrate ging vor allem in Grossbritannien und in den Vereinigten Staaten weiter zurück, während sie in Frankreich, Japan und der Bundesrepublik Deutschland annähernd konstant blieb.

Die Anpassung der internationalen Handelsströme an die Wechselkursänderungen der letzten Jahre scheint sich nun auch zunehmend in den Leistungsbilanzen – vor allem in derjenigen der Vereinigten Staaten – niederzuschlagen. Trotz deutlicher Anzeichen eines rückläufigen Trends des amerikanischen Aussenhandelsdefizits schwächte sich der Dollar als Folge eines höheren als des erwarteten Fehlbetrags im Februar vorübergehend ab.

Die Teuerung ging im ersten Quartal leicht zurück. Dennoch waren besonders in den Vereinigten Staaten und Japan Warnungen zu hören, die Inflation könnte angesichts der stark ausgelaste-

\* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1988 bekannt wurden.

Grafik 1: Industrieproduktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

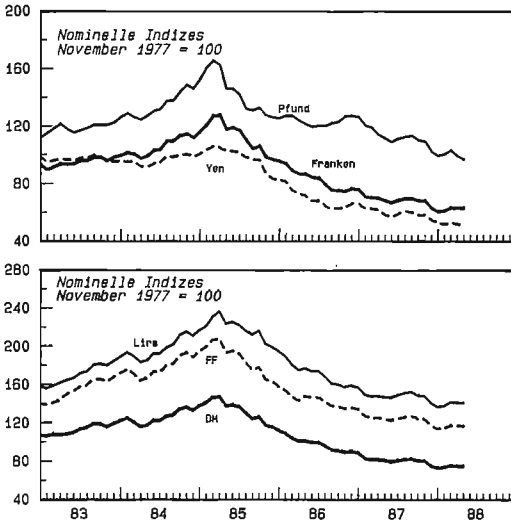
ten Produktionskapazitäten und der Arbeitsmarktlage wieder anziehen. Auch ein Anstieg der langfristigen Zinsen könnte als Zeichen gestiegener Inflationserwartungen verstanden werden.

#### Wirtschaftspolitik

Die staatlichen Haushaltsdefizite der OECD-Länder entsprachen im Jahre 1987 durchschnittlich 2,6% des Bruttoinlandprodukts, gegenüber 3,3% im Jahre 1986. Im allgemeinen wird im Jahre 1988 nicht mit weiteren Fortschritten bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen gerechnet; aufgrund der vorliegenden Budgets ist generell eher ein leichter Anstieg der Ausgabenüberschüsse zu erwarten.

Dies betrifft insbesondere die Vereinigten Staaten, wo der unerwartet starke Defizitabbau im Jahre 1987 vor allem durch Sonderfaktoren auf der Einnahmenseite des Bundeshaushalts ermöglicht wurde. In Japan sank im gleichen Zeitraum der Fehlbetrag des Staatshaushaltes ins-

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



gesamt trotz finanzpolitischer Stimulierungsmassnahmen ebenfalls kräftig. Die Verbesserung ist einer Zunahme der Steuererträge zu verdanken, die sich aus den ausserordentlich hohen Kapitalgewinnen auf Aktien und Immobilien sowie der sehr guten Wirtschaftsentwicklung ergab. In Grossbritannien war die günstige Konjunktur für die massive Verringerung des Haushaltsdefizits verantwortlich. Dasselbe gilt in vermindertem Ausmass für Italien, während die Fehlbeträge in Frankreich, Kanada und den kleineren Industrieländern hauptsächlich als Folge restriktiver finanzpolitischer Massnahmen zurückgingen. Unter den grossen Industrieländern stieg das Budgetdefizit im vergangenen Jahr einzig in der Bundesrepublik Deutschland, wozu begrenzte finanzpolitische Stimulierungsmassnahmen und die im Vergleich zu anderen Ländern flache Konjunktur beitrugen.

Die Bundesrepublik Deutschland ist zudem das einzige grosse Industrieland, das als Folge der Anfang 1988 in Kraft getretenen Einkommenssteuersenkung einen starken Anstieg des Budgetdefizits erwartet. In Grossbritannien werden 1988 zwar ebenfalls Steuererleichterungen gewährt; deren Einfluss auf den Budgetausfall dürfte jedoch durch konjunkturbedingte hohe Einnahmen weitgehend kompensiert werden.

Die Geldpolitik der drei wichtigsten Industrieländer wirkte im ersten Quartal 1988 expansiv. Die Währungsbehörden Japans und der Bundesrepublik Deutschland setzten ihre schon bisher lockere Geldpolitik fort, um zur Stabilisierung des Dollars beizutragen, während die amerikanische Zentralbank Anfang 1988 von ihrem straffen Kurs vorübergehend abrückte, um die Konjunktur zu stimulieren.

In allen drei Ländern ergab sich im ersten Quartal ein relativ hohes Geldmengenwachstum. Die kurzfristigen Dollarzinsen lagen im ersten Quartal deutlich tiefer als am Jahresanfang, stiegen aber nach der leichten Straffung der amerikanischen Geldpolitik im April wieder. Hingegen blieben die deutschen und die japanischen Geldmarktsätze bei unveränderten Leitzinsen weitgehend stabil. Die langfristigen Zinssätze der drei Länder sanken im ersten Quartal unter das Niveau des Vorquartals. Nach einem deutlichen Anstieg in den Vereinigten Staaten vom März an erhöhten sich die Renditen im April auch in Japan und in der Bundesrepublik Deutschland.

### **Devisenmarkt**

Die Wechselkurse des amerikanischen Dollars entwickelten sich im Laufe der Monate Februar bis Mai uneinheitlich. Gegenüber dem Schweizer Franken, dem französischen Franken und der italienischen Lira wertete sich der Dollar leicht auf, während er gegenüber dem japanischen Yen und der D-Mark etwas an Wert einbüsste. Die britischen Währungsbehörden rückten im März 1988 von ihrer bisherigen Politik ab, den Preis des Pfundes nicht über 3 D-Mark steigen zu lassen. In der Folge verteuerte sich das Pfund erheblich. Dank der im Vergleich zum Vorjahr stabilen Wechselkurse intervenierten die Währungsbehörden von Februar bis Anfang Mai nur sporadisch und mit relativ kleinen Beträgen an den Devisenmärkten. Einzig die Bekanntgabe des amerikanischen Handelsbilanzdefizits für Februar, das höher als erwartet ausfiel, bewirkte Mitte April einen Rückgang des Dollarkurses binnen wenigen Stunden. In der Folge intervenierten die wichtigsten Notenbanken zugunsten der amerikanischen Währung. Auch innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) traten

von Februar bis Anfang Mai keine nennenswerten Spannungen auf.

Vom ersten Quartal 1987 bis zum ersten Quartal 1988 ging der handelsgewichtete Dollarkurs nominal und real um 10,5% bzw. 9,2% zurück. In der gleichen Periode stieg der handelsgewichtete Aussenwert des japanischen Yen nominal und real um 14,7% bzw. 11,0%. Die reale handelsgewichtete Aufwertung des Schweizer Frankens betrug hingegen nur 2,3%, während der reale Kurs der D-Mark sogar leicht zurückging (-1,4%).

### ***Internationale Währungszusammenarbeit und Verschuldungsprobleme***

Der Bundesrat beantragte den eidgenössischen Räten im April, einer Beteiligung der Schweiz an der Erweiterten Strukturanpassungs-Fazilität (ESAF) des Internationalen Währungsfonds in der Höhe von 200 Mio. Sonderziehungsrechten zuzustimmen. Bei diesem zinslosen Kredit handelt es sich um eine längerfristige Strukturanpassungshilfe zugunsten der ärmsten Entwicklungsländer.

Im Dezember 1987 unterbreitete Mexiko seinen Gläubigerbanken einen Vorschlag, wonach diese ihre mexikanischen Kredite auf freiwilliger Basis in Anleihen mit einer Laufzeit von zwanzig Jahren umwandeln konnten. Die Hauptschuld dieser Anleihen ist durch 20jährige Zerobonds des amerikanischen Schatzamtes gedeckt. Das Resultat dieser Bemühungen blieb weit hinter den Erwartungen der mexikanischen Regierung zurück. Die Umwandlungssumme belief sich auf 3,66 Mrd. Dollar mit einem Abschlag von 30,3% statt der erwarteten 10 Mrd. Dollar und einem Abschlag von 50%.

Als im Frühjahr der Interimsausschuss des IWF zusammentrat, wurde insbesondere vorgeschlagen, die Kompensierende Finanzierungs-Fazilität (compensatory financing facility) durch ein neues Instrument, die sogenannte Eventual-Fazilität (external contingency mechanism) zu ergänzen. Dadurch soll eine Ausgleichsmöglichkeit für Zahlungsbilanzdefizite geschaffen werden, die aufgrund einer unvorhergesehenen Er-

höhung der Zinssätze oder der Importpreise (mit Ausnahme der Getreidepreise) entstehen. Für Getreidepreiserhöhungen und Ausfuhrpreissenkungen sind durch die Kompensierende Finanzierungs-Fazilität bereits Schutzmassnahmen vorgesehen.

## **2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern**

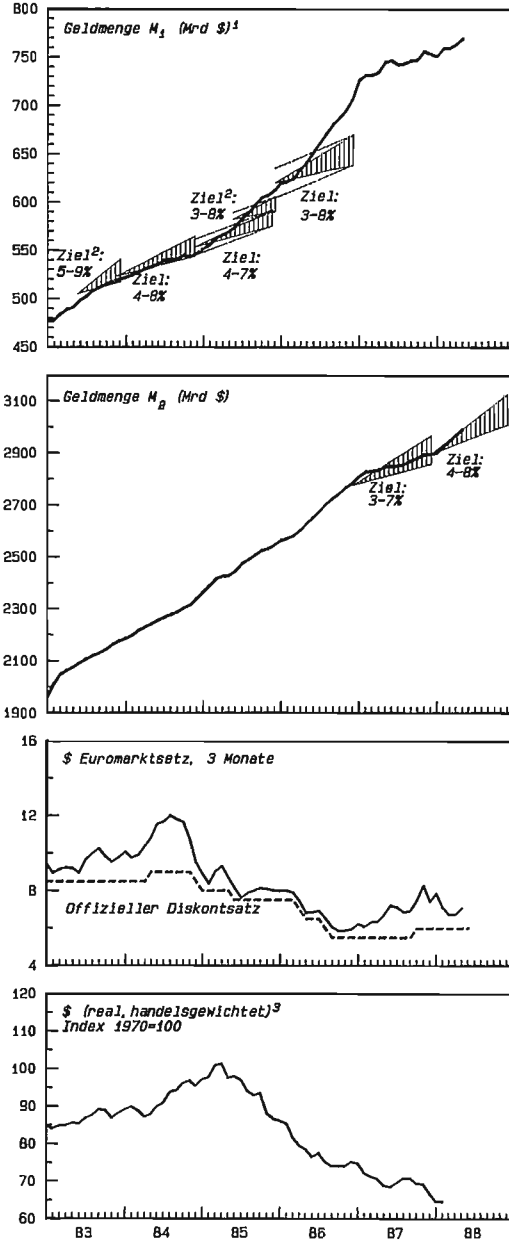
### ***Vereinigte Staaten***

Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten befand sich im ersten Quartal 1988 nach wie vor in einer guten Verfassung. Die Arbeitslosigkeit nahm wiederum ab, und die Teuerungsrate war um einen halben Prozentpunkt niedriger als im Vorquartal. Die Produktion stieg weiterhin kräftig, wenn auch etwas weniger ausgeprägt als gegen Ende des Jahres 1987.

Trotz einer Erhöhung des Handelsbilanzdefizits im Februar ist der Fehlbetrag der amerikanischen Leistungsbilanz tendenziell rückläufig. Nach dem Rückgang des Handelsbilanzdefizits auf 12,4 Mrd. Dollar im Januar kam der Anstieg auf 13,8 Mrd. Dollar im Februar unerwartet. Die Zunahme beruhte vor allem auf einer vorübergehenden Erhöhung der Öleinfuhren. Im März fiel der Passivsaldo wieder auf 9,7 Mrd. Dollar.

Nachdem sich das bis anhin kräftige Wachstum des privaten Konsums von Anfang 1987 an abgeflacht hatte, kam es im vierten Quartal im Zusammenhang mit dem Sturz der Aktienkurse zu einem Konsumrückgang von 2,5% (Jahresrate). Dies äusserte sich in einem grösstenteils unfreiwilligen Lageraufbau. Infolgedessen wurden die Konjunkturprognosen Anfang 1988 nach unten revidiert. Die Wirtschaftsentwicklung im ersten Quartal 1988 gestaltete sich jedoch deutlich besser als erwartet. Die realen Konsumausgaben, insbesondere für dauerhafte Güter, nahmen kräftig zu. Bei den Ausrüstungsinvestitionen war eine noch wesentlich stärkere Beschleunigung auf eine Jahresrate von 30% festzustellen. Andererseits wurden sowohl für den Wohnungsbau wie bei der Bundesregierung die Ausgaben nach einer Steigerung im Vorquartal kräftig ge-

**Grafik 3: Vereinigte Staaten**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board)  
<sup>2</sup> Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1983 bzw. 2. Quartal bis 4. Quartal 1985  
<sup>3</sup> Quelle: OECD

drosselt. Die realen Ausfuhren stiegen im ersten Quartal mit einer Jahresrate von über 20%, womit die durchschnittliche Zuwachsrate im Vorjahr erheblich übertroffen wurde. Gleichzeitig stiegen die realen Einfuhren nur um 3,4%. Infolgedessen trug die Verbesserung des realen Aussenhandels wesentlich zur guten Konjunktur bei. Auf das Jahr hochgerechnet betrug der saison- und preisbereinigte Zuwachs des realen Bruttosozialprodukts im ersten Quartal 1988 gegenüber der Vorperiode 3,9% (viertes Quartal 1987: 4,8%). Die Arbeitslosenrate, die auch im Vorjahr ständig gesunken war, erreichte im April einen Tiefstwert von 5,4%. Nach einer Beschleunigung auf 4,5% im vierten Quartal 1987 betrug die Teuerungsrate im ersten Quartal 1988 gegenüber dem Vorjahresquartal 3,9%, was ungefähr der durchschnittlichen Erhöhung des Preisniveaus im Vorjahr entspricht.

Wie im Jahre 1987 verzichtete das Federal Reserve Board auf die Bekanntgabe eines Ziels für die Geldmenge  $M_1$ . Das angestrebte Wachstum der weiter gefassten Geldmengenaggregate  $M_2$  und  $M_3$  wurde um einen Prozentpunkt auf 4% bis 8% verringert. Die Währungsbehörden lockerten im ersten Quartal 1988 die eher straffe Geldpolitik, da sie die Konjunktorentwicklung weniger zuversichtlich beurteilten. In der Folge ging die Federal Funds Rate zurück, und das Geldmengenwachstum beschleunigte sich. Während sich die Zielaggregate  $M_2$  und  $M_3$  zu Beginn des Jahres noch unter dem vorgegebenen Korridor von 4% bis 8% bewegt hatten, lagen sie im Februar und März beinahe am oberen Rand bzw. im mittleren Bereich der Zielzone. Aufgrund einer Neueinschätzung der Konjunkturaussichten, die ein wesentlich günstigeres Resultat als am Jahresanfang ergab, zog die amerikanische Notenbank die geldpolitischen Zügel Anfang April wieder an. Daraufhin stieg die Federal Funds Rate bis zum Monatsende um knapp einen halben Prozentpunkt. Der Dreimonatssatz für Eurodollareinlagen erhöhte sich etwa im gleichen Ausmass und lag Ende April wieder auf einem ähnlichen Niveau wie Anfang Januar 1988. Da die Geldmarktsätze in der Bundesrepublik Deutschland weniger stark anzogen und in Japan weiterhin leicht sanken, vergrösserte sich die internationale Zinsdifferenz zugunsten von kurzfristigen Dollaranlagen. Diese Entwicklung

trug dazu bei, den Aussenwert des amerikanischen Dollars zu festigen. Der Verlauf der langfristigen Zinssätze zeigt ein ähnliches Bild, indem einem Anfang März einsetzenden Zinsauftrieb in den Vereinigten Staaten bis Ende April ein weniger starker Anstieg sowohl in der Bundesrepublik als auch in Japan folgte.

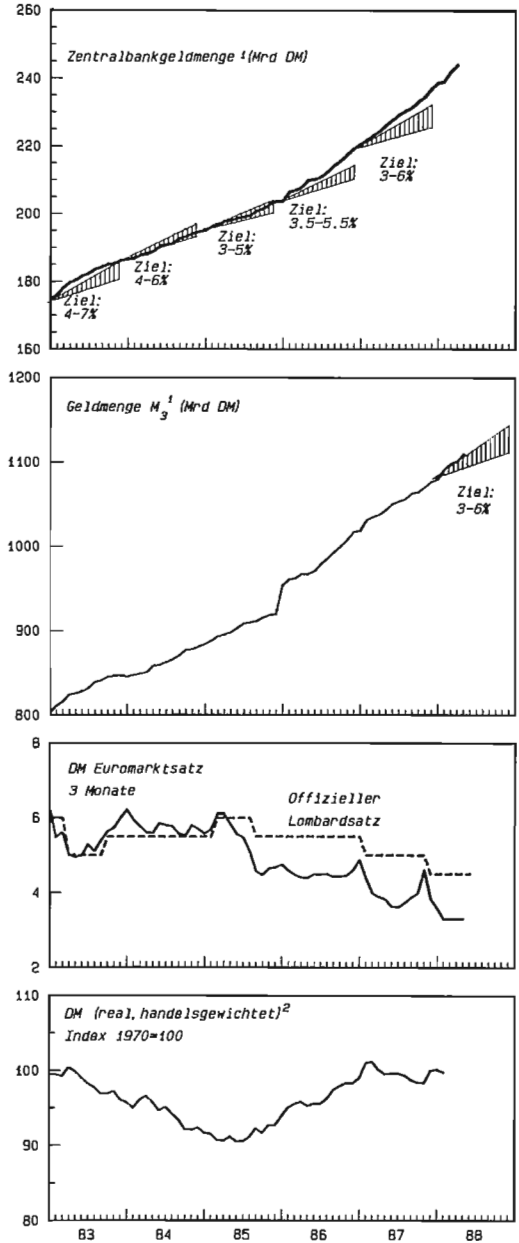
### Bundesrepublik Deutschland

Das reale Bruttosozialprodukt lag im vierten Quartal um 0,7% über dem Niveau der Vorperiode; gegenüber der Vorjahresperiode ergab sich ein Zuwachs von 2,3%. Insbesondere der private Konsum nahm mit einer Wachstumsrate von 4% kräftig zu. Der Grund für diese lebhafte Entwicklung lag vor allem in der Steigerung des verfügbaren Realeinkommens der privaten Haushalte, das im zweiten Halbjahr 1987 mit einer Jahresrate von 3% wuchs. Auch die Ausrüstungsinvestitionen (+2,6%) trugen zur Belebung der Konjunktur bei, während der Bausektor weiterhin stagnierte. Die Auslandsnachfrage erholte sich merklich und widerspiegelte den Aufschwung der internationalen Konjunktur. Zum ersten Mal seit Ende 1985 lag die Wachstumsrate des deutschen Exportvolumens (+4,5%) über derjenigen des realen Bruttosozialprodukts. Da auch die Einfuhren merklich anzogen (+7,2%), schrumpfte der reale Aussenhandelsüberschuss, der schon seit dem zweiten Halbjahr 1985 rückläufig ist, weiterhin.

Für das Jahr 1987 insgesamt betrug das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts 1,7%. Die jüngsten offiziellen Prognosen lassen für 1988 auf eine Jahresrate von 2% schliessen. Die Konjunktur wird insbesondere durch neue Steuererleichterungen in der Grössenordnung von 14 Mrd. D-Mark sowie durch das Ende 1987 von der Regierung verabschiedete Investitionsförderungsprogramm belebt.

Auch im ersten Quartal 1988 hielt der Aufschwung der deutschen Wirtschaft an. Die Industrieproduktion stieg deutlich und lag um 2,8% höher als vor Jahresfrist. Die Bautätigkeit war für diese Jahreszeit aussergewöhnlich rege. Der saisonbereinigte Produktionsindex im Bauhauptgewerbe erhöhte sich im Durchschnitt der Mona-

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

te Januar und Februar infolge der ausserordentlich günstigen Witterungsverhältnisse gegenüber dem Vorjahr um 27%.

Der Aussenhandelsüberschuss verharrte im Januar 1988 weiterhin auf einem hohen Stand. Die Wiederbelebung der Auslandsnachfrage nach deutschen Gütern und Dienstleistungen setzte sich auch nach dem Jahreswechsel fort. Der Auftragseingang in der Industrie nahm im Januar und Februar zu, nachdem er sich in den vorangegangenen vier Monaten kontinuierlich zurückgebildet hatte.

Die Lage am Arbeitsmarkt blieb stabil. Die saisonbereinigte Arbeitslosenrate belief sich im Januar und Februar auf 8,7% (viertes Quartal 1987: 9%). Die Teuerung bewegte sich weiterhin auf einem tiefen Niveau, das im ersten Quartal 1988 den Jahreswert von 1% nicht überstieg. Die zu Beginn dieses Jahres abgeschlossenen Tarifverträge sehen Lohnerhöhungen vor, die sich je nach Branche zwischen 2% und 3,6% bewegen.

Die weitgefasste Geldmenge  $M_3$ , welche im laufenden Jahr die Zentralbankgeldmenge als monetäres Zielaggregat abgelöst hat, wuchs in allen drei Monaten des ersten Quartals kräftig. Die Monatsmittelwerte von  $M_3$  (der Monatsmittelwert für z. B. Februar wird aufgrund der Monatsendwerte für Januar und Februar berechnet, um den Einfluss von Stichtagszufälligkeiten zu mindern) übertrafen den Durchschnittsstand vom vierten Quartal 1987 mit saisonbereinigten Jahresraten von 7,25% im Januar, 8,3% im Februar und 7,6% im März. Damit lag das monetäre Wachstum im ersten Quartal mit 7,7% deutlich über dem von der Bundesbank festgelegten Zielkorridor von 3% bis 6%. Die enger abgegrenzten Geldbestände  $M_2$  und  $M_1$  übertrafen Ende März ihren Vorjahresbestand um 5,5% bzw. 9,7%. Da die Geldwertstabilität in der Bundesrepublik auch weiterhin als nicht gefährdet betrachtet wurde, hielten es die Währungsbehörden im Hinblick auf die Schwächetendenzen des Dollars und das moderate Wirtschaftswachstum im Lande für angebracht, die geldpolitischen Zügel locker zu halten. Die Bundesbank hat ihren Zinssatz für Wertpapierschiffungsgeschäfte über einen Monat seit November nicht verändert. Der tiefe Stand der D-Mark-Zinsen ermöglichte ein hohes Zins-

gefälle gegenüber den Vereinigten Staaten, was die Finanzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits bei relativ stabilen Wechselkursen erleichterte. Da die deutschen Geld- und Kapitalmarktsätze im April weniger stark als die amerikanischen anstiegen, vergrösserten sich die Zinsdifferenzen zugunsten von Dollaranlagen.

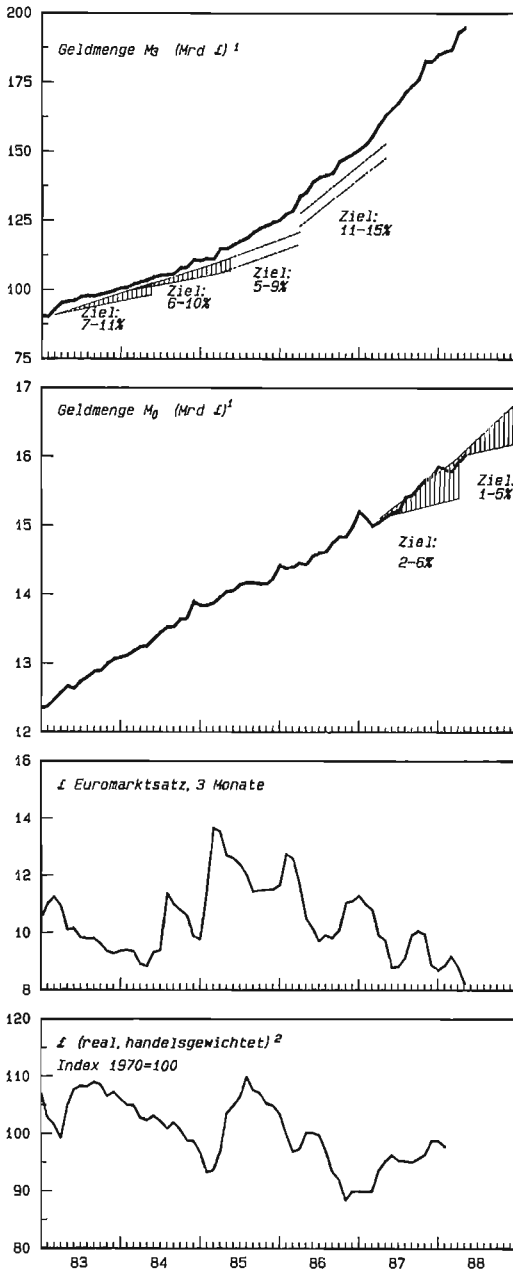
### **Grossbritannien**

Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts erreichte im Jahre 1987 mit 4,6% (1986: 3,3%) den höchsten Wert seit 15 Jahren. Verschiedene Anzeichen deuten freilich auf eine allmähliche Abflachung des Konjunkturaufschwungs hin. So nahmen die realen Detailhandelsumsätze im ersten Quartal 1988 zwar immer noch deutlich zu (um 7,8% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal), doch flachte sich ihr Wachstum gegen Ende des Quartals leicht ab. Auch die saisonbereinigte Industrieproduktion bildete sich im Februar 1988 gegenüber dem Vormonat zurück, lag aber im Durchschnitt der ersten zwei Monate immer noch um 2,9% über dem Vorjahresstand.

Nachdem die Arbeitslosenrate bereits im Laufe des Jahres 1987, trotz einer starken Zunahme der erwerbsfähigen Bevölkerung, ständig gesunken war, bildete sie sich im ersten Quartal 1988 weiter zurück und erreichte im März 1988 ein Niveau von 8,8%. Die Jahresteuern stieg von 3,3% zu Beginn des Jahres auf 3,5% im März.

Das Leistungsbilanzdefizit belief sich im Jahre 1987 auf 1,7 Mrd. Pfund (1986: 50 Mio. Pfund). Im ersten Quartal 1988 stieg es weiter und erreichte mit 1,8 Mrd. Pfund einen Wert, der ungefähr dem Fehlbetrag für das Jahr 1987 als Ganzes entsprach.

Gemäss provisorischen Schätzungen betrug der Überschuss der Staatsrechnung für das im März abgelieferte Fiskaljahr 3,6 Mrd. Pfund, womit der budgetierte Wert um rund 0,5 Mrd. Pfund überschritten wurde. Dank dem kräftigen Konjunkturaufschwung fielen die Einnahmen höher und verschiedene Sozialausgaben, wie die Arbeitslosenunterstützung, tiefer als erwartet aus.

**Grafik 5: Grossbritannien**


<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; ab 1986: April bis März des folgenden Jahres

(Quelle: Bank of England)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Im März legte der Schatzkanzler das Budget für das Fiskaljahr 1988/89 vor. Wie im Vorjahr dürfte die Regierung auch im Jahre 1988 einen Überschuss von ungefähr 3 Mrd. Pfund erzielen und damit die Staatsschuld weiter abbauen. Die günstigen Rechnungsergebnisse gestatteten der Regierung, die Steuern zu senken. Es sind noch weitere Massnahmen vorgesehen, unter anderem die Einführung einer getrennten Besteuerung für Ehegatten.

Die britischen Währungsbehörden waren im Jahr 1987 bestrebt, den Wechselkurs des Pfundes gegenüber der D-Mark stabil zu halten und nicht über 3 D-Mark steigen zu lassen. Diese Politik wurde Anfang 1988 gelockert. Die britischen Währungsbehörden befürchteten nämlich, die zur Stabilisierung des Wechselkurses notwendigen offiziellen Devisenkäufe würden zu einer übermässigen Ausweitung der monetären Aggregate führen und damit ein Inflationspotential schaffen. Um der Gefahr einer erneuten Beschleunigung der Inflation zu begegnen, erhöhte die Bank von England am 1. Februar ihren Interventionsatz am Geldmarkt. Gleichzeitig veranlasste sie die Clearing-Banken, ihren Basissatz von 8,5% auf 9% heraufzusetzen. Angesichts des Aufwertungsdrucks, dem das britische Pfund von Anfang März an auf den Devisenmärkten ausgesetzt war, sah sich die Bank von England am 17. März jedoch gezwungen, die Erhöhung des Basissinnsatzes zurücknehmen zu lassen. Am 8. April wurde dieser weiter auf 8% gesenkt.

Bei der Vorlage des Budgets bestätigte der britische Schatzkanzler den bereits vorher angekündigten Entschluss, den für das Wachstum der monetären Basis  $M_0$  vorgesehenen Zielkorridor, der für das im März zu Ende gegangene Fiskaljahr auf 2% bis 6% festgelegt worden war, für das neue Berechnungsjahr auf 1% bis 5% herabzusetzen. Der Schatzkanzler liess zudem verlauten, dass keine Zielgrösse für ein weitgefasstes Geldmengenaggregat vorgesehen sei; die Bank von England werde ihr Augenmerk aber verstärkt auf die Geldmenge  $M_4$  richten. Diese schliesst im Gegensatz zum Aggregat Sterling  $M_3$ , das lange Zeit als geldpolitische Zielgrösse diente, die Spareinlagen des Publikums bei den «Building Societies» ein. Das Wachstum der Geldmenge  $M_0$  belief sich im Durchschnitt des Fiskaljahres

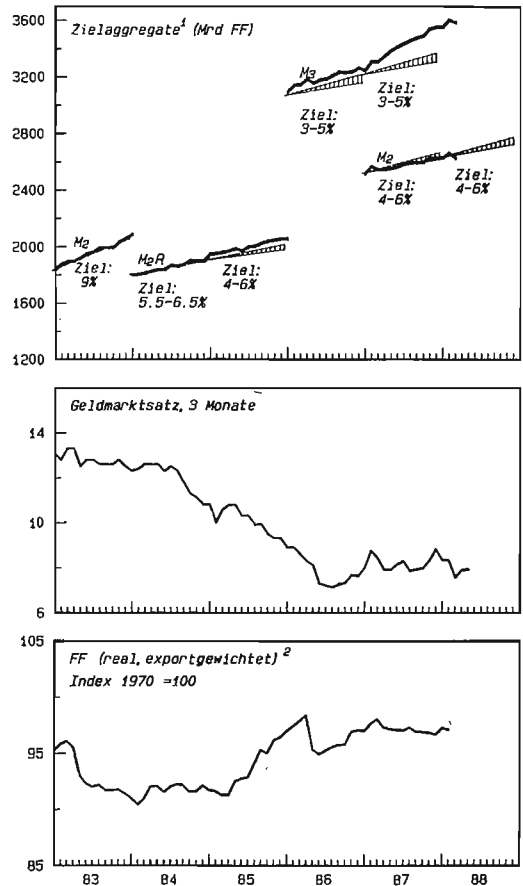
1987/88 auf 5% und entsprach somit der Zielvorgabe von 2% bis 6%. Indes beschleunigte sich das Wachstum von  $M_0$  im ersten Quartal 1988 und erreichte im März den Wert von 6,4%. Die Geldmenge Sterling  $M_3$  lag im ersten Quartal 1988 21,2% (viertes Quartal 1987: 22,2%) über dem Vorjahresstand.

### Frankreich

Das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich im vierten Quartal 1987, nachdem sich die Konjunktur in den beiden Vorquartalen noch lebhaft entwickelt hatte. Gemäss provisorischen Schätzungen nahm das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,4% zu und lag damit um 2,3% über dem Vorjahresstand. Insbesondere schwächte sich der Anstieg der saisonbereinigten Lagerbestände gegen das Jahresende hin ab. Wie bereits im dritten Quartal belebten sich die Ausfuhren (3% gegenüber dem Vorquartal), während die Zunahme der Einfuhren sich im Rahmen der Vorquartale bewegte (2,1%). Die Inlandnachfrage wurde vornehmlich durch eine Erhöhung der Investitionen (1,2% gegenüber dem Vorquartal) gestützt, während der private Konsum weniger stark zunahm. Im Jahre 1987 insgesamt stieg das reale Bruttoinlandprodukt um 2,3% (Vorjahr: 2,2%), was vor allem der lebhaften Investitionstätigkeit zu verdanken war. Der Zuwachs der privaten Investitionen nahm von real 3,3% im Jahre 1986 auf 5,4% im Jahre 1987 zu.

Die für das erste Quartal 1988 verfügbaren Indikatoren vermitteln ein widersprüchliches Bild. Die Industrieproduktion blieb auf dem Stand vom Dezember 1987. Die jüngste vom INSEE (Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques) durchgeführte Umfrage über die Konjunktur lässt für die nächsten Monate auf eine Abflachung des Wirtschaftswachstums schliessen. Der Aussenhandel war erneut defizitär. Gemäss zollamtlichen Berechnungen wies der Gütertausch im ersten Quartal einen Fehlbetrag von 2,9 Mrd. französischen Franken aus (gegenüber einem Defizit von 7 Mrd. im Vorjahresquartal). Im ersten Quartal waren wie schon im Vorjahr durchschnittlich 10,3% der erwerbsfähigen Bevölkerung arbeitslos, gegenüber 10,4% im

**Grafik 6: Frankreich**



<sup>1</sup> 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)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Vorquartal. Die Zahl der Arbeitssuchenden nahm von Dezember 1987 bis Februar 1988 etwas ab, und im März kam es aufgrund des staatlichen Beschäftigungsprogramms zu einem weiteren Rückgang. Die Verlangsamung der Teuerung hielt an. Die Jahresteuerrate sank im ersten Quartal 1988 auf 2,4%, nachdem sie im letzten Quartal 1987 noch 3,2% betragen hatte. Somit verringerte sich die Teuerungsdifferenz zwischen Frankreich und der Bundesrepublik



Deutschland im Februar auf 1,5 Prozentpunkte, den tiefsten Stand seit 1973.

Die Leistungsbilanz verschlechterte sich im vierten Quartal 1987 stark: Das saisonbereinigte Defizit erreichte 15,1 Mrd. französische Franken gegenüber 6,4 Mrd. im Vorquartal. Der Fehlbetrag für das Jahr 1987 belief sich auf 26,7 Mrd. französische Franken, während im Vorjahr noch ein Überschuss von 20 Mrd. verzeichnet worden war.

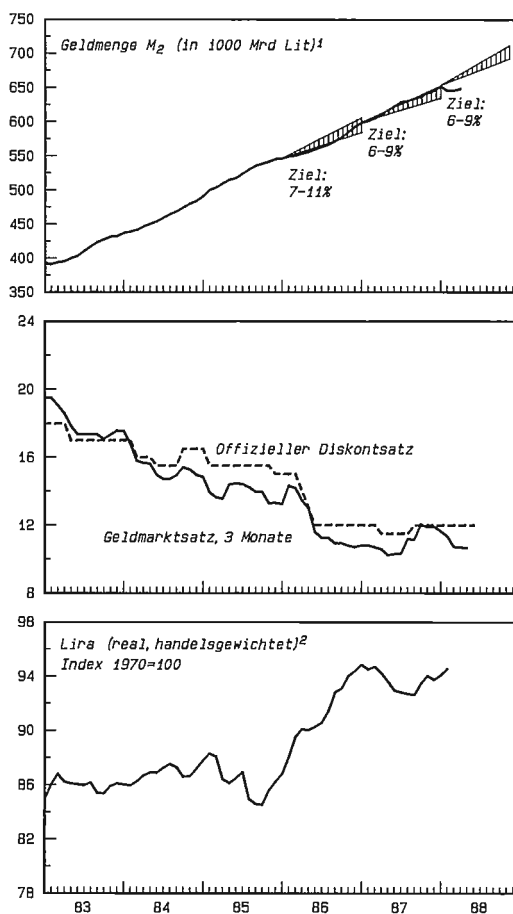
Wie bereits 1986 bildete sich das Budgetdefizit auch im Jahre 1987 weiter zurück. Der Fehlbetrag belief sich auf 120 Mrd. französische Franken (1986: 141,1 Mrd.) und lag unter dem budgetierten Wert von 129,3 Mrd. französischen Franken.

Das Wachstum des Geldmengenaggregats  $M_2$  verlangsamte sich im Laufe der ersten drei Monate von 1988 und lag unter dem angekündigten Ziel von 4% bis 6%. Gegenüber dem Vorjahresquartal ergab sich ein durchschnittliches Wachstum von 3,1% (viertes Quartal 1987: 4,1%). Am 25. Januar 1988 senkte die Banque de France den Interventionssatz am Geldmarkt von 7,5% auf 7,25% und den Satz für siebentägige Wertpapierpensionsgeschäfte von 8% auf 7,75%. Die Entspannung an der Zinsfront, die Mitte November eingesetzt hatte, hielt bis gegen Ende des ersten Quartals an. Parallel zur leichten Erhöhung der Geldmarktsätze in den Vereinigten Staaten zogen die Zinssätze im März wieder an. Der in Paris offerierte Dreimonats-Interbankensatz stieg von durchschnittlich 7,68% im Februar 1988 auf 8,04% im März.

## Italien

Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts beschleunigte sich von 2,7% im Jahre 1986 auf 3,1% im Jahre 1987. Diese Entwicklung, die günstiger als erwartet ausfiel, ist besonders auf die vermehrte Investitionstätigkeit (5,2% gegenüber 1,2% 1986) sowie auf die Steigerung des privaten Konsums (4,3% gegenüber 3,2% 1986) zurückzuführen. Die Leistungsbilanz war leicht passiv (-900 Mrd. Lire), nachdem im Vorjahr noch ein Überschuss von 3345 Mrd. ausgewie-

**Grafik 7: Italien**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

sen worden war. Dieses Ergebnis ist der beträchtlichen Verschlechterung der Handelsbilanz zuzuschreiben, die mit einem im Vergleich zu 1986 dreimal höheren Defizit abschloss (11 140 Mrd. Lire). Die durchschnittliche Teuerung, die 1986 6,1% betragen hatte, sank 1987 auf 4,6%. Die Arbeitslosenquote hingegen nahm weiterhin zu und erhöhte sich auf 12%

Diese insgesamt positive Entwicklung setzte sich im ersten Quartal 1988 fort. Nachdem die Industrieproduktion schon seit einem Jahr stetig zu-

genommen hatte, stieg sie im Januar 1988 sprunghaft an und lag um 7,3% über dem Vorjahresstand. Die für die folgenden Monate verfügbaren Indikatoren Elektrizitätsverbrauch und Auftragseingang deuten jedoch darauf hin, dass der Anstieg der Produktion im ersten Quartal 1988 ungefähr dem Wachstum im Vorquartal entsprach. Die Teuerung ging nach dem Jahreswechsel nicht weiter zurück und stabilisierte sich bei etwa 5%, während die Arbeitslosigkeit im Januar die Rekordrate von 12,4% erreichte (11,9% im Januar 1987). Diese Durchschnittszahl verschleiert eine regional höchst unterschiedliche Entwicklung: Im Norden Italiens sank die Arbeitslosigkeit in einem Jahr von 8,2% auf 7,6%, während sie im Süden des Landes von 18,4% auf 20,6% hinaufkletterte.

Der Aussenhandel entwickelte sich im ersten Quartal 1988 uneinheitlich. Nach einer vorübergehenden Abschwächung nahmen die Ausfuhren im Februar wieder deutlich zu. Im Durchschnitt der Monate Januar und Februar betrug das Aussenhandelsdefizit wie in der Vorjahresperiode 1772 Mrd. Lire. Die Ausfuhren und Einfuhren übertrafen in diesem Zeitraum ihren Vorjahreswert um 7,5% bzw. 6,4%.

Die ständig wachsenden Defizite der öffentlichen Hand stellen nach wie vor ein ungelöstes Problem dar. Für 1988 wird der Anleihenbedarf des Staates auf mehr als 120 000 Mrd. veranschlagt – geplant waren ursprünglich 103 000 Mrd. Lire.

In Anbetracht der Entwicklung der öffentlichen Finanzen und des Aussenhandels sowie des starken Anstiegs der Inlandnachfrage beschloss die Banca d'Italia, ihre Geldpolitik zu straffen. Die Zinssätze von Staatspapieren lagen im Februar und März bei rund 9% und zogen im April leicht an. Das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  verharrt seit Jahresbeginn unter dem Zielkorridor von 6% bis 9%.

Ende März hob die Banca d'Italia die Ende September 1987 zur Stärkung der Lira eingeführte Plafonierung der Inlandkreditausweitung für den Privatsektor auf. Allerdings rechnet sie damit, mit einer Politik der «moral suasion» das Wachstum dieses Aggregats im Rahmen des Zielkorridors von 6% bis 10% halten zu können.

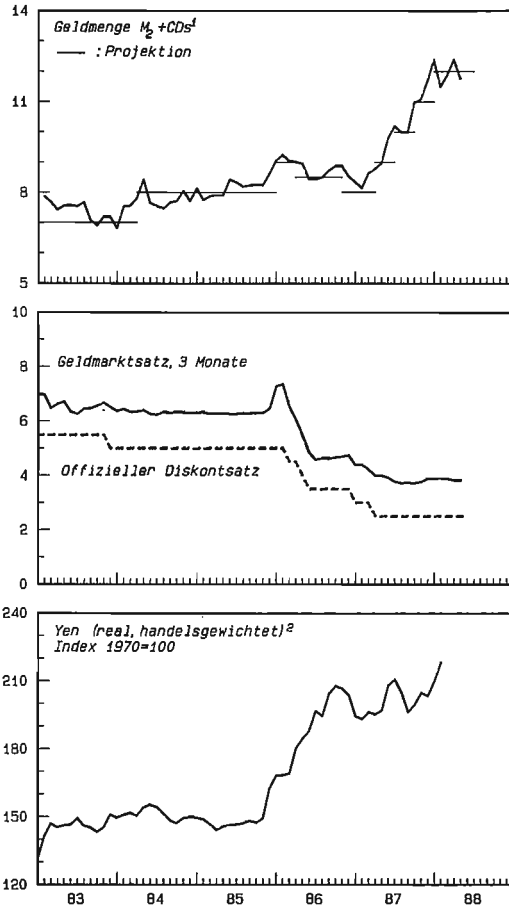
## Japan

Jüngst veröffentlichte Daten bestätigen, dass die japanische Wirtschaft Ihre Dynamik wiedergefunden hat. Unterstützt durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik belebte sich die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 1987 markant. Das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts dürfte im Fiskaljahr 1987, das im März 1988 zu Ende ging, 4% überschritten haben, nachdem es in der Vorperiode noch 2,6% betragen hatte.

Die anhaltend kräftige Binnennachfrage trug im vierten Quartal 1987 wesentlich zur Konjunkturbelebung in Japan bei. Das reale Bruttosozialprodukt erhöhte sich gegenüber dem Stand im Vorjahresquartal um 5,3%. Insbesondere der Wohnungsbau, der mit einer Jahresrate von beinahe 30% sprunghaft zunahm, erwies sich weiterhin als die treibende Kraft. Der starke Anstieg der Anlageinvestitionen der Unternehmungen (11%) wirkte ebenfalls konjunkturfördernd, und die Zunahme des privaten Konsums blieb ausgeprägt (4%). Parallel zu dieser Entwicklung war eine Erhöhung der Lagerinvestitionen zu verzeichnen. Die realen Ausfuhren nahmen nach der deutlichen Wiederbelebung im dritten Quartal 1987 leicht ab (-1,7% im Vergleich zum Vorquartal), während die Einfuhren weiterhin stiegen.

Diese Entwicklung dürfte sich im Jahre 1988 fortsetzen, doch rechnet man im Wohnungsbau mit einer etwas schwächeren Zunahme. Bereits seit Dezember zeichnet sich ein Nachlassen der Wohnbautätigkeit ab. Die Wachstumsdynamik der Industrieproduktion, welche im ersten Quartal 1988 den Vorjahresstand um mehr als 10% übertraf, blieb ungebrochen. Die privaten Konsumausgaben nahmen ebenfalls stark zu. Die Arbeitslosenrate veränderte sich kaum, während die Teuerung dank der Yenaufwertung weiterhin auf einem tiefen Niveau verharrte.

Infolge der lebhaften Inlandnachfrage und der Höherbewertung des Yen nahmen die nominellen Gütereinfuhren stark zu. Gleichzeitig setzte sich die Wiederbelebung der Ausfuhren fort. Für das erste Quartal 1988 ergab die Handelsbilanz einen saisonbereinigten Überschuss von 25,9 Mrd. Dollar (viertes Quartal 1987: 22,9 Mrd. Dol-

**Grafik 8: Japan**

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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

lar). Im gesamten Fiskaljahr 1987/88 betrug der Aktivsaldo 94,3 Mrd. Dollar (Vorperiode 101,6 Mrd. Dollar). Diese Entwicklung spiegelt die Beschleunigung des Importwachstums (26,9% gegenüber 7,9% in der Vorperiode) und die Verlangsamung des Exportwachstums (10,5% gegenüber 19% in der Vorperiode). Der Güterverkehr mit den Vereinigten Staaten schloss mit einem Überschuss von 50,9 Mrd. Dollar ab und lag nur knapp unter dem Saldo von 52 Mrd. im Fiskaljahr 1986/87. Die Leistungsbilanz erreichte im ersten Quartal 1988 einen Überschuss von

23,2 Mrd. Dollar, womit der Aktivsaldo im Fiskaljahr 1987/88 zum ersten Mal seit sechs Jahren auf 84,5 Mrd. Dollar zurückging (Vorperiode 94,1 Mrd. Dollar).

Das Geldmengenaggregat  $M_2 + CD$  erhöhte sich im ersten Quartal 1988 weiterhin stark; gegenüber dem Stand vor Jahresfrist ergab sich ein Wachstum von 12,1%. Da die Zunahme im Vorquartal ebenfalls rund 12% betrug, hat sich das Geldmengenwachstum, das sich im Jahre 1987 laufend beschleunigte, auf hohem Niveau stabilisiert. Die Geldmengenprojektion der Bank von Japan liegt sowohl für das erste als auch für das zweite Quartal 1988 bei 12%. Die kurzfristigen Zinssätze waren seit Jahresbeginn eher rückläufig, während die Renditen von langfristigen Staatsstiteln, nach einem deutlichen Rückgang im Januar, eine leicht steigende Tendenz aufwiesen.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

### 1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch    b) BIP

### 1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987	1987 1988					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA	4,3	3,5	1,9	3,7	4,5	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9
BRD	2,4	2,2	–0,2	0,2	1,0	0,9	0,7	0,9	1,0	1,1
Grossbritannien	5,0	6,1	3,4	4,2	4,1	3,3	3,3	3,3	3,5	3,9
Frankreich	7,4	5,8	2,7	3,1	3,2	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5
Italien	10,8	8,6	6,1	4,6	5,2	4,9	5,0	4,9	4,9	5,0
Japan	2,2	2,1	0,4	0,1	0,7	0,6	0,9	0,6	0,5	0,3
Schweiz	2,9	3,4	0,8	1,4	2,0	1,8	1,6	1,8	1,9	1,9

### 1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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

e) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

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

	1984	1985	1986	1987a)	1986 1987a)					1988a)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	–106,5	–117,7	–140,6	–154,0	–38,0	–36,9	–41,3	–43,4	–33,5	–39,8
BRD	7,1	13,4	37,1	44,1	9,5	10,9	10,7	10,6	10,6	–
Grossbritannien	1,7	3,8	–0,1	–3,0	–0,8	1,2	–0,5	–1,5	–2,2	–3,4
Frankreich	–0,8	–0,2	2,9	–5,0	0,7	–0,1	–1,2	–1,1	–2,6	–
Italien	–2,9	–4,1	4,1	–	1,5	–0,4	–1,3	–	–	–
Japan	–35,0	49,2	85,8	86,7	24,3	24,9	21,1	19,9	20,2	23,2
Schweiz b)	4,3	5,1	6,8	7,1	1,9	2,5	1,4	1,3	1,9	3,1

a) provisorisch    b) nicht saisonbereinigt

## B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

### 1. Überblick

Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz hielt unverändert an. Dies überrascht insofern, als die Erwartungen unter dem Eindruck des Kurssturzes an den Aktienmärkten im letzten Oktober zunächst deutlich nach unten revidiert worden waren. Die seither publizierten konjunkturellen Daten bestätigen die damaligen Befürchtungen nicht.

Das reale Bruttoinlandprodukt übertraf das Vorjahresniveau im ersten Quartal 1988 um 3,5%. Diese Zuwachsrate liegt deutlich über jener für das Vorquartal und das Jahr 1987 als Ganzes. Für das Jahr 1988 rechnet die Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) gemäss ihrer neuesten, im April publizierten Prognose mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts um durchschnittlich 1,5%. Diese Voraussage ist wahrscheinlich zu pessimistisch. Im Lichte der neuesten Daten dürfte das Realwachstum eher bei 2% liegen.

Das Wirtschaftswachstum wird immer noch massgeblich durch die Konsum- und die Investitionsausgaben gestützt. Dabei fällt auf, dass vor allem die Bauinvestitionen keinerlei Zeichen einer Schwäche zeigen. Die Exporte, für die nur nominale Werte zur Verfügung stehen, nehmen ebenfalls weiter zu. Da die Exporteure ihre Preise mit Rücksicht auf die Aufwertung des Schweizer Frankens vermutlich nicht im Gleichschritt mit der (geringen) Teuerung in der Schweiz anheben konnten, dürften auch die Exportvolumen deutlich zugenommen haben.

Der Anstieg der Gesamtnachfrage wurde durch eine höhere Produktion, höhere Importe und einen Abbau der Lager gedeckt. Die Industrieproduktion nahm deutlich zu, und die Kapazitätsauslastung lag über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Lager werden schon seit Anfang 1986 und verstärkt seit Mitte 1987 als überhöht beurteilt. Darin widerspiegelt sich die skeptische Beurteilung des Bestellungseingangs, die vor allem in der Exportwirtschaft verbreitet ist.

Die Entwicklung am Arbeitsmarkt verlief im ersten Quartal 1988 ruhig: Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote betrug unverändert 0,8%. Ähnliches gilt für die Teuerung. Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise übertraf das Preisniveau im ersten Quartal 1988 den entsprechenden Vorjahresstand um 1,7%. Dieser Wert ist etwas geringer als die in der zweiten Jahreshälfte 1987 gemessene Jahresteuierung von durchschnittlich 1,9%.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge übertraf das Vorjahresniveau im Durchschnitt der ersten vier Monate 1988 um 0,5%. Nachdem sie im Januar und Februar noch positive Jahreszuwachsrate aufgewiesen hatte, lag sie im März erstmals seit Anfang der achtziger Jahre unter dem Vorjahresstand. Im Mai betrug die Jahresveränderungsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge minus 4,5%. Gegenwärtig besteht kaum mehr ein Zweifel, dass das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge auch für das ganze Jahr 1988 negativ ausfallen wird. Allerdings sollte diese Zielunterschreitung nicht dahingehend interpretiert werden, dass die Nationalbank in der ersten Jahreshälfte 1988 einen restriktiveren Kurs steuerte, als sie ursprünglich beabsichtigte. Wie die Nationalbank schon Ende 1987 betonte, sollte das Geldmengenziel für 1988 mehr denn je als eine Richtgrösse betrachtet werden.

Der markante Rückgang des Geldmengenwachstums ist hauptsächlich auf die neuen Liquiditätsvorschriften, die am 1. Januar 1988 in Kraft traten, zurückzuführen. Diese gestatteten den Banken, ihre Kassenhaltung deutlich zu verringern. Die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank lagen daher im Mai um 35,7% unter dem Vorjahresstand.

Soweit die verfügbaren Indikatoren, insbesondere die Zinssätze, überhaupt ein Urteil zulassen, war die schweizerische Geldpolitik in der ersten Jahreshälfte 1988 trotz der Verringerung der bereinigten Notenbankgeldmenge etwas lockerer als im Vorjahr. Sie passte das Geldangebot nur allmählich und mit grosser Vorsicht an den Nachfragerückgang an. In der Folge sanken die schweizerischen Zinssätze in den ersten Monaten 1988 deutlich. In der Zwischenzeit haben sie

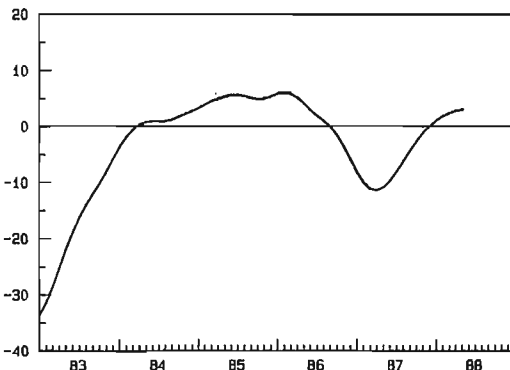
wieder angezogen, ohne jedoch den Vorjahresstand zu erreichen. Die Nationalbank war bestrebt, ein abruptes Vorgehen bei der Steuerung des Geldangebots zu vermeiden, um die Aufwertungsstendenz des Schweizer Frankens an den Devisenmärkten nicht zu verstärken. Gegen ein allzu abruptes Vorgehen sprachen auch die Konjunkturprognosen, die Ende 1987 noch auf eine weitere Abflachung des Wirtschaftswachstums hinwiesen.

## 2. Der realwirtschaftliche Bereich

### Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

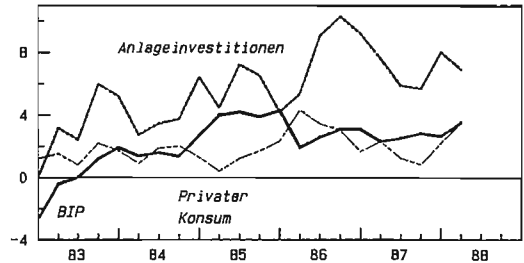
Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich im ersten Quartal 1988 um 3,5% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode (viertes Quartal 1987: 2,6%). Wie bereits in den vorangegangenen Quartalen wurde das Wirtschaftswachstum durch die Binnennachfrage getragen, wobei auch die Exporte mit einer Zunahme von 7,3% einen Wachstumsbeitrag lieferten. Der private Konsum, der rund 60% der Gesamtnachfrage ausmacht, lag mit einer Wachstumsrate von

### Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 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 Fertigfabrikatelage – zusammensetzt.  
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

### Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

3,5% gegenüber dem Vorjahresquartal deutlich über dem Niveau des vierten Quartals 1987. Die Anlageinvestitionen stiegen in der Grössenordnung der Vorquartale (+6,9%); wobei vor allem die Bauinvestitionen ein unverändert hohes Wachstum verzeichneten.

Die Industrieproduktion lag im vierten Quartal 1987 um 5%, und im ersten Quartal 1988 um 6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Damit scheint die im Sommer 1987 beobachtete Abschwächung überwunden zu sein.

Die Kapazitätsauslastung in der Industrie, welche von der KOF-ETH vierteljährlich erhoben wird, stieg im ersten Quartal 1988 erneut, nachdem sie 1987 den Vorjahreswert nicht mehr erreicht hatte. Sie lag mit 87% (saisonbereinigt) um 1,6 Prozentpunkte über dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals.

Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie», der von der KOF-ETH monatlich berechnet wird, bestätigt die weiterhin gute Wirtschaftslage. Der Indikator stieg im Vergleich zum vierten Quartal 1987 nochmals deutlich. Ausschlaggebend war die Verbesserung des Bestellungseingangs und die Zunahme der Produktion.

### Privater Konsum

Die privaten Konsumausgaben nahmen im ersten Quartal 1988 gegenüber der Vorjahresperiode real um 3,5% zu (viertes Quartal 1987:

**Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)**

	1984	1985	1986	1987	1988					1988
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,6	8,7	14,5	10,0	5,8	2,8	10,9	5,7	19,0	-
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	-6,4	-15,0	3,2	-13,2	4,4	-1,2	-16,8	-0,2	-31,6	24,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,9	-2,3	-1,5	-16,3	-10,1	-27,2	-16,1	-6,8	-15,7	-11,0
Geplante industrielle Bauten <sup>1</sup>										
Raumvolumen	-8,0	34,4	21,8	-0,1	-27,1	35,2	7,5	-25,0	-3,5	-14,3
Anzahl Projekte	31,5	12,6	5,2	0,1	-10,6	0	13,1	-10,8	-0,6	7,5

<sup>1</sup> Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, Eidgenössische Oberzolldirektion

2,2%). Da das Ostergeschäft, im Gegensatz zum Jahr 1987, ins erste Quartal fiel, stiegen die Ausgaben für Nahrungs- und Genussmittel überdurchschnittlich an. Nachdem sich das Wachstum des Konsums im Sommerhalbjahr 1987 deutlicher abgeschwächt hatte als jenes der inländischen Produktion, stiegen die beiden Grössen im ersten Quartal 1988 wieder im Gleichschritt. Die weitverbreiteten Befürchtungen, die Haushalte würden nach dem Aktienkurssturz ihren Konsum drosseln, haben sich vorderhand nicht bestätigt.

Die monatlich verfügbaren Indikatoren deuten bei den nichtdauerhaften Konsumgütern auf eine Umsatzzunahme hin. Im Bereich der dauerhaften Konsumgüter erhöhten sich die Verkäufe nur leicht, nachdem sie in der zweiten Jahreshälfte 1987 stagniert hatten. Dabei fallen vor allem die hohen Personenwagenverkäufe auf. Wie die Märzumfrage der KOF-ETH zeigt, rechnet der Detailhandel auch für das zweite Quartal mit steigenden Umsätzen.

Die Hotelbetriebe verzeichneten im Berichtsquartal eine Abnahme der Logiernächte um 0,6% im Vergleich zum Vorjahr. Während im Februar aufgrund der guten Wintersportverhältnisse mit 3,14 Mio. Übernachtungen ein neuer Februarhöchststand erreicht wurde, sank die Zahl der Logiernächte im Vergleich zu den entsprechenden Vorjahresmonaten im Januar und im März.

### **Investitionen**

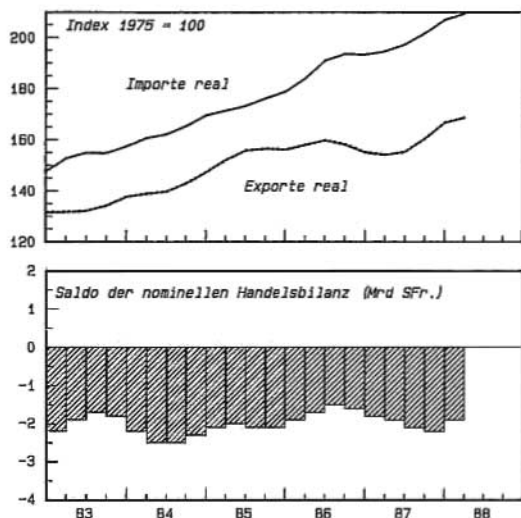
Entgegen manchen Befürchtungen zeigte die Investitionsnachfrage im ersten Quartal 1988 keine Schwächeneigung. Die realen Investitionen lagen nach ersten provisorischen Schätzungen um 6,9% über dem Vorjahresniveau (erstes Quartal 1987 und 1986: 7,6% bzw. 5,4%). Die Bauinvestitionen stiegen um 6% (5,4% bzw. 3,8%), während die Ausrüstungsinvestitionen um 7,9% (10,1% bzw. 7,1%) zunahmen.

Gemäss den monatlichen Erhebungen der KOF-ETH haben sich der Auftragseingang und der Auftragsbestand in der Maschinenindustrie gehalten, während sich das Produktionswachstum sogar beschleunigt hat. Dennoch bleiben die mittelfristigen Erwartungen gedreht; die befragten Unternehmungen rechnen damit, dass sich das starke Investitionswachstum, das im Jahre 1987 5,9% betrug, nicht fortsetzen wird.

Der Wachstumsrhythmus im Bausektor, der sich im Jahre 1987 beschleunigte, dürfte sich 1988 wieder abschwächen. Insbesondere der gewerblich-industrielle Bau, der sich in den letzten Jahren stark entfaltet, dürfte an Wachstumsdynamik einbüßen.

### **Aussenhandel und Ertragsbilanz**

Das Handelsbilanzdefizit, das im ersten Quartal 1988 um rund 100 Mio. Franken unter dem Wert des Vorjahresquartals lag, belief sich auf 1,86

**Grafik 11: Aussenhandel<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

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

Mrd. Franken (Index II). Die Einfuhren lagen mit 18,2 Mrd. Franken und die Ausfuhren mit 16,3 Mrd. Franken leicht unter den Werten des Vorquartals (18,7 Mrd. bzw. 17,5 Mrd. Franken). Allerdings war das Wachstum im Vorjahresvergleich trotz der Stagnation im ersten Quartal

immer noch bemerkenswert: Die Importe stiegen um 7,8%, während die Exporte um 9,4% zunahmen. Selbst wenn das Wachstum für das erste Quartal 1988 aufgrund der Zahl der Arbeitstage des Vorjahresquartals berechnet wird, war die Erhöhung immer noch namhaft (4,4% bei den Einfuhren und 6% bei den Ausfuhren). Damit hat sich die bereits im vierten Quartal 1987 feststellbare Erholung in der Exportwirtschaft im ersten Quartal 1988 fortgesetzt.

Über die reale Entwicklung des Aussenhandels fehlen als Folge einer Umgestaltung der Zollstatistik vorderhand zuverlässige Daten.

Die Ausfuhren in die europäischen OECD-Länder, die mit einem Anteil von 65% die Hauptabnehmer schweizerischer Exportartikel sind, erhöhten sich im ersten Quartal 1988 gegenüber dem Vorjahr um 10% (Index I). Die Exporte in den aussereuropäischen OECD-Raum lagen mit einem Zuwachs von 15,8% weit über dem Durchschnitt, wobei ausserordentliche Käufe im Bereiche Schmuck, Edelsteine das Resultat nach oben verzerrten. Gegliedert nach Branchen erzielte vor allem die Uhrenindustrie (24,5%) und die Bijouterie und Edelsteine (38,5%) einen überdurchschnittlichen Zuwachs, während das Wachstum der Nahrungs- und Genussmittel sowie der Textil- und Bekleidungsindustrie deutlich unter dem Durchschnitt lag.

**Tabelle 3: Aussenhandel<sup>1</sup> (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)**

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

a) provisorische Werte

b) Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BFK



**Tabelle 4: Ertragsbilanz<sup>1</sup>**

	1984	1985	1986a)	1987*)	1988*)					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Warenexporte	55,8	69,1	69,2	69,5	18,0	16,5	17,3	16,4	19,3	18,3
Spezialhandel	53,7	66,6	67,0	67,5	17,5	16,0	16,8	15,9	18,8	17,7
Übrige Warenexporte <sup>2</sup>	2,1	2,4	2,2	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Dienstleistungsexporte	16,0	20,0	19,9	20,0	3,9	5,1	4,8	6,2	3,9	5,2
Faktoreinkommen aus dem Ausland <sup>3</sup>	23,4	28,6	27,0	28,2	6,6	6,9	6,9	7,2	7,2	7,2
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,0	2,5	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
Total Einnahmen	97,2	120,1	118,8	120,7	29,2	29,2	29,7	30,5	31,2	31,5
Warenimporte	63,6	77,8	76,4	77,8	18,9	18,7	19,5	18,9	20,8	20,1
Spezialhandel	61,1	74,8	73,5	75,2	18,1	18,0	18,8	18,3	20,2	19,4
Übrige Warenimporte <sup>2</sup>	2,6	3,0	2,9	2,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7
Dienstleistungsimporte	8,2	10,3	10,1	10,4	2,0	1,5	2,7	4,1	2,0	1,5
Faktoreinkommen an das Ausland <sup>3</sup>	13,4	15,2	15,4	16,9	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4	4,3
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,9	4,5	4,7	5,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,2	1,2
Total Ausgaben	89,1	107,7	106,7	110,2	26,0	25,4	27,7	28,6	28,5	27,2
Ertragsbilanzsaldo	8,1	12,4	12,1	10,4	3,2	3,8	2,0	1,9	2,7	4,3

a) provisorisch

\*) vorläufige Schätzung

<sup>1</sup> in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen<sup>2</sup> Inklusiv elektrische Energie<sup>3</sup> Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Unter den Importgütern erreichte der Bereich Fahrzeuge (22,5%) mit Abstand das höchste Wachstum. Neben der starken Ausweitung der Einfuhr von Personenwagen war der Kauf von Verkehrsflugzeugen im Ausland für diese Entwicklung verantwortlich.

Im ersten Quartal 1988 schloss die Ertragsbilanz mit einem Überschuss von 4,3 Mrd. Franken ab gegenüber 3,8 Mrd. im entsprechenden Vorjahresquartal. Zu diesem gegenüber dem Vorjahr um 0,5 Mrd. Franken höheren Aktivsaldo hat vor allem die Entwicklung im Aussenhandel beigetragen. So verminderte sich das traditionelle Defizit beim Warenverkehr, welcher den Spezialhandel, die elektrische Energie und den übrigen Warenverkehr umfasst, dank der stärkeren Belegung der Exporte von 2,2 Mrd. im ersten Quartal 1987 auf 1,8 Mrd. Franken im ersten Quartal 1988. Ausserdem erhöhte sich der positive Saldo der Faktoreinkommen von 2,8 Mrd. auf 3,0 Mrd. Franken, wobei die gestiegenen Kapitalerträge die wiederum höheren Lohnzahlungen an

ausländische Grenzgänger mehr als kompensierten. Die beträchtlich höheren Bestände bei den Kapitalanlagen führten trotz des Zinsrückganges im ersten Quartal 1988 zu einem gegenüber dem Vorjahr um 0,3 Mrd. höheren Überschuss bei den Kapitalerträgen.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Der Index der Beschäftigung lag im ersten Quartal 1988 um 1,3% über dem Vorjahresniveau, womit sich die seit Ende 1987 beobachtete Wachstumsverlangsamung nicht weiter fortsetzte. Wie bereits in den Vorquartalen wirkte vor allem der Dienstleistungssektor mit einer Zunahme von 2,2% als Wachstumsmotor, während in der Industrie die Beschäftigung um 0,4% zurückging.

Zu Beginn des Jahres bildete sich die Zahl der Ganzarbeitslosen abermals zurück; trotzdem blieb die Arbeitslosenquote bei 0,7%. Gleichzei-

**Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt**  
(Nicht saisonbereinigt)

	1984	1985	1986	1987	1987		1988				
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,4	0,9	1,3	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
Ganzarbeitslose <sup>3</sup>	32 061	27 025	22 770	21 918	19 837	21 045	23 153	24 188	23 234	22 037	21 059
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	11 231	2 133	2 058	4 142	3 129	4 602	6 491	5 514	7 302	6 656	4 840
Offene Vollzeitstellen <sup>3</sup>	6 269	7 898	10 734	12 348	12 975	12 496	13 019	12 550	12 942	13 574	12 982

<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

<sup>3</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

tig stieg die Zahl der Kurzarbeiter und lag deutlich über dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode. Die saisonbereinigte Zahl der offe-

nen Stellen erhöhte sich zu Beginn des Jahres leicht, im Vorjahresvergleich jedoch bedeutend.

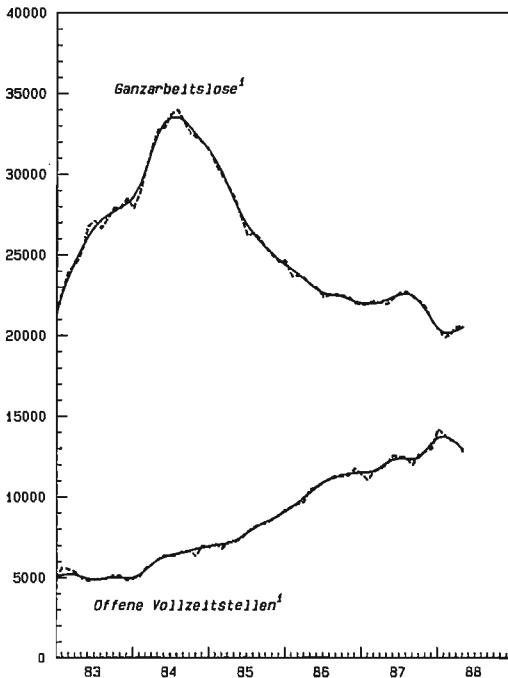
### Preise und Löhne

Die Jahreststeuerung der Konsumentenpreise belief sich im ersten Quartal auf 1,7%, was gegenüber dem vierten Quartal einer leichten Abnahme entspricht. Dieser Rückgang spiegelt die Entwicklung der Güterpreise, welche nach einer Zunahme von 1,5% im vierten Quartal 1987 im ersten Quartal 1988 nur noch um 0,9% über dem Vorjahresniveau lagen. Die Preise der Dienstleistungen erhöhten sich um den gleichen Prozentsatz (2,5%) wie im vierten Quartal. Gegliedert nach Herkunft stiegen die Preise für Inlandgüter gegenüber dem Vorjahr um 2,4%, während jene für Auslandgüter erstmals seit dem zweiten Quartal 1987 leicht sanken. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf die Entwicklung der Erdölpreise zurückzuführen.

Die Grosshandelspreise übertrafen das Vorjahresniveau im ersten Quartal 1988 um 1,0%. Im vierten Quartal 1987 hatte der Preisanstieg noch 0,1% betragen. Die Preise für Inlandgüter stiegen um 1,3%, während jene für Auslandgüter erstmals seit dem vierten Quartal 1985 nicht mehr zurückgingen.

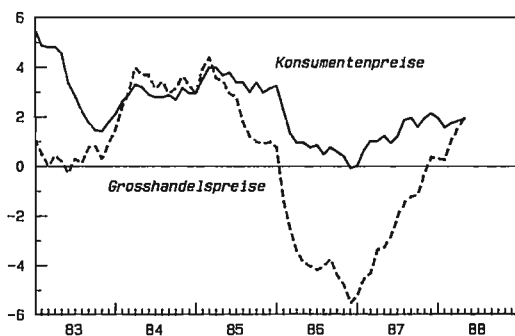
Die Arbeitnehmerverdienste erhöhten sich gemäss den Berechnungen des BIGA im ersten Quartal 1988 um 2,7% gegenüber dem Vorjahr.

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

**Grafik 13: Preisentwicklung<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

Nach Abzug der Teuerung, die anhand des Konsumentenpreisindex gemessen wird, ergab sich eine Zunahme der Reallohne von 0,9%.

### 3. Der monetäre Bereich

#### Geldmengenaggregate

Die Entwicklung der Geldmengenaggregate war in den ersten Monaten des Jahres 1988 von der Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften für Banken und Sparkassen und vom SIC geprägt. Liquiditätsvorschriften legen Mindestanforderungen für die Kassenliquidität in Schweizer Franken fest. Die Mindestkasse muss im Durchschnitt einer Monatsperiode, die vom 20. eines Monats bis zum 19. des Folgemonats dauert, gehalten werden. Dank der neuen Regelung sind die Banken in der Lage, ihre Bestände an Notenbankgeld sowohl am Monatsende als auch während des Monats erheblich zu verringern. Da die Nationalbank die Wirkung der neuen Vorschriften auf die Kassenhaltung der Banken nicht zuverlässig prognostizieren konnte, baute sie die Liquidität nur allmählich und mit grosser Vorsicht ab. Die Giro Guthaben, welche im Januar noch bei 8,9 Mrd. gelegen hatten, gingen kontinuierlich zurück und erreichten im Mai ein Niveau von 5,3 Mrd. Fr., was einer Abnahme von 35,7% entspricht. Im Vorjahresvergleich führte der Abbau der Giro Guthaben zu einer deutlichen

Wachstumsverlangsamung und ab März sogar zu einem Rückgang der bereinigten Notenbankgeldmenge, da das Wachstum des Notenumlaufs, das von Januar bis Mai 3,9% betrug, die drastische Verringerung der Giro Guthaben nicht zu kompensieren vermochte. Das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge wird im Jahre 1988 voraussichtlich negativ ausfallen.

Die Geldmenge  $M_1$  lag im ersten Quartal 1988 um 16,9% über dem Vorjahresniveau (viertes Quartal 1987: 9,3%). Demgegenüber verlangsamte sich das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  von 11,8% im vierten Quartal 1987 auf 9,9% im ersten Quartal 1988, während das Aggregat  $M_3$  leicht von 11,1% auf 11,2% zunahm. Die sprunghafte Wachstumsbeschleunigung von  $M_1$  widerspiegelt massive Umwandlungen von Termin- in Sichteinlagen. Während das Wachstum der Termineinlagen von 14,6% im vierten Quartal 1987 auf 2,3% im ersten Quartal 1988 zurückging, schnellte jenes der Sicht Guthaben von 12,6% auf 23,2% empor.

Diese massiven Umschichtungen von den Termin- zu den Sichteinlagen sind vornehmlich auf die neuen Liquiditätsvorschriften zurückzuführen. Da die Banken als Folge der neuen Vorschriften ihre Liquiditätsnachfrage verringerten, fielen die schweizerischen Geldmarktsätze im ersten Quartal 1988 deutlich (siehe Abschnitt «Geldmarkt»). Diese Zinsbewegungen veranlassten die Anleger, Termin- in Sichteinlagen umzuwandeln. Ferner scheinen die neuen Vorschriften das Liquiditätsverhalten der Bankkunden, insbesondere der grossen Industrie- und Handelsunternehmungen sowie der institutionellen Anleger, verändert zu haben. Unter dem alten Liquiditätsregime gingen die Geldmarktsätze im Fristigkeitsbereich unter einem Monat am Monatsultimo regelmässig massiv in die Höhe. Um in den Genuss hoher Ultimosätze zu kommen, waren viele Bankkunden bestrebt, am Monatsende Sichteinlagen vorübergehend in kurzfristige Termineinlagen umzuwandeln. Da die von der Nationalbank publizierten Zahlen für die Aggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  auf Monatsendwerten beruhen, unterschätzte die offizielle Statistik das tatsächliche Niveau der Geldmenge  $M_1$ . Mit der Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften verschwanden die Ultimospitzen bei den Geld-

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Ultimo- kredite <sup>1</sup>	BNBGM <sup>1, 3</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1984	23 263	2,1	7 826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	724	32 708	2,9
1986 4. Q.	24 511	2,6	8 775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1. Q.	24 639	3,0	8 406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2. Q.	24 473	3,0	8 557	6,7	762	32 268	2,6
1987 3. Q.	24 547	3,9	8 430	1,7	670	32 306	3,0
1987 4. Q.	25 481	4,0	9 195	4,5	1001	33 675	3,0
1988 1. Q.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	125	33 020	1,3
1988 Jan.	25 858	2,9	8 875	4,7	316	34 418	3,3
1988 Feb.	25 233	3,7	7 404	- 9,5	0	32 637	1,7
1988 März	25 484	4,2	6 580	- 23,1	60	32 004	- 1,0
1988 April	25 402	3,6	6 149	- 29,4	0	31 551	- 2,1
1988 Mai	25 529	4,9	5 305	- 35,7	0	30 834	- 4,5

<sup>1</sup> Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

<sup>2</sup> Gegenüber Vorjahresperiode; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate

<sup>3</sup> Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

**Tabelle 7: Geldmengenaggregate<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1984	2,6	5,6	6,2
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987 <sup>2</sup>	7,4	9,7	9,5
1986 4. Q.	5,1	7,0	7,7
1987 1. Q. <sup>2</sup>	6,1	9,2	8,2
1987 2. Q. <sup>2</sup>	6,2	9,0	8,8
1987 3. Q. <sup>2</sup>	8,1	8,9	9,7
1987 4. Q. <sup>2</sup>	9,3	11,8	11,1
1988 1. Q. <sup>2</sup>	16,9	9,9	11,2
1988 Jan. <sup>2</sup>	14,2	11,2	11,3
1988 Feb. <sup>2</sup>	18,1	10,7	11,6
1988 März <sup>2</sup>	18,5	8,0	10,8
1988 April <sup>2</sup>	18,7	9,0	11,4

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

<sup>2</sup> provisorisch

M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

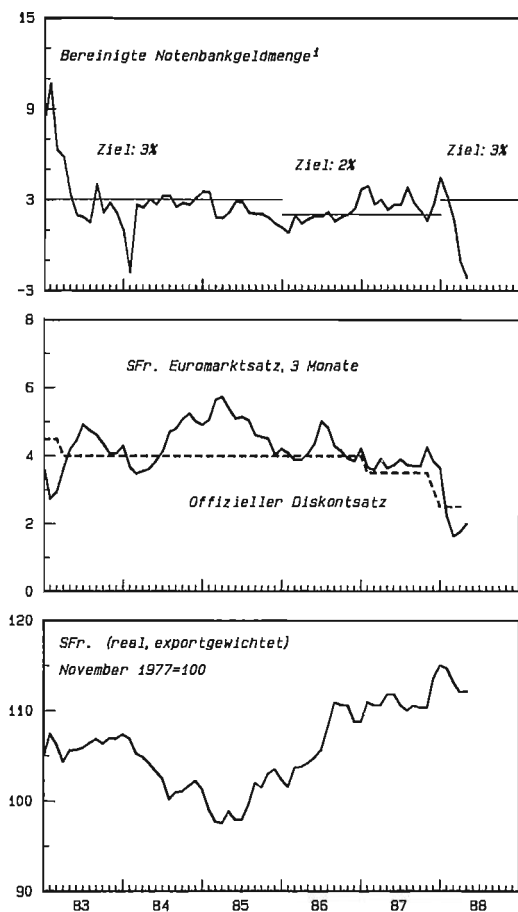
M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

marktsätzen (siehe Abschnitt «Geldmarkt»), so dass der Anreiz entfiel, die Zusammensetzung der Bankeinlagen am Monatsende zu verändern. Daher widerspiegelt die offizielle Statistik seit Anfang 1988 das tatsächliche Niveau der Geld-

menge M<sub>1</sub>. Solange sich die Wirtschaft nicht vollständig an die neuen Liquiditätsvorschriften angepasst hat, bleibt die geldpolitische Aussagekraft des Aggregats M<sub>1</sub> – wie auch der bereinigten Notenbankgeldmenge – verzerrt.

### **Geldmarkt**

Das markanteste Ereignis am schweizerischen Geldmarkt bildete das völlige Verschwinden der Ultimospitze bei den Zinssätzen im Fristigkeitsbereich unter einem Monat. Als Folge der neuen Liquiditätsvorschriften entfiel die in der Vergangenheit regelmässig aufgetretene, ultimobedingte Steigerung der Nachfrage nach Giroguthaben im Januar und Februar 1988. Nur Ende März nahm der Liquiditätsbedarf der Banken, ausgelöst durch «window dressing», vorübergehend um mehr als 1 Mrd. Franken zu. Die Nationalbank befriedigte die zusätzliche Liquiditätsnachfrage durch eine entsprechende Ausweitung des Angebots, so dass keine nennenswerten Anspannungen am Geldmarkt auftraten. Die Banken beanspruchten den traditionellen Notenbankkredit im ersten Quartal 1988 weder innerhalb des Monats noch am Monatsende in nennenswertem Umfang. Da die Nationalbank das Angebot an Notenbankgeld nur allmählich an die gesunkene Nachfrage anpasste, fielen die Geld-

**Graphik 14: Schweiz**

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

marktzinsen im ersten Quartal deutlich. Der Zinssatz für Dreimonatsdepots am Eurofrankenmarkt verringerte sich von durchschnittlich 3,64% im Dezember 1987 auf 1,63% im Februar 1988. Anschliessend stieg er wieder, blieb jedoch unter der Marke von 3%. Parallel dazu passten die Grossbanken ihre Vergütungen auf Festgelder an. Bei der Emission von Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes (3 Monate) verringerte sich die Verzinsung bis auf 1,5% im Februar und 1,9% im März bzw. April. Tiefere Renditen waren in diesem Bereich bisher nur im Juli 1979 registriert worden.

Die Zinssätze fielen bei den kurzen Laufzeiten stärker als bei den langen. Obwohl im März und April bereits eine gewisse Korrektur stattgefunden hatte, nahm die Differenz zwischen den Zinssätzen von Ein- und Zwölfmonatsdepots am Euromarkt von 0,7% im Durchschnitt des vierten Quartals 1987 auf 1,2% im Durchschnitt der ersten vier Monate des Jahres 1988 zu. Gleichzeitig vergrösserte sich auch das Zinsgefälle zum Ausland. Nachdem die Zinsdifferenz zwischen Eurodollar- und -frankenanlagen bereits im Laufe des Jahres 1987 markant gestiegen war, nahm sie 1988 von 4½% Anfang Jahr auf 5½% Ende April zu. Parallel dazu stieg die Differenz zwischen Euromark- und -frankenanlagen von ½% auf 1¼%.

Der Tagesgeldsatz, der früher innerhalb des Monats stark geschwankt hatte, weist seit Anfang 1988 keine ultimobedingten Ausschläge mehr auf. Nachdem er im Januar und Februar auf einem tiefen Niveau verharret hatte, begann er sich Ende März wie erwartet an den Satz für Einmonatsdepots anzunähern.

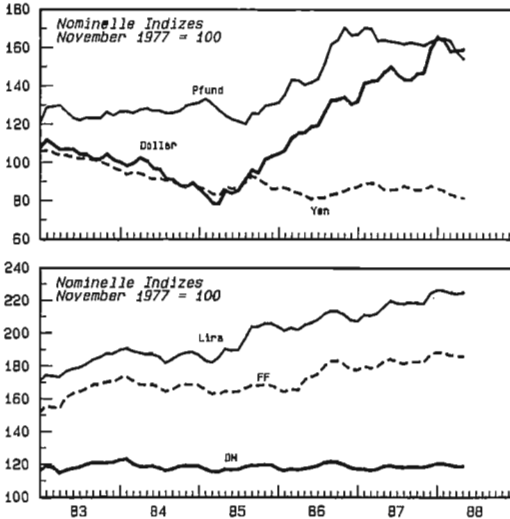
### Devisenmarkt

Der nominale Wechselkurs des Schweizer Francs lag im Durchschnitt der Monate Februar bis Mai 1988 über dem Vorjahresniveau. Der Franken wertete sich gegenüber dem amerikanischen Dollar, der D-Mark, dem französischen Franken und der italienischen Lira – bei einem deutlichen Rückgang der täglichen Wechselkursschwankungen – leicht und gegenüber dem japanischen Yen und dem britischen Pfund deutlich ab.

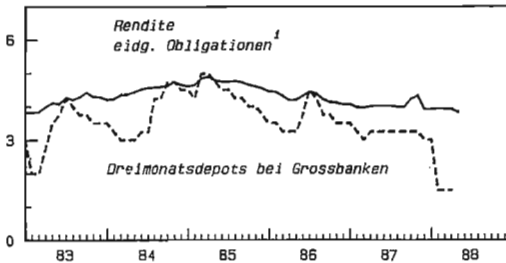
In den ersten vier Monaten des Jahres 1988 intervenierte die Nationalbank mehrmals am Devisenmarkt zugunsten der amerikanischen Währung. Insgesamt kaufte sie 250 Mio. Dollar.

Die Teuerungsunterschiede zwischen den fünfzehn wichtigsten Industrieländern und der Schweiz blieben im ersten Quartal gering. Deshalb wichen die realen Veränderungen des Frankenkurses nur unwesentlich von den nominalen ab. Im Vorjahresvergleich fiel die reale Aufwertung gegenüber dem amerikanischen Dollar mit

**Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



**Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz**



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

9,8% weiterhin beträchtlich aus. Als Folge der markanten Höherbewertung des britischen Pfundes und des japanischen Yen ergab sich gegenüber diesen beiden Währungen eine reale Abwertung von 5,3% bzw. 5,9%. Für die übrigen Länder verteuerte sich der Franken preisbereinigt um durchschnittlich 3%. Der mit den Ausfahranteilen gewichtete reale Aussenwert des Schweizer Frankens stieg im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um insgesamt 2,3%. Im vierten Quartal 1987 hatte die reale Höherbewertung noch 3,2% betragen.

## Kapitalmarkt

Nachdem sich die Zinssätze und Renditen am Obligationenmarkt im Anschluss an den Kurssturz an den Aktienbörsen vom 19. Oktober 1987 deutlich zurückgebildet hatten, blieben sie in den ersten vier Monaten des Jahres 1988 verhältnismässig stabil. Die Rendite eidgenössischer Obligationen, die im vierten Quartal 1987 durchschnittlich 4,1% betragen hatte, sank auf 3,9% im Mittel der Monate Januar bis April. Ohne die regelmässige Revision des Korbes der berücksichtigten Anleihen am Jahreswechsel wäre der Rückgang der Durchschnittsrendite noch um 0,07% höher ausgefallen.

Der Bund emittierte im Januar und März im Tenderverfahren zwei Obligationenanleihen mit einem Coupon von 4%. Die erste wurde zu einem Kurs von 100,5% ausgegeben, was bei einer Laufzeit von elf Jahren eine Rendite von 3,94% ergab. Die zweite wies die vergleichsweise kurze Laufzeit von sieben Jahren auf; aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Kurs von 101,1% festgelegt, was eine Rendite von 3,82% ergab.

Die Entwicklung am Geld- und Obligationenmarkt blieb nicht ohne Auswirkungen auf die übrigen Zinssätze. Zwischen Februar und April reduzierten die meisten Banken ihre Zinssätze für Kassenobligationen. Die Reduktion betrug in der Regel  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt bei den langen und  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt bei den kurzen Laufzeiten. Am 18. April senkten die Banken die Zinssätze für neue Hypotheken um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt auf 5% und kündigten eine entsprechende Satzsenkung bei den alten Hypotheken für den Sommer an. Parallel dazu wurden ab 1. Mai auch die meisten Spar- und Privatkontozinsen um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt zurückgenommen.

Der Aktienmarkt erholte sich nach dem 19. Oktober 1987 nur zögernd. Dabei hielten sich die Anleger stark zurück. Die labile Situation wird dadurch unterstrichen, dass am 28. März erneut ein leichter Kurseinbruch stattfand. Der Rückgang des Swissindex betrug 4,3%, womit die seit Anfang Jahr zu beobachtende Aufholbewegung unterbrochen wurde.

Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarkts durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen und Aktienemissionen betrug im ersten Quartal 1987: 14,1 Mrd. Franken (erstes Quartal 1987: 14,1 Mrd.). Davon entfielen 24% (33%) auf Kapitalaufnahmen inländischer Schuldner. Im Inlandbereich wurden keine Konversionen (0,1 Mrd.) und Rückzahlungen von 1,5 Mrd. (0,8 Mrd.) vorgenommen, so dass die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Schuldner 2,8 Mrd. (3,8 Mrd.) betrug. Die Abnahme der Nettobeanspruchung durch inländische Schuldner war hauptsächlich auf den Rückgang der Aktienemissionen zurückzuführen, die sich auf weniger als ein Drittel des Volumens des Vorjahresquartals verringerten.

### Kapitalexport

Im ersten Quartal 1988 lagen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte mit 16,8 Mrd. Franken um 47% über dem Vorjahresniveau. Dies entspricht dem höchsten je erzielten Quartalsergebnis. Die im Vorquartal als Folge des Börsensturzes aufgetretene Verschiebung von Anleihen zu Krediten setzte sich nicht fort.

Die im ersten Quartal emittierten Anleihen im Betrage von 13,8 Mrd. Franken übertrafen den bisherigen Höchststand nur knapp, und die Jahreswachstumsrate erreichte 48%. Eigenkapitalbezogene Werte waren vermehrt gefragt. So ent-

fiel im Februar ein Drittel aller Anleihen auf Wandelanleihen. Wie in der Vergangenheit dominierten in dieser Kategorie japanische Schuldner. Viele dieser Anleihen wurden mit einer Put-Option versehen, mit der sich der Investor gegen das Kursrisiko absichern kann. Die Kredite stiegen um 40% auf 3,8 Mrd. Franken.

Nachdem sich das Schwergewicht der Kapitalexporte bis Ende März 1987 kontinuierlich auf die Industrieländer verlagert hatte, zeichnete sich im ersten Quartal 1988 eine Umkehr dieser Tendenz ab. Allerdings flossen immer noch 84% des bewilligungspflichtigen Kapitalexports in die Industrieländer, gegenüber 92% im Vorjahresquartal. Die Entwicklungsorganisationen lagen mit einem Anteil von beinahe 8% an zweiter Stelle. Knapp 5% entfielen auf die Entwicklungsländer, während die Staatshandelsländer und OPEC-Länder die restlichen 3% auf sich vereinigten.

### Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzentwicklung wurde im ersten Quartal 1988 durch das gesunkene Zinsniveau und die neuen Liquiditätsvorschriften geprägt. Die Bilanzsumme der 71 Banken lag Ende März um 6,6% über dem Vorjahresstand.

Die positive Konjunktorentwicklung widerspiegelt sich in dem immer noch hohen Wachstum der inländischen Kredite, das seit Mitte 1987 dauernd über 10% liegt. Das Jahreswachstum der

**Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)**

	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	43 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1986 4. Q.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1. Q.	9 370,3	1 928,5	180,4	11 479,2
1987 2. Q.	6 852,3	1 931,4	347,2	9 130,9
1987 3. Q. <sup>2</sup>	13 974,0	2 191,9	292,2	16 458,1
1987 4. Q. <sup>2</sup>	7 947,2	4 123,8	197,8	12 268,8
1988 1. Q. <sup>2</sup>	13 538,7	2 974,8	143,2	16 656,7

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

<sup>2</sup> provisorisch

kommerziellen Frankenkredite und der Hypotheken betrug Ende März 11,2% bzw. 10,9%. Die Auslandskredite stiegen um 21,4% und lagen somit deutlich über dem inländischen Kreditwachstum.

Die Finanzanlagen (liquide Mittel, Guthabenüberschuss im Interbankengeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen um 1,3% unter dem Vorjahresstand. Die seit Anfang 1988 gültigen neuen Liquiditätsvorschriften und ein neuer, linearer Deckungssatz von 2,5% prägten die Entwicklung der liquiden Mittel; Ende März betragen sie 8,4 Mrd., was im Vorjahresvergleich einem markanten Rückgang von 48,5% entspricht. Die frei werdenden liquiden Mittel wurden teilweise als Termingelder bei Banken im Ausland angelegt. Der Guthabenüberschuss im Interbankengeschäft stieg auf 53,4 Mrd. Franken und lag somit Ende März um 29,7% über dem Vorjahresstand.

Die Publikumsgelder (Sicht-, Termin- und Spareinlagen sowie Kassenobligationen und Obligationen) nahmen im Vorjahresvergleich um 8,8% zu. Besonders stark stiegen die inländischen, auf Franken lautenden Sichtgelder (29,1%). Der massive Rückgang der kurzfristigen Zinssätze bewirkte vor allem im Frankenbereich eine vermehrte Umlagerung von Termin- in Sichteinlagen. Das Wachstum der Spar- und Depositengelder setzte sich mit 13,4% beschleunigt fort. Das stärkere Wachstum der Depositengelder – sie machen rund 44% der Spargelder aus – blieb auch im ersten Quartal erhalten.

Der Bestand an Treuhandanlagen lag Ende März knapp über dem Vorjahresniveau. Entscheidend war das Fremdwährungsgeschäft, das um 8,1% stieg, da rund 80% der Treuhandgelder auf Fremdwährungen lauten.



# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance  
du 10 juin 1988<sup>1</sup>

## A. Situation économique et monétaire à l'étranger

### 1. Aperçu

#### *Evolution de la conjoncture*

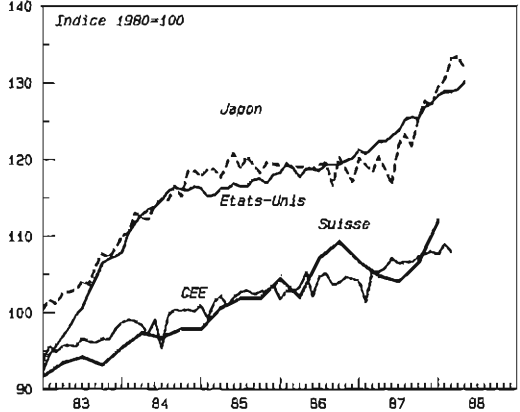
Contrairement aux prévisions pessimistes du début de l'année, la conjoncture économique est restée favorable, au premier trimestre de 1988, dans les Etats membres de l'OCDE. Celui qui cherchait des signes d'orage dans le ciel conjoncturel n'a pu observer que quelques petits nuages. La production industrielle a continué d'augmenter dans la plupart des pays, en particulier au Japon et en Italie. Les perspectives à court terme étaient généralement jugées favorables par les entreprises. Le taux de chômage a diminué dans plusieurs pays, avant tout au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, mais il est resté à peu près inchangé en France, au Japon et en République fédérale d'Allemagne.

L'adaptation des flux commerciaux internationaux aux variations des cours de change des dernières années semble maintenant influer de plus en plus sur les balancés courants, notamment sur la balance des Etats-Unis. En dépit des signes qui montrent nettement la tendance à la baisse du déficit commercial américain, le dollar a faibli temporairement après l'annonce, pour le mois de février, d'un solde passif plus élevé que prévu.

Au premier trimestre, le renchérissement a fléchi légèrement. La crainte d'une reprise de l'inflation est apparue dans les discussions, aux Etats-Unis et au Japon notamment, étant donné le taux élevé d'occupation des capacités de production et la situation régnant sur le marché du travail.

<sup>1</sup> Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1988.

Graphique 1: Production industrielle



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

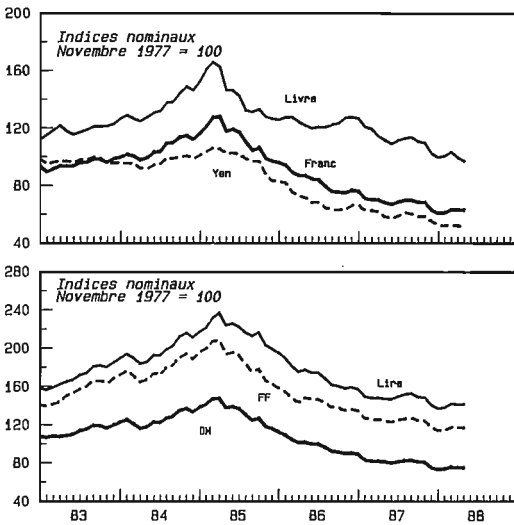
Une hausse des taux à long terme pourrait aussi être interprétée comme le signe d'anticipations inflationnistes croissantes.

#### *Politique économique*

Les déficits publics des pays de l'OCDE ont diminué, en moyenne, de 3,3% du produit intérieur brut en 1986 à 2,6% en 1987. Globalement, on n'escompte pas de nouveaux progrès dans la consolidation des finances publiques en 1988; au vu des budgets présentés, il faut plutôt s'attendre à une légère augmentation des excédents de dépenses.

Cette remarque vaut en particulier pour les Etats-Unis; en effet, la compression du déficit fédéral, étonnamment forte en 1987, peut être attribuée principalement à des facteurs extraordinaires qui ont joué du côté des recettes. Au Japon, malgré les mesures adoptées par le gouvernement pour relancer la conjoncture, le déficit des comptes de l'Etat a diminué fortement. Cette amélioration s'explique par une progression des

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



recettes fiscales, due aux gains en capital extrêmement élevés sur les actions et sur les immeubles ainsi qu'à l'évolution favorable de la conjoncture. Au Royaume-Uni également, la bonne conjoncture a engendré une baisse massive du déficit public. Le même phénomène, mais à une moindre échelle, s'est produit en Italie. La réduction des déficits en France, au Canada et dans les petits pays industrialisés a été obtenue essentiellement par des mesures budgétaires restrictives. De tous les grands pays industrialisés, seule la République fédérale d'Allemagne a enregistré en 1987 un accroissement du déficit public, accroissement qui peut être attribué notamment aux mesures prises par le gouvernement pour stimuler l'activité économique et à la conjoncture manquant de vigueur par rapport à celle d'autres pays.

En outre, l'Allemagne fédérale est le seul grand pays industrialisé à attendre, du fait de l'allègement des impôts sur le revenu à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1988, une forte augmentation du déficit budgétaire cette année. Au Royaume-Uni, des allègements fiscaux sont également prévus, mais leurs influences sur les comptes devraient être compensées dans une forte mesure par les recettes accrues qui découleront de la bonne conjoncture.

La politique monétaire des trois principaux pays industrialisés a eu des effets expansionnistes au premier trimestre de 1988. Les autorités monétaires japonaises et allemandes ont maintenu le caractère souple de leur politique pour contribuer à la stabilisation du dollar sur les marchés des changes, tandis que la banque centrale américaine a passé au début de l'année à un cours moins rigoureux en vue de stimuler la conjoncture.

Au premier trimestre, la croissance des agrégats monétaires a été relativement rapide dans ces trois pays. Les rémunérations à court terme servies sur le dollar ont diminué nettement, puis ont augmenté de nouveau, au mois d'avril, après le léger resserrement de la politique monétaire américaine. En revanche, les rémunérations à court terme sont restées assez stables au Japon et en Allemagne fédérale, où les taux directeurs n'ont pas été modifiés. Dans ces trois pays, les taux à long terme ont fléchi du quatrième trimestre de 1987 au premier de 1988. Après le net mouvement de hausse observé aux Etats-Unis à partir du mois de mars, les rendements ont augmenté en avril au Japon et en République fédérale.

### **Marchés des changes**

Durant les mois de février à mai, le dollar des Etats-Unis s'est raffermi légèrement face au franc suisse, au franc français et à la lire italienne, mais a faibli quelque peu vis-à-vis du yen japonais et du mark allemand. En mars, les autorités monétaires britanniques ont abandonné leur politique qui visait à maintenir la livre sterling au-dessous de 3 marks allemands; la livre s'est par la suite appréciée fortement. L'évolution des cours de change ayant été moins instable que l'année précédente, les autorités monétaires ne sont intervenues sur les marchés que sporadiquement et que pour des montants relativement faibles dans la période couvrant les mois de février à mai. Un seul événement, l'annonce d'un déficit américain plus élevé que prévu pour février, a fait chuter le dollar, pendant quelques heures, à la mi-avril. Les principales banques centrales ont alors soutenu la monnaie américaine. En outre, aucune tension importante

n'est apparue au sein du Système monétaire européen (SME) entre le mois de février et le début de mai.

Du premier trimestre de 1987 à la même période de 1988, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 10,5% en termes nominaux et de 9,2% en termes réels. La valeur extérieure du yen japonais a augmenté de 14,7% en termes nominaux et de 11% en termes réels. Le cours réel et pondéré par les exportations du franc suisse s'est apprécié de 2,3%. Celui du mark a diminué toutefois de 1,4%.

### ***Coopération monétaire internationale et problèmes de l'endettement***

Au mois d'avril, le Conseil fédéral a demandé aux Chambres fédérales d'approuver la participation de la Suisse, à concurrence de 200 millions de droits de tirage spéciaux, à la «Facilité d'ajustement structurel renforcée» du Fonds monétaire international (FMI). Il s'agit d'un prêt sans intérêt qui s'inscrit dans le cadre d'une aide à moyen terme, destinée à faciliter les ajustements structurels dans les pays les plus pauvres.

En décembre 1987, le Mexique a proposé aux banques créancières de convertir leurs crédits en obligations dont la durée est de 20 ans et dont le principal est couvert par des obligations à coupon zéro, émises pour une durée de 20 ans par le Trésor américain. Cette proposition n'a pas reçu l'accueil espéré par le gouvernement mexicain. Les conversions n'ont porté que sur une somme de 3,66 milliards de dollars – les autorités mexicaines souhaitaient atteindre quelque 10 milliards – et la décote a été non pas de 50%, mais de 30,3% seulement.

Lors de la session de printemps du Comité intérimaire du FMI, il a été proposé de compléter le «Mécanisme de financement compensatoire» («Compensatory Financing Facility») par un nouvel instrument, baptisé «Mécanisme pour aléas extérieurs» («External Contingency Mechanism»). Cet instrument devrait permettre de remédier à la détérioration des balances des paiements consécutive à une hausse imprévue des taux d'intérêt ou des prix à l'importation (céréales

exceptées). En effet, le «Mécanisme de financement compensatoire» prévoit déjà des mesures en cas de renchérissement des céréales ou de baisses des prix à l'exportation.

## **2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés**

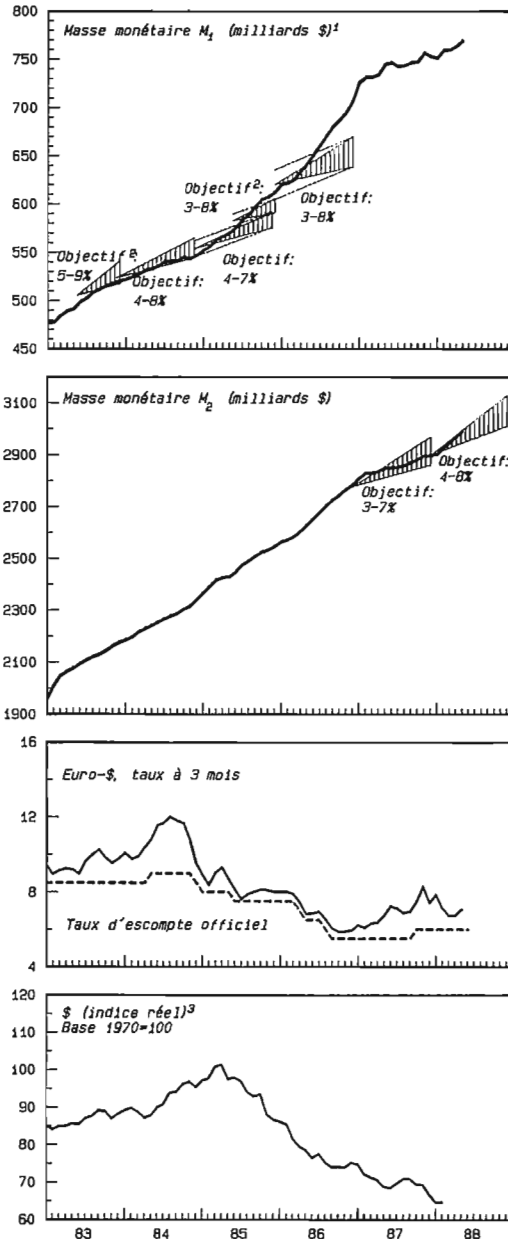
### ***Etats-Unis***

Au premier trimestre, l'économie américaine est restée vigoureuse. Le chômage a continué à se résorber, et le renchérissement a diminué d'un demi-point par rapport au trimestre précédent. La croissance de la production est demeurée forte, même si elle a faibli quelque peu depuis la fin de 1987.

Malgré l'augmentation du déficit de la balance commerciale en février, le solde passif de la balance courante des Etats-Unis est resté orienté à la baisse. Le déficit commercial, qui avait diminué à 12,4 milliards de dollars en janvier, a passé à 13,8 milliards le mois suivant, ce qui a surpris les observateurs; cette aggravation peut être attribuée principalement à une expansion passagère des importations de pétrole. Pour le mois de mars, le déficit s'est établi à 9,7 milliards de dollars.

Après une phase de progression vigoureuse, la consommation privée a ralenti dès le début de 1987 et, au quatrième trimestre, elle a reculé de 2,5% en taux annualisé. Ce recul, lié au krach boursier, a entraîné un gonflement, en grande partie involontaire, des stocks. Aussi les prévisions conjoncturelles ont-elles été révisées à la baisse au début de 1988. Au premier trimestre toutefois, la conjoncture a été bien meilleure que prévu. Les dépenses de consommation, notamment dans le domaine des biens durables, se sont accrues fortement en termes réels. En outre, les investissements en biens d'équipement ont même progressé à un rythme annuel de 30%. D'un autre côté, les dépenses pour la construction de logements et celles du gouvernement fédéral ont diminué sensiblement, après avoir augmenté pendant les trois mois précédents. Au premier trimestre, les exportations se

Graphique 3: Etats-Unis



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

<sup>2</sup> Du 2e trimestre au 4e trimestre 1983; du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

<sup>3</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

sont accrues, en volume, de plus de 20% en taux annualisé, soit à un rythme nettement supérieur à la moyenne de l'année précédente, et les importations n'ont augmenté que de 3,4%. L'amélioration que le commerce extérieur a ainsi enregistrée en volume a contribué pour une forte part à la bonne conjoncture. En taux annualisé et corrigé des variations saisonnières et des prix, l'expansion du produit national brut s'est inscrite à 3,9% au premier trimestre, contre 4,8% le trimestre précédent.

Le taux de chômage, qui avait fléchi sans interruption en 1987, a continué son mouvement de repli, passant à 5,4% au mois d'avril. Après avoir marqué une accélération à 4,5% au quatrième trimestre, le taux annuel de renchérissement a diminué à 3,9% au premier trimestre de 1988, rythme qui correspond approximativement à la hausse moyenne que les prix ont enregistrée l'année dernière.

Comme l'année précédente, le Système de Réserve Fédérale a renoncé à publier un objectif en termes de  $M_1$ . Il entend toutefois augmenter les agrégats  $M_2$  et  $M_3$  à un rythme compris entre 4 et 8%, soit une fourchette inférieure d'un point à celle qui avait été choisie pour 1987. Craignant un net affaiblissement de la conjoncture, les autorités monétaires ont assoupli, au premier trimestre, le cours plutôt rigoureux de leur politique. Par la suite, la rémunération des fonds fédéraux a baissé, et la croissance des agrégats monétaires s'est accélérée.  $M_2$  et  $M_3$ , qui servent d'indicateurs, ont ainsi évolué au-dessous de leur corridor de 4 à 8%, au début de l'année, près de la limite supérieure de leur fourchette, en février, et au centre de celle-ci, en mars. Les perspectives économiques paraissant bien meilleures qu'au début de l'année, la banque centrale américaine a resserré les rênes de sa politique au commencement d'avril. De ce fait, le taux des fonds fédéraux a augmenté de près d'un demi-point jusqu'à la fin du mois; sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois a progressé elle aussi d'environ un demi-point pour s'inscrire, à la fin du mois d'avril, à un niveau très proche de celui qu'elle avait au début de l'année. Les taux à court terme ayant moins augmenté en République fédérale d'Allemagne et continué leur léger mouvement de repli

au Japon, l'écart en faveur des rémunérations servies sur le dollar s'est creusé, ce qui a contribué au raffermissement de la monnaie américaine sur les marchés des changes. Quant aux taux à long terme, ils ont monté entre le début de mars et la fin d'avril, mouvement qui a été suivi, mais dans une moindre mesure, en République fédérale et au Japon.

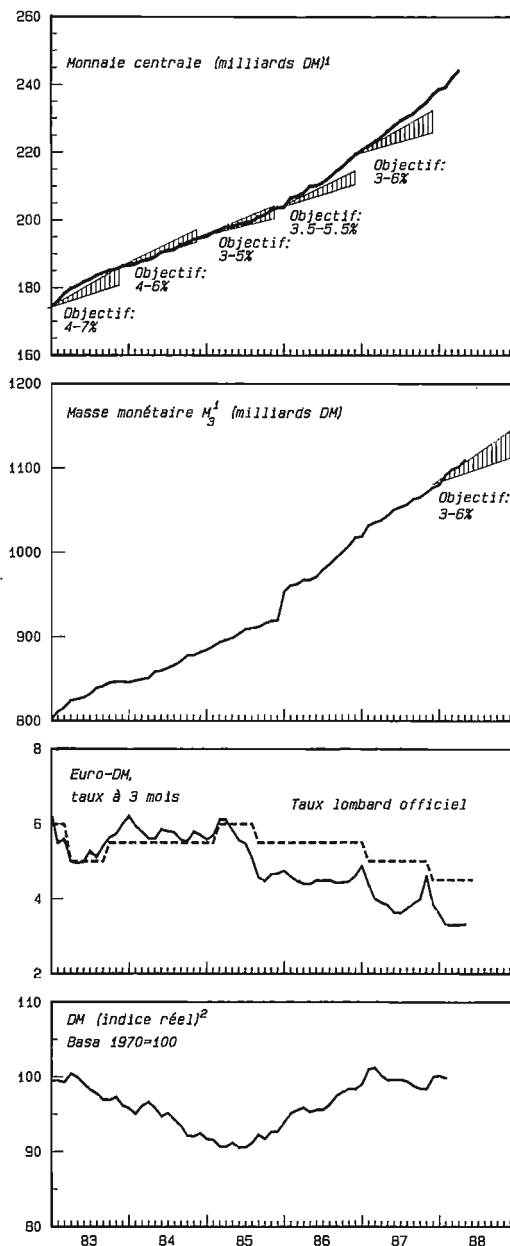
### République fédérale d'Allemagne

Au quatrième trimestre de 1987, le produit national brut réel dépassait de 0,7% son niveau des trois mois précédents et de 2,3% celui de la période correspondante de 1986. La croissance de la consommation privée a été particulièrement vigoureuse puisqu'elle a atteint 4%. Elle peut être attribuée principalement à l'augmentation de 3% que le revenu réel disponible des ménages a enregistrée du second semestre de 1986 à la même période de l'année suivante. Les investissements en biens d'équipement, qui ont progressé de 2,6%, ont eux aussi contribué à stimuler la conjoncture. Le secteur de la construction a toutefois continué à stagner. La demande étrangère s'est raffermie sensiblement, reflétant ainsi l'essor de la conjoncture internationale. En volume, les exportations se sont accrues de 4,5%; pour la première fois depuis la fin de 1985, leur progression a été plus rapide que celle du produit national brut réel. La croissance ayant été également forte du côté des importations – elle a atteint 7,2% en volume –, l'excédent en volume du commerce extérieur a continué le mouvement de repli qui peut être observé depuis le second semestre de 1985.

En 1987, le produit national brut réel a augmenté de 1,7%. Selon les plus récentes prévisions officielles, sa croissance devrait s'inscrire à 2% en 1988. De nouveaux allègements fiscaux, portant sur quelque 14 milliards de marks, et le programme adopté par le gouvernement à la fin de 1987 pour soutenir les investissements contribueront à stimuler la conjoncture.

L'économie allemande a poursuivi son expansion au premier trimestre de 1988. La production industrielle a progressé, dépassant de 2,8% son niveau des mêmes mois de 1987. Grâce à un

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

hiver peu rigoureux, l'activité a été exceptionnellement forte dans le secteur de la construction. En données corrigées des variations saisonnières, l'indice de la production pour le secteur principal de la construction a marqué une hausse de 27% entre les mois de janvier et février 1987 et la période correspondante de l'année en cours.

L'excédent du commerce extérieur est resté élevé en janvier 1988. La reprise de la demande étrangère de biens et de services allemands a continué au début de l'année. Dans l'industrie, les entrées de commandes se sont accrues en janvier et en février, alors qu'elles n'avaient cessé de diminuer au cours des quatre mois précédents.

Sur le marché du travail, la situation ne s'est guère modifiée. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a diminué de 9% au quatrième trimestre à 8,7% en janvier et en février. Le taux annuel de renchérissement est demeuré bas: au premier trimestre de 1988, il n'a jamais franchi la barre de 1%. Les conventions collectives renouvelées au début de l'année prévoient des hausses de salaires comprises entre 2 et 3,6% selon les branches.

La masse monétaire  $M_3$  – pour 1988, l'objectif monétaire a été fixé en termes de  $M_3$  et non de monnaie centrale – s'est accrue vigoureusement au cours de chacun des mois du premier trimestre. Les moyennes mensuelles de  $M_3$  (pour février, par exemple, la moyenne mensuelle est calculée à partir des valeurs à la fin des mois de janvier et de février, afin d'atténuer les aléas d'un seul jour de référence) dépassaient le niveau moyen du quatrième trimestre de 1987 de 7¼% en janvier, de 8,3% en février et de 7,6% en mars (en taux annualisés et après correction des variations saisonnières). La croissance monétaire a donc atteint 7,7% au premier trimestre, soit un rythme nettement supérieur à la fourchette de 3 à 6% choisie par la Banque d'Allemagne. Quant aux agrégats répondant à une définition plus étroite, ils ont augmenté, entre la fin de mars 1987 et la fin du même mois en 1988, de 5,5% pour  $M_2$  et de 9,7% pour  $M_1$ . La stabilité des prix n'étant pas considérée comme menacée en Allemagne fédérale, les autorités monétaires ont

estimé opportun de maintenir le caractère souple de leur politique monétaire, eu égard à la tendance à l'effritement du dollar et à la croissance modérée de l'économie allemande. Depuis le mois de novembre, la Banque fédérale d'Allemagne n'a pas modifié le taux auquel elle prend des titres en pension pour un mois. Le niveau bas des rémunérations servies sur les dépôts en marks a permis de maintenir un écart important vis-à-vis des taux appliqués aux Etats-Unis, ce qui a facilité le financement du déficit de la balance courante américaine sans mouvement notable des cours de change. En avril, les taux à court et à long terme ont augmenté en Allemagne, mais moins qu'aux Etats-Unis; l'écart entre ces deux pays s'est ainsi creusé davantage.

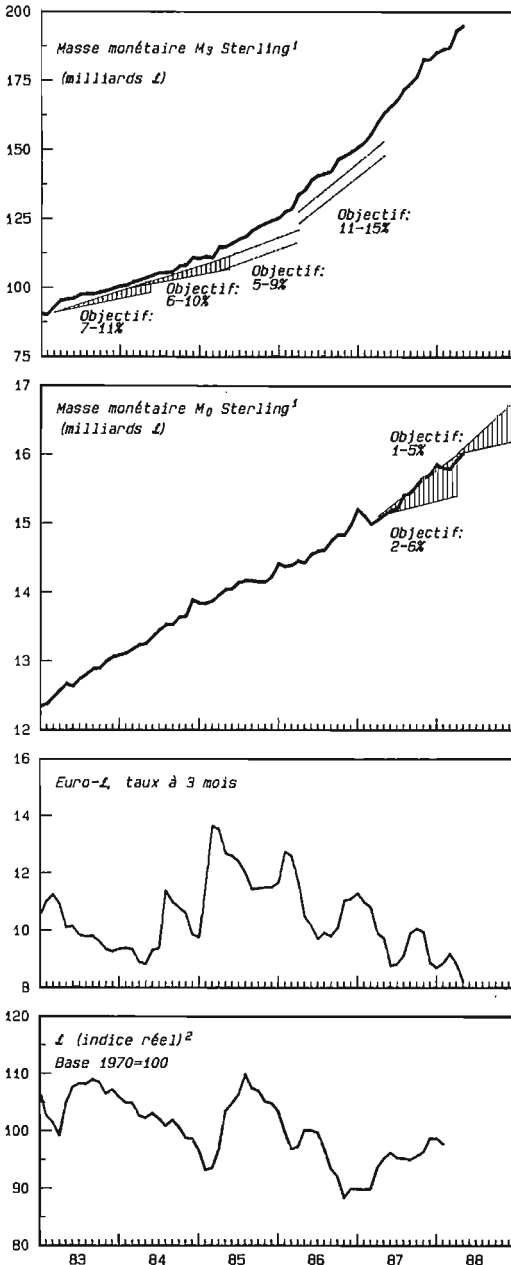
### *Royaume-Uni*

Le produit intérieur brut réel a progressé de 4,6% en 1987, contre 3,3% l'année précédente. Une croissance aussi élevée n'avait plus été observée depuis quinze ans. Plusieurs indices incitent à penser que la conjoncture marque un ralentissement graduel. Ainsi, l'augmentation du chiffre d'affaires réel du commerce de détail est restée vigoureuse au premier trimestre de 1988 – elle a atteint encore 7,8% par rapport à la période correspondante de l'année précédente –, mais elle a faibli légèrement vers la fin du trimestre. En outre, la production industrielle a diminué de janvier à février, en données corrigées des variations saisonnières; en moyenne des deux premiers mois de l'année, elle dépassait cependant de 2,9% son niveau de la même période de 1987.

Le taux de chômage a fléchi à 8,8% à la fin du premier trimestre de 1988. Il a ainsi poursuivi le mouvement de repli observé sans interruption l'année précédente, en dépit d'un net accroissement de la population active. Le taux annuel de renchérissement a passé de 3,3% au début de l'année à 3,5% en mars.

La balance des transactions courantes s'est soldée par un déficit de 1,7 milliard de livres en 1987, contre 50 millions l'année précédente. Au premier trimestre de 1988, son solde passif a

Graphique 5: Royaume-Uni



<sup>1</sup> 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)

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

atteint 1,8 milliard de livres, soit un montant dépassant le déficit enregistré pour l'ensemble de l'année 1987.

Selon des estimations provisoires, les comptes de l'Etat pour l'exercice qui a pris fin au mois de mars ont dégagé un excédent de 3,6 milliards de livres; ce résultat est supérieur d'environ 0,5 milliard de livres au montant prévu au budget. Grâce à la vigueur de l'essor économique, les recettes ont dépassé les prévisions et certaines dépenses sociales – les aides versées aux chômeurs notamment – ont été inférieures à ce qui était inscrit au budget.

Au mois de mars, le chancelier de l'Echiquier a présenté le budget pour l'année 1988/89. Comme l'exercice précédent, l'Etat devrait boucler ses comptes par un surplus de quelque 3 milliards de livres et, partant, réduire de nouveau la dette publique. Les bons résultats du dernier exercice ont permis au gouvernement d'abaisser les impôts. D'autres mesures sont prévues, notamment l'imposition séparée des couples mariés.

En 1987, les autorités monétaires britanniques se sont efforcées de stabiliser la livre sterling vis-à-vis du mark allemand et de l'empêcher de franchir la barre des 3 marks. Elles ont assoupli cette politique, au début de 1988, car les achats de devises, nécessaires pour stabiliser la livre, risquaient de conduire à une expansion monétaire excessive et, partant, d'engendrer un potentiel inflationniste. Face au danger d'une nouvelle accélération du renchérissement, la Banque d'Angleterre a relevé, le 1<sup>er</sup> février, son taux d'intervention sur le marché monétaire. Elle a amené simultanément les «clearing banks» à porter leur taux de base de 8,5% à 9%. Les fortes pressions à la hausse que la livre a subies sur les marchés des changes à partir du début de mars ont contraint la banque centrale à faire marche arrière et à réduire, le 17 mars, le taux de base. Le 8 avril, ce taux a été abaissé encore de 8,5% à 8%.

Lors de la présentation du budget, le chancelier de l'Echiquier a confirmé l'intention de fixer un objectif monétaire, en termes de  $M_0$ , pour l'année budgétaire qui commence au mois d'avril. La

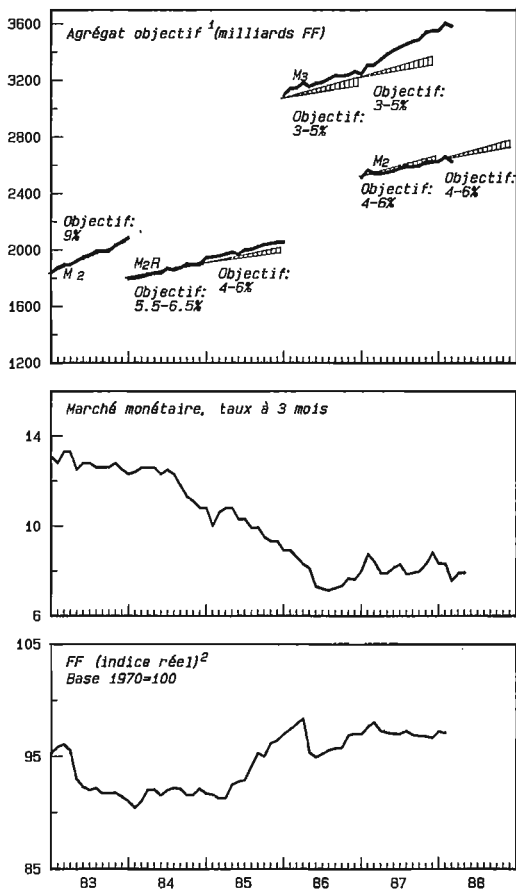
fourchette choisie est de 1 à 5%, alors qu'elle était de 2 à 6% pour l'exercice précédent. Le chancelier de l'Echiquier a annoncé également qu'aucune marge de fluctuation ne serait assignée à un autre agrégat monétaire, mais que la Banque d'Angleterre vouerait une attention accrue à l'évolution de la masse monétaire  $M_4$ . Contrairement à  $M_3$ , qui a longtemps servi d'indicateur, cet agrégat englobe les dépôts d'épargne que le public a constitués dans les «building societies». Durant l'exercice budgétaire 1987/88, la base monétaire  $M_0$  a augmenté de 5% en moyenne, soit à un rythme conforme à la fourchette de 2 à 6%. Au premier trimestre de 1988 toutefois, sa croissance s'est accélérée pour atteindre 6,4% en mars. La masse monétaire  $M_3$  sterling dépassait de 21,2%, au premier trimestre, son niveau de la période correspondante de 1987; au quatrième trimestre, sa progression s'était inscrite à 22,2%.

## France

Au quatrième trimestre de 1987, la conjoncture économique a perdu une partie de la vigueur observée pendant les six mois précédents. Selon les estimations provisoires, le produit intérieur brut réel a augmenté, au quatrième trimestre, de 0,4% par rapport aux trois mois précédents et de 2,3% par rapport à la période correspondante de 1986. En particulier, la croissance des stocks a ralenti, en données corrigées des variations saisonnières, vers la fin de l'année. Comme au troisième trimestre déjà, les exportations se sont accélérées – leur progression a atteint 3% d'un trimestre à l'autre –, alors que les importations ont continué à croître à peu près au rythme enregistré les périodes précédentes (2,1%). La demande intérieure a été stimulée avant tout par les investissements qui ont progressé de 1,2% par rapport au trimestre précédent; en revanche, la consommation privée a augmenté moins rapidement. Grâce surtout à la fermeté des investissements, le produit intérieur brut réel s'est accru de 2,3% en 1987, contre 2,2% en 1986. L'expansion des investissements du secteur privé a passé de 3,3% en 1986 à 5,4% l'année suivante.

Pour le premier trimestre, les indicateurs disponi-

Graphique 6: France



<sup>1</sup> 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 4e trimestre au 4e trimestre suivant (source: Banque de France)

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

bles sont contradictoires. La production industrielle est restée à son niveau de décembre 1987. La plus récente enquête conjoncturelle de l'INSEE (Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques) conclut à un possible fléchissement de la croissance économique au cours des prochains mois. Le commerce extérieur a été de nouveau déficitaire. Selon les statistiques douanières, les échanges de marchandises se sont soldés par un déficit de



2,9 milliards de francs français au premier trimestre, contre 7 milliards pour les trois premiers mois de 1987.

Le taux de chômage, qui était de 10,4% au quatrième trimestre, a diminué à 10,3% le trimestre suivant. Le nombre des demandeurs d'emploi a fléchi légèrement entre les mois de décembre et de février; une nouvelle baisse a eu lieu en mars, grâce au programme gouvernemental de création d'emplois. La hausse des prix a continué son mouvement de repli. Le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 2,4% au premier trimestre, contre 3,2% le trimestre précédent; l'écart entre la France et l'Allemagne fédérale a diminué à 1,5 point, passant ainsi à son niveau le plus bas depuis 1973.

Au quatrième trimestre, la balance courante s'est nettement détériorée; en données corrigées des variations saisonnières, son déficit a atteint 15,1 milliards de francs français, contre 6,4 milliards au trimestre précédent. Pour l'ensemble de l'année, la balance courante a enregistré un solde passif de 26,7 milliards de francs français, alors qu'elle avait dégagé un excédent de 20 milliards en 1986.

En 1987 comme l'année précédente, le déficit des comptes de l'Etat a diminué. Il s'est établi à 120 milliards de francs français (141,1 milliards en 1986), montant qui est aussi inférieur aux 129,3 milliards prévus au budget.

La croissance de la masse monétaire  $M_2$  a ralenti au cours des trois premiers mois de l'année pour s'inscrire au-dessous de la fourchette de 4 à 6% choisie comme objectif. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la progression moyenne a été de 3,1% au premier trimestre, contre 4,1% au quatrième trimestre de 1987. Le 25 janvier 1988, la Banque de France a réduit d'un quart de point ses taux directeurs: le taux des appels d'offres a été ramené à 7,25% et celui des pensions à 7 jours, à 7,75%. Dans le domaine des taux d'intérêt, la détente, apparue à la mi-novembre, s'est poursuivie jusqu'à la fin du premier trimestre. Le raffermissement des rémunérations à court terme aux Etats-Unis a entraîné les taux français dans son sillage, en mars. A Paris, le taux inter-

bancaire à trois mois a augmenté en moyenne de 7,68% en février à 8,04% en mars.

### **Italie**

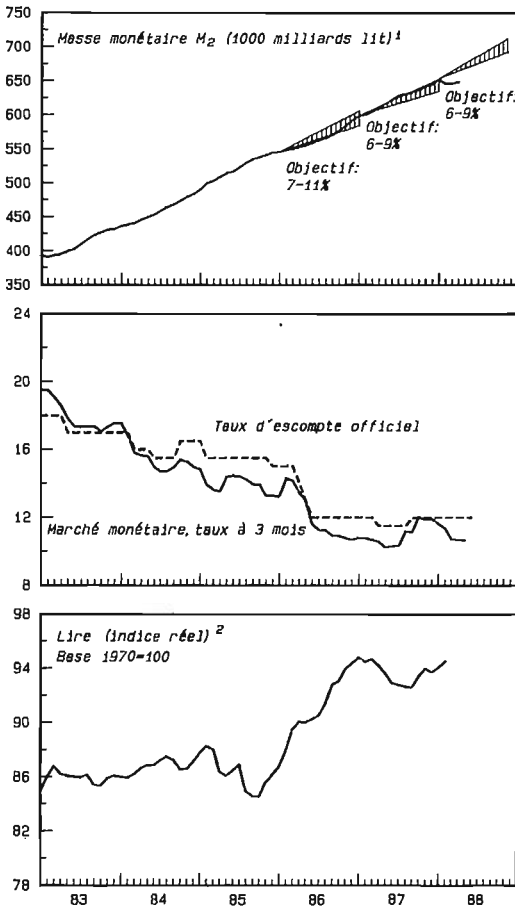
La croissance du produit intérieur brut réel s'est accélérée, passant de 2,7% en 1986 à 3,1% l'année suivante. Cette évolution, meilleure que prévu, peut être attribuée principalement aux investissements (leur progression a atteint 5,2%; contre 1,2% en 1986) et à la consommation privée (progression: 4,3%, contre 3,2%). Après avoir dégagé un excédent de 3345 milliards de lires en 1986, la balance courante a enregistré un déficit de 900 milliards de lires en 1987, détérioration qui s'explique par l'évolution de la balance commerciale; le déficit de celle-ci a en effet triplé pour atteindre 11 140 milliards de lires. En moyenne annuelle, le taux de renchérissement a fléchi de 6,1% en 1986 à 4,6% en 1987. Quant au taux de chômage, il a continué à augmenter pour s'établir à 12%.

Cette évolution, positive dans l'ensemble, s'est poursuivie au premier trimestre de 1988. La production industrielle, qui avait déjà constamment progressé en 1987, a fait un nouveau bond en janvier puisqu'elle s'est accrue de 7,3% par rapport au même mois de l'année précédente. Les indicateurs disponibles pour les mois suivants – consommation d'électricité et entrées de commandes – incitent toutefois à penser que l'augmentation de la production au premier trimestre a été à peu près du même ordre qu'au quatrième trimestre de 1987.

Après une phase de repli, le taux annuel de renchérissement s'est stabilisé aux environs de 5% à partir du début de l'année. Le taux de chômage a quant à lui augmenté pour atteindre, en janvier, le niveau record de 12,4% (janvier 1987: 11,9%). Ce chiffre est une moyenne qui dissimule de fortes disparités régionales; en effet, le chômage a diminué en un an de 8,2% à 7,6% en Italie du nord, mais passé de 18,4% à 20,6% dans le sud du pays.

Au premier trimestre, le commerce extérieur a marqué des tendances diverses. Après un fléchissement temporaire, les exportations ont pro-

### Graphique 7: Italie



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

gressé de nouveau vigoureusement en février. Le déficit du commerce extérieur a atteint environ 3550 milliards de liras pour les mois de janvier et de février, soit un montant très proche de celui de la période correspondante de 1987; les exportations ont augmenté de 7,5% et les importations, de 6,4%.

Les déficits publics, en constante augmentation, posent un problème dont la solution n'est pas en vue. En 1988, l'Etat devrait emprunter plus de

120 000 milliards de liras, alors que 103 000 milliards étaient prévus initialement.

Etant donné l'évolution des finances publiques et du commerce extérieur ainsi que la vigoureuse progression de la demande intérieure, la Banque d'Italie a décidé de resserrer sa politique monétaire. Les rémunérations des bons du Trésor, qui s'inscrivaient à quelque 9% en février et en mars, ont légèrement augmenté en avril. Depuis le début de l'année, la croissance de la masse monétaire  $M_2$  est inférieure à l'objectif de 6 à 9%.

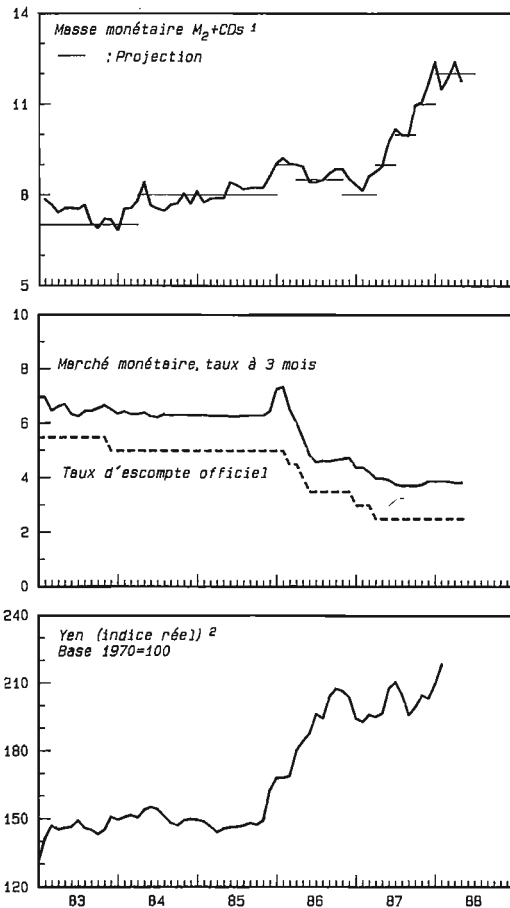
A la fin du mois de mars, la Banque d'Italie a supprimé le plafonnement des crédits aux résidents du secteur privé; cette mesure avait été introduite à la fin du mois de septembre 1987 pour soutenir la lire. Les autorités monétaires espèrent toutefois parvenir, à l'aide d'une politique de «moral suasion», à contenir la croissance de cet agrégat à l'intérieur d'une marge de 6 à 10%.

### Japon

Des chiffres publiés récemment confirment que l'économie japonaise a retrouvé son dynamisme. Stimulée par des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes, la conjoncture s'est accélérée nettement au deuxième semestre de 1987. La croissance du produit national brut réel a atteint probablement plus de 4% pendant l'exercice budgétaire qui a pris fin en mars 1988, contre 2,6% pendant les douze mois précédents.

La demande intérieure, toujours vigoureuse, explique pour l'essentiel l'accélération que la conjoncture a marquée au cours des trois derniers mois de 1987. En termes réels, le produit national brut s'est accru, au quatrième trimestre, de 5,3% par rapport à la période correspondante de 1986. La construction de logements, qui a progressé de près de 30% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, a été le principal moteur de l'expansion. Les investissements des entreprises (croissance: 11%) et la consommation privée (4%) ont contribué eux aussi à la bonne conjoncture. En outre, les stocks ont augmenté. Après avoir enregistré une accélération au troisième trimestre, les exporta-

Graphique 8: Japon



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

tions ont fléchi légèrement; elles ont diminué, en volume, de 1,7% par rapport à la période précédente. En revanche, les importations ont continué à s'accroître.

Ces tendances se sont probablement maintenues au premier trimestre de 1988. On s'attend cependant à un ralentissement dans le secteur de la construction de logements, ralentissement qui était déjà perceptible au mois de décembre. La croissance de la production industrielle est

restée forte puisqu'elle a atteint, en comparaison annuelle, plus de 10% au premier trimestre. La consommation privée a elle aussi augmenté vigoureusement. Le taux de chômage n'a toutefois guère varié, et le renchérissement est resté bas, grâce à la revalorisation du yen.

En valeur, les importations de marchandises se sont accrues fortement à la suite de la vigueur de la demande intérieure et de la hausse du yen sur les marchés des changes. Simultanément, les exportations ont poursuivi leur essor. En données corrigées des variations saisonnières, la balance commerciale a dégagé un excédent de 25,9 milliards de dollars au premier trimestre, contre 22,9 milliards le trimestre précédent. Pour l'exercice budgétaire 1987/88, son solde actif s'est inscrit à 94,3 milliards de dollars, contre 101,6 milliards pendant les douze mois précédents. La diminution s'explique par la croissance accélérée des importations (26,9%, contre 7,9% l'exercice précédent) et par celle, ralentie, des exportations (10,5%, contre 19% précédemment). Les échanges de biens avec les Etats-Unis se sont soldés par un excédent de 50,9 milliards de dollars, soit un montant à peine inférieur aux 52 milliards enregistrés pour l'année budgétaire 1986/87. Quant à la balance courante, elle a dégagé un surplus de 23,2 milliards de dollars au premier trimestre et de 84,5 milliards pour l'exercice 1987/88. L'exercice précédent, elle s'était soldée par un excédent de 94,1 milliards de dollars; ainsi, son solde actif a diminué pour la première fois depuis six ans.

Au premier trimestre, l'expansion de la masse monétaire  $M_2 + CD$  est restée forte; elle a atteint 12,1% par rapport à la période correspondante de 1987. Comme la croissance avait été d'environ 12% le trimestre précédent, on peut en déduire que l'expansion monétaire s'est stabilisée à un niveau élevé, après avoir marqué une accélération continue en 1987. La Banque du Japon a fixé son objectif de croissance monétaire à 12% pour le deuxième trimestre; elle avait déjà choisi une projection de 12% pour le trimestre précédent. Depuis le début de l'année, les taux à court terme ont plutôt tendance à diminuer. Après une phase de net repli au mois de janvier, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont enregistré une lente augmentation.

## Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1984	1985	1986	1987	1987		1988			
					4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	4,3	3,5	1,9	3,7	4,5	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9
Rép. féd. d'Allemagne	2,4	2,2	-0,2	0,2	1,0	0,9	0,7	0,9	1,0	1,1
Royaume-Uni	5,0	6,1	3,4	4,2	4,1	3,3	3,3	3,3	3,5	3,9
France	7,4	5,8	2,7	3,1	3,2	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5
Italie	10,8	8,6	6,1	4,6	5,2	4,9	5,0	4,9	4,9	5,0
Japon	2,2	2,1	0,4	0,1	0,7	0,6	0,9	0,6	0,5	0,3
Suisse	2,9	3,4	0,8	1,4	2,0	1,8	1,6	1,8	1,9	1,9

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

	1984	1985	1986	1987	1987		1988			
					4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	7,5	7,1	8,9	6,2	5,9	5,7	5,8	5,7	5,6	5,4
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,1	9,3	9,0	8,9	9,0	8,7	8,7	8,7	8,8	8,9
Royaume-Uni b), d)	10,9	11,1	11,4	10,2	9,4	8,9	9,0	8,9	8,8	8,7
France b)	9,9	10,2	10,5	10,6	10,4	10,3	10,4	10,5	10,3	10,3
Italie b)	10,4	10,6	11,0	-	12,4c)	12,0c)	12,0	-	-	-
Japon	2,7	2,6	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,8
Suisse	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

b) Sans les jeunes sortant de l'école

c) Premier mois du trimestre

d) Estimations de l'OCDE

e) En % des salariés

## 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1984	1985	1986	1987a)	1986			1987a)			1988a)
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	
Etats-Unis	-106,5	-117,7	-140,6	-154,0	-38,0	-36,9	-41,3	-43,4	-33,5	-39,8	
Rép. féd. d'Allemagne	7,1	13,4	37,1	44,1	9,5	10,9	10,7	10,6	10,6	-	
Royaume-Uni	1,7	3,8	-0,1	-3,0	-0,8	1,2	-0,5	-1,5	-2,2	-3,4	
France	-0,8	-0,2	2,9	-5,0	0,7	-0,1	-1,2	-1,1	-2,6	-	
Italie	-2,9	-4,1	4,1	-	1,5	-0,4	-1,3	-	-	-	
Japon	-35,0	49,2	85,8	86,7	24,3	24,9	21,1	19,9	20,2	23,2	
Suisse b)	4,3	5,1	6,8	7,1	1,9	2,5	1,4	1,3	1,9	3,1	

a) Chiffres provisoires

b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Aperçu

La croissance économique a maintenu son rythme en Suisse. Cela surprend dans la mesure où les prévisions avaient subi une nette correction à la baisse après la crise boursière d'octobre dernier. Les données économiques publiées récemment infirment les craintes émises à l'époque.

Au premier trimestre de 1988, le produit intérieur brut réel a dépassé de 3,5% son niveau de la période correspondante de 1987. Ce taux est sensiblement supérieur à ceux du trimestre précédent et de l'année 1987. Dans ses prévisions publiées en avril, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ escompte pour 1988 une progression moyenne de 1,5% du produit intérieur brut réel. Il est probablement trop pessimiste car, à la lumière des dernières statistiques, l'expansion réelle de cet agrégat devrait plutôt avoisiner 2%.

La consommation et les investissements sont restés les principaux soutiens de la croissance économique. Il convient de souligner à ce propos que les investissements en construction, en premier lieu, ne donnent aucun signe de faiblesse. Les exportations – pour lesquelles seules des valeurs nominales sont disponibles – ont aussi continué d'augmenter. Les exportateurs n'ayant probablement pas pu relever leurs prix au même rythme que le (faible) renchérissement en Suisse, et ce en raison de la hausse du franc, le volume des exportations devrait avoir aussi progressé nettement.

La demande globale accrue a été satisfaite par une augmentation de la production et des importations ainsi que par une réduction des stocks. La production industrielle s'est accrue nettement, et le taux d'utilisation des capacités techniques a dépassé son niveau de la même période de 1987. Depuis le début de 1986 et plus encore depuis le milieu de 1987, les stocks sont considérés comme excessifs. Cette appréciation reflète le scepticisme, des exportateurs notamment, à l'égard des futures entrées de commandes.

Au premier trimestre de 1988, le calme a régné sur le marché du travail. Corrigé des variations saisonnières, le taux de chômage est resté inchangé à 0,8%. Il en a été de même du renchérissement. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le niveau des prix a dépassé au premier trimestre de 1988 de 1,7% celui de la même période de 1987. Cette croissance est un peu plus faible que celle du second semestre de 1987, qui avait atteint en moyenne 1,9%.

En moyenne des quatre premiers mois de l'année, la monnaie centrale ajustée a augmenté de 0,5% par rapport à son niveau de la même période de 1987. En comparaison annuelle toujours, elle a progressé en janvier et en février, puis diminué en mars, enregistrant ainsi son premier recul depuis le début des années quatre-vingt. Au mois de mai, sa baisse a atteint 4,5%. Aussi est-il presque certain aujourd'hui que la monnaie centrale ajustée s'inscrira en moyenne de 1988 à un niveau inférieur à celui de l'année précédente. Il ne faudrait toutefois pas en déduire que la politique monétaire de la Banque nationale a été au premier semestre de 1988 plus restrictive que ce qui avait été envisagé au départ. Comme la Banque nationale l'avait déjà souligné à la fin de l'année dernière, l'objectif monétaire pour 1988 doit être considéré, plus que les précédents, comme une ligne directrice.

Le repli marqué de l'agrégat monétaire s'explique principalement par les nouvelles prescriptions qui, depuis le 1er janvier 1988, régissent les liquidités bancaires. Ces prescriptions ont permis aux banques de réduire sensiblement leurs encaisses. De ce fait, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale se sont inscrits en mai à un niveau inférieur de 35,7% à leur volume du même mois de 1987.

Autant qu'on puisse en juger à la lumière des indicateurs disponibles, notamment des taux d'intérêt, la politique monétaire suisse a été légèrement assouplie, entre l'an dernier et le premier semestre de 1988, en dépit de la diminution de la monnaie centrale ajustée. L'offre de monnaie n'a été adaptée au repli de la demande que graduellement et qu'avec une grande prudence. Au cours des premiers mois de 1988, les taux d'inté-

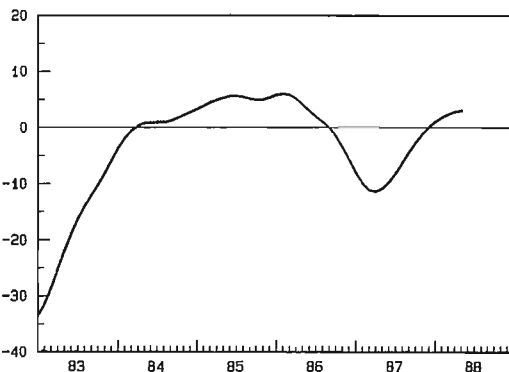
rêt ont diminué nettement en Suisse. Ils ont augmenté de nouveau par la suite, sans atteindre toutefois leur niveau de 1987. La Banque nationale s'est efforcée d'éviter une adaptation brutale de l'offre de monnaie pour ne pas renforcer la tendance à la revalorisation du franc suisse sur les marchés des changes, mais aussi pour tenir compte des prévisions sur la conjoncture qui, à la fin de 1987, indiquaient une persistance du tassement de la croissance économique.

## 2. Evolution de l'économie

### **Produit intérieur brut et production Industrielle**

L'expansion annuelle du produit intérieur brut réel a atteint 3,5% au premier trimestre de 1988, contre 2,6% au quatrième trimestre de 1987. Comme les trimestres précédents, la croissance économique a été stimulée par la demande intérieure mais aussi par les exportations qui ont augmenté de 7,3%. La consommation privée, qui représente environ 60% de la demande globale, a progressé de 3,5% par rapport au premier

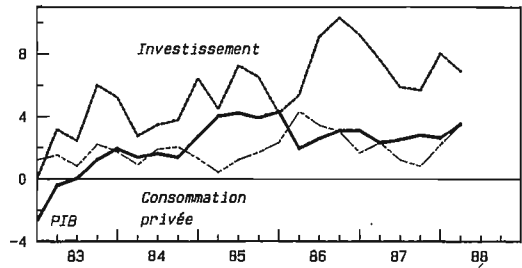
### **Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> 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 réel<sup>1</sup>**



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

Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

trimestre de 1987, taux qui est nettement supérieur à celui du quatrième trimestre de 1987. Les investissements ont augmenté à peu près au même rythme que durant les trimestres précédents, puisque leur expansion a atteint 6,9%; les investissements en construction principalement ont continué de s'accroître fortement.

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la production industrielle a haussé de 5% au quatrième trimestre de 1987 et de 6% au premier trimestre de 1988. L'affaiblissement observé l'été dernier semble donc surmonté.

Le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie, qui fait l'objet d'une enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est encore élevé au premier trimestre de 1988, alors qu'en 1987 il s'était inscrit au-dessous du niveau de 1986. En données corrigées des variations saisonnières, il a atteint 87%, soit 1,6 point de plus qu'au premier trimestre de 1987.

L'indicateur sur la «marche des affaires dans l'industrie», établi chaque mois par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, confirme le niveau toujours aussi bon de l'activité économique. Par rapport au quatrième trimestre de 1987, il s'est encore amélioré nettement, grâce notamment à la hausse des entrées de commandes et de la production.

## Consommation privée

L'expansion annuelle des dépenses de consommation a passé de 2,2%, en termes réels, au quatrième trimestre de 1987 à 3,5% au premier trimestre de 1988. Comme les ventes de Pâques ont été effectuées durant le premier trimestre de 1988, contrairement à l'année précédente, les dépenses découlant de l'achat de produits alimentaires, de boissons et de tabac ont augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne. Alors que la consommation avait beaucoup moins augmenté que la production au cours des deuxième et troisième trimestres de 1987, elles ont progressé au même rythme durant le premier trimestre de 1988. Les craintes largement répandues de voir les ménages réduire leur consommation après la chute des cours des actions ne se sont pas concrétisées jusqu'à ce jour.

Selon les indicateurs mensuels, les ventes de biens durables de consommation n'ont progressé que légèrement, après avoir stagné au second semestre de 1987, et celles d'autres biens de consommation ont enregistré une hausse. Parmi les premières, il convient de relever surtout les importantes livraisons de voitures. L'enquête, effectuée en février par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, montre que pour le deuxième trimestre de 1988, le commerce de détail s'attend de nouveau à une hausse du chiffre d'affaires.

Dans l'hôtellerie, le nombre des nuitées a baissé, au premier trimestre de 1988, de 0,6% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Alors qu'un nouveau record était établi en février, soit 3,14 millions de nuitées, grâce aux conditions favorables à la pratique des sports d'hiver, les nuitées enregistrées en janvier et en mars ont été inférieures à celles des mêmes mois de 1987.

## Investissements

Contrairement à de nombreuses craintes les investissements n'ont pas montré de signes de faiblesse au premier trimestre de 1988. Les premières estimations provisoires indiquent qu'ils ont dépassé de 6,9%, en termes réels, le niveau de l'année précédente (premiers trimestres de 1986 et de 1987: 5,4% et 7,6%). Les investissements en construction ont augmenté de 6% (3,8% et 5,4%), et ceux en biens d'équipement, de 7,9% (7,1% et 10,1%).

Il ressort de l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que, dans l'industrie des machines, le niveau des entrées et des carnets de commandes s'est maintenu et que la croissance de la production s'est même accélérée. Toutefois, les prévisions à moyen terme restent assez pessimistes; les entrepreneurs interrogés pensent que les investissements ne continueront pas à augmenter au même rythme qu'en 1987 (5,9%).

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

	1984	1985	1986	1987	1988					1988
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,6	8,7	14,5	10,0	5,8	2,8	10,9	5,7	19,0	-
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	-6,4	-15,0	3,2	-13,2	4,4	-1,2	-16,8	-0,2	-31,6	24,4
Logements construits dans 96 villes	6,9	-2,3	-1,5	-16,3	-10,1	-27,2	-16,1	-6,8	-15,7	-11,0
Projets de constructions industrielles <sup>1</sup>										
- volume des projets	-8,0	34,4	21,8	-0,1	-27,1	35,2	7,5	-25,0	-3,5	-14,3
- nombre de projets	31,5	12,6	5,2	0,1	-10,6	0	13,1	-10,8	-0,6	7,5

<sup>1</sup> Constructions nouvelles et agrandissements

Après son accélération en 1987, l'expansion de la construction devrait de nouveau ralentir en 1988. La construction industrielle et artisanale, qui avait fait preuve d'un grand dynamisme ces dernières années, devrait être particulièrement touchée par ce ralentissement.

### Commerce extérieur et balance courante

Le déficit de la balance commerciale a atteint 1,86 milliard de francs au premier trimestre de 1988 (indice II), soit environ 100 millions de moins qu'un an auparavant. Les importations ont passé de 18,7 milliards, au quatrième trimestre de 1987, à 18,2 milliards de francs, au premier trimestre de 1988, et les exportations, de 17,5 milliards à 16,3 milliards. Toutefois, les rythmes annuels de croissance sont restés remarquables, en dépit de la stagnation observée au premier trimestre. En effet, les importations ont progressé de 7,8%, et les exportations, de 9,4%. Même si l'expansion du premier trimestre de 1988 est établie d'après le nombre de jours ouvrables de la période correspondante de

1987, elle demeure appréciable, puisqu'elle atteint 4,4% pour les importations et 6% pour les exportations. Ainsi, la reprise constatée dans l'industrie d'exportation durant les trois derniers mois de 1987 s'est poursuivie au premier trimestre de 1988.

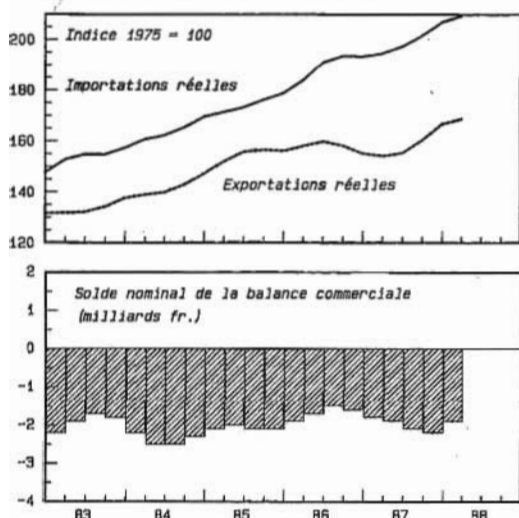
En raison d'un remaniement de la statistique douanière, des données fiables sur l'évolution du commerce extérieur, en termes réels, ne sont pas disponibles pour le moment.

Au premier trimestre de 1988, les livraisons aux pays européens membres de l'OCDE qui, avec une part de 65%, sont les principaux acquéreurs de produits suisses ont augmenté de 10% par rapport à l'année précédente (indice I). Atteignant 15,8%, la croissance des exportations vers les autres pays membres de l'OCDE a été très supérieure à la moyenne. Elle s'explique par des achats exceptionnels de bijoux et de pierres précieuses. La répartition par branches montre en effet que des hausses de 24,5% et de 38,5% ont été enregistrées dans l'horlogerie et dans la bijouterie et les pierres précieuses. Dans l'alimentation, les boissons et le tabac ainsi que dans l'industrie textile et l'habillement, l'expansion des exportations s'est inscrite par contre nettement au-dessous de la moyenne.

Parmi les importations, celles de véhicules à moteur ont enregistré de loin la plus forte croissance. Cette dernière, qui s'est élevée à 22,5%, est due non seulement à une vigoureuse hausse des achats de voitures, mais aussi à l'acquisition d'avions de ligne.

Au premier trimestre de 1988, la balance des transactions courantes s'est soldée par un excédent de 4,3 milliards de francs, contre 3,8 milliards un an auparavant. L'évolution du commerce extérieur a constitué la principale cause de cette hausse de 0,5 milliard en un an. Grâce à la plus forte croissance des exportations, le déficit traditionnel du trafic de marchandises (commerce spécial, énergie électrique et autres postes du trafic de marchandises) a passé de 2,2 milliards au premier trimestre de 1987 à 1,8 milliard durant les trois premiers mois de 1988. En outre, le solde des revenus de facteurs a atteint 3 milliards de francs. Il a augmenté de

Graphique 11: Commerce extérieur<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Données cvs et lissées

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



**Tableau 3: Commerce extérieur<sup>1</sup> (variation en % par rapport à l'année précédente)**

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

a) Chiffres provisoires

b) Estimations de l'Office fédéral des questions conjoncturelles (OFQC)

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

**Tableau 4: Balance des transactions courantes<sup>1</sup> (balance des revenus)**

	1984	1985	1986a)	1987*)	1986a)				1987*)		1988*)	
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.		
<b>Recettes</b>												
Exportations de marchandises	55,8	69,1	69,2	69,5	18,0	16,5	17,3	16,4	19,3	18,3		
Commerce spécial	53,7	66,6	67,0	67,5	17,5	16,0	16,8	15,9	18,8	17,7		
Autres exportations de marchandises <sup>2</sup>	2,1	2,4	2,2	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6		
Exportations de services	16,0	20,0	19,9	20,0	3,9	5,1	4,8	6,2	3,9	5,2		
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	23,4	28,6	27,0	28,2	6,6	6,9	6,9	7,2	7,2	7,2		
Transferts sans contrepartie	2,0	2,5	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7		
Total	97,2	120,1	118,8	120,7	29,2	29,2	29,7	30,5	31,2	31,5		
<b>Dépenses</b>												
Importations de marchandises	63,6	77,8	76,4	77,8	18,9	18,7	19,5	18,9	20,8	20,1		
Commerce spécial	61,1	74,8	73,5	75,2	18,1	18,0	18,8	18,3	20,2	19,4		
Autres importations de marchandises <sup>2</sup>	2,6	3,0	2,9	2,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7		
Importations de services	8,2	10,3	10,1	10,4	2,0	1,5	2,7	4,1	2,0	1,5		
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	13,4	15,2	15,4	16,9	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4	4,3		
Transferts sans contrepartie	3,9	4,5	4,7	5,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,2	1,2		
Total	89,1	107,7	106,7	110,2	26,0	25,4	27,7	28,6	28,5	27,2		
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	8,1	12,4	12,1	10,4	3,2	3,8	2,0	1,9	2,7	4,3		

a) Chiffres provisoires

\*) Selon de premières estimations

<sup>1</sup> En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis<sup>2</sup> Y compris l'énergie électrique<sup>3</sup> Revenus du travail et des capitaux

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

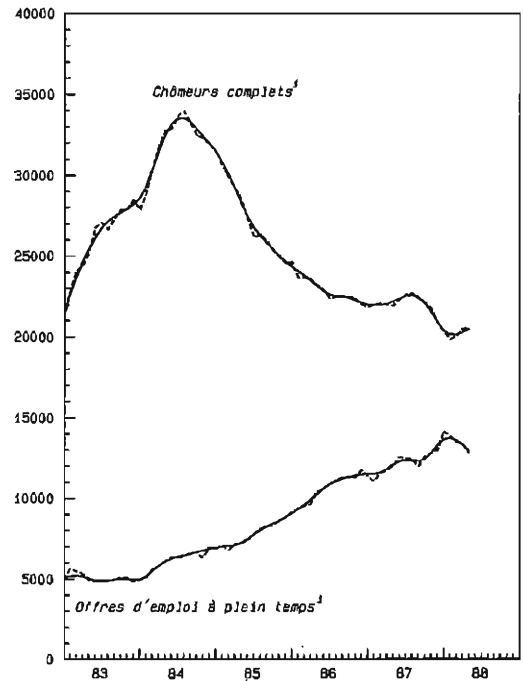
0,2 milliard par rapport à la période correspondante de 1987, du fait que la croissance des revenus de capitaux a dépassé une nouvelle fois celle des salaires versés aux frontaliers. Les placements de capitaux ont augmenté dans une telle mesure que l'excédent des revenus a progressé de 0,3 milliard de francs malgré la baisse des taux d'intérêt au premier trimestre de 1988.

### Emploi et marché du travail

Au premier trimestre de 1988, l'indice de l'emploi s'est accru de 1,3% en l'espace d'une année. Le ralentissement du rythme de croissance, enregistré depuis la fin de 1987, ne s'est donc pas poursuivi. Comme les périodes précédentes, l'emploi a bénéficié d'un soutien déterminant du secteur des services, où il a progressé de 2,2%, alors qu'il reculait de 0,4% dans l'industrie.

Le nombre des chômeurs a encore diminué au début de l'année, mais le taux de chômage est resté à 0,7%. Par contre, le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a augmenté pour dépasser nettement celui de l'année dernière. Au début de 1988, le nombre des places vacantes – corrigé des variations saisonnières – n'a progressé que légèrement; en revanche, il a haussé sensiblement par rapport à la période correspondante de 1987.

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

Tableau 5: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1984	1985	1986	1987	1987		1988				
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,4	0,9	1,3	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
Chômeurs <sup>3</sup>	32 061	27 025	22 770	21 918	19 837	21 045	23 153	24 188	23 234	22 037	21 059
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail <sup>3</sup>	11 231	2 133	2 058	4 142	3 129	4 602	6 491	5 514	7 302	6 656	4 840
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	6 269	7 898	10 734	12 348	12 975	12 496	13 019	12 550	12 942	13 574	12 982

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

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

<sup>3</sup> En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

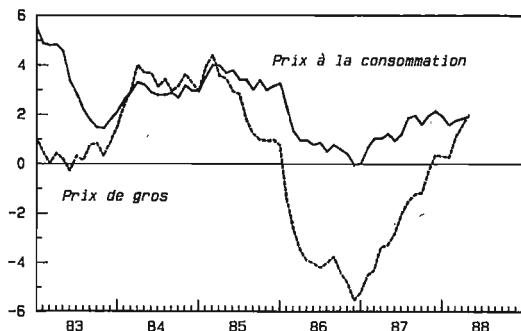
## Prix et salaires

La hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 1,7% au premier trimestre de 1988, marquant un léger recul par rapport aux trois mois précédents. Ce resserrement est le reflet de l'évolution des prix des marchandises, l'augmentation de ces derniers ayant passé de 1,5% à 0,9% du quatrième trimestre de 1987 au premier de 1988. Les prix des services ont progressé au même rythme qu'au dernier trimestre de 1987, soit de 2,5%. La répartition selon la provenance montre que les marchandises suisses ont renchéri de 2,4% en un an, alors que les prix des produits étrangers reculaient un peu, et ce pour la première fois depuis le deuxième trimestre de 1987, à la suite notamment de la baisse des prix pétroliers.

Au premier trimestre de 1988, les prix de gros dépassaient de 1% le niveau observé un an auparavant, contre 0,1% au quatrième trimestre de 1987. Les biens suisses ont renchéri de 1,3%. Quant aux prix des marchandises étrangères, ils ont cessé de baisser pour la première fois depuis le dernier trimestre de 1985.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs ont progressé au premier trimestre de 1988 de 2,7% par rapport à leur niveau de la période correspondante de 1987. Abstraction faite du renchérissement, qui est mesuré par l'indice des prix à la consommation, les salaires réels ont augmenté de 0,9%.

### Graphique 13: Evolution des prix<sup>1</sup>



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

## 3. Evolution monétaire

### Agrégats monétaires

Au cours des premiers mois de 1988, l'évolution des agrégats monétaires a été marquée par l'entrée en vigueur des nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités bancaires et par le SIC. Ces prescriptions prévoient que les exigences minimales en matière de disponibilités en francs suisses doivent dorénavant être satisfaites sur la base d'une moyenne allant du 20 d'un mois au 19 du mois suivant. Grâce à cette nouvelle réglementation, les banques ont été en mesure de réduire considérablement le volume de monnaie centrale qu'elles détiennent aux échéances mensuelles et en cours de mois. Comme la Banque nationale n'a pas pu déterminer très précisément l'effet de ces nouvelles prescriptions sur l'évolution des encaisses des banques, elle n'a réduit les liquidités que graduellement et qu'avec une grande prudence. Les avoirs en comptes de virements, qui avaient atteint 8,9 milliards de francs en janvier, n'ont cessé de se replier pour s'établir à 5,3 milliards de francs en mai, diminuant ainsi de 35,7%. La réduction des avoirs en comptes de virements a ralenti nettement la croissance annuelle de la monnaie centrale ajustée; à partir du mois de mars, cette dernière a même diminué, car l'augmentation des billets en circulation, qui s'est élevée à 3,9% de janvier à mai, n'a pas suffi à compenser le net fléchissement des comptes de virements. Aussi est-il prévisible que la monnaie centrale ajustée s'inscrira en moyenne de 1988 à un niveau inférieur à celui de l'année précédente.

Au premier trimestre de 1988, la masse monétaire  $M_1$  a dépassé de 16,9% le niveau relevé un an auparavant (quatrième trimestre de 1987: 9,3%). L'expansion de  $M_2$  a ralenti entre le quatrième trimestre de 1987 et le premier de 1988, passant de 11,8% à 9,9%, et celle de  $M_3$  a progressé de 11,1% à 11,2%. La très rapide accélération de la croissance de  $M_1$  s'explique par les transferts massifs de dépôts à terme vers les dépôts à vue. Si les dépôts à terme n'ont augmenté que de 2,3% au premier trimestre de 1988, contre 14,6% au trimestre précédent, les dépôts à vue ont progressé de 23,2%, contre 12,6%.

**Tableau 6: Monnaie centrale ajustée (MCA)**

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Crédits destinés aux échéances <sup>1</sup>	MCA <sup>1,3</sup>	Variation en % <sup>2</sup>
1984	23 263	2,1	7 826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	724	32 708	2,9
1986 4e trim.	24 511	2,6	8 775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1er trim.	24 639	3,0	8 406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2e trim.	24 473	3,0	8 557	6,7	762	32 268	2,6
1987 3e trim.	24 547	3,9	8 430	1,7	670	32 306	3,0
1987 4e trim.	25 481	4,0	9 195	4,5	1001	33 675	3,0
1988 1er trim.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	125	33 020	1,3
1988 janvier	25 858	2,9	8 875	4,7	316	34 418	3,3
1988 février	25 233	3,7	7 404	- 9,5	0	32 637	1,7
1988 mars	25 484	4,2	6 580	- 23,1	60	32 004	- 1,0
1988 avril	25 402	3,6	6 149	- 29,4	0	31 551	- 2,1
1988 mai	25 529	4,9	5 305	- 35,7	0	30 834	- 4,5

<sup>1</sup> Moyenne des valeurs mensuelles, en millions de francs

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

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

**Tableau 7: Agrégats monétaires<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1984	2,6	5,6	6,2
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987 <sup>2</sup>	7,4	9,7	9,5
1986 4e trim.	5,1	7,0	7,7
1987 1er trim. <sup>2</sup>	6,1	9,2	8,2
1987 2e trim. <sup>2</sup>	6,2	9,0	8,8
1987 3e trim. <sup>2</sup>	8,1	8,9	9,7
1987 4e trim. <sup>2</sup>	9,3	11,8	11,1
1988 1er trim. <sup>2</sup>	16,9	9,9	11,2
1988 janvier <sup>2</sup>	14,2	11,2	11,3
1988 février <sup>2</sup>	18,1	10,7	11,6
1988 mars <sup>2</sup>	18,5	8,0	10,8
1988 avril <sup>2</sup>	18,7	9,0	11,4

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

M<sub>1</sub> = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + dépôts d'épargne

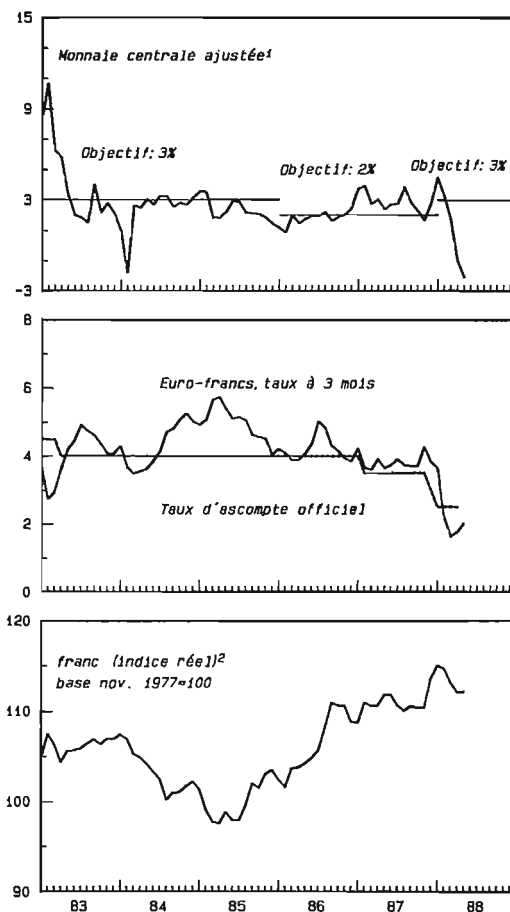
Ces transformations massives de dépôts à terme en fonds à vue sont dues surtout aux nouvelles prescriptions sur les liquidités. Comme les banques ont réduit fortement leur demande de liquidités à la suite de l'introduction de ces dispositions, les taux à court terme ont chuté en Suisse au premier trimestre de 1988 (voir «Marché monétaire» ci-dessous). Ces fluctuations de taux ont incité les investisseurs à transformer leurs dépôts à terme en fonds à vue. En outre, cette nouvelle réglementation semble avoir modifié le comportement de la clientèle des banques, en particulier des grandes entreprises industrielles et commerciales ainsi que des investisseurs institutionnels. Sous l'ancien système, les taux d'une durée inférieure à un mois haussaient régulièrement en fin de mois dans une mesure vertigineuse. Pour pouvoir bénéficier de ces rémunérations, maints clients des banques transformaient provisoirement leurs fonds à vue en dépôts à terme de courte durée. Comme les données publiées par la Banque nationale sur les agrégats M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> et M<sub>3</sub> reposaient sur des valeurs de fin de mois, la statistique officielle sous-estimait le niveau effectif de M<sub>1</sub>. L'introduction des nouvelles prescriptions a fait disparaître aux échéances les pointes de hausse des taux à court terme (voir «Marché monétaire» ci-des-

sous), si bien que la clientèle ne voit plus la nécessité de modifier la composition de ses dépôts bancaires à ces moments-là. Depuis le début de 1988, la statistique officielle donne donc le niveau effectif de la masse monétaire  $M_1$ . Aussi longtemps que l'économie ne se sera pas complètement adaptée à la nouvelle situation découlant de l'introduction de ces prescriptions sur les liquidités, la portée de  $M_1$  et de la monnaie centrale ajustée en tant qu'indicateurs monétaires subira quelques distorsions.

### Marché monétaire

Le fait saillant du marché monétaire a été la disparition, aux échéances mensuelles, des pointes de hausse enregistrées par les taux à moins d'un mois. A la suite de l'introduction des nouvelles dispositions sur les liquidités, la demande d'avoirs en comptes de virements, qui se raffermissait autrefois régulièrement en fin de mois, n'a pas varié en janvier et en février 1988. Il a fallu attendre la fin du mois de mars pour que les banques se procurent temporairement plus d'un milliard de francs de liquidités supplémentaires, afin de satisfaire des besoins de «window dressing». Comme la Banque nationale a répondu à cette demande par une hausse correspondante de son offre de monnaie, aucune tension particulière n'est apparue sur le marché monétaire. Au premier trimestre de 1988, les crédits traditionnels de l'Institut d'émission n'ont jamais atteint des montants importants, tant en cours de mois qu'en fin de mois. Comme la Banque nationale n'a adapté que graduellement son offre de monnaie centrale à la plus faible demande, les taux à court terme ont chuté au premier trimestre. Sur le marché des euro-francs, le taux moyen des dépôts à trois mois a passé de 3,64%, au mois de décembre 1987, à 1,63% au mois de février 1988. Par la suite, il s'est redressé, mais sans jamais franchir le niveau de 3%. Parallèlement, les grandes banques ont adapté les taux de leurs dépôts à terme fixe. Quant aux rendements des créances comptables à trois mois sur la Confédération, ils ont reculé pour s'établir à 1,5% en février et à 1,9% en mars et en avril. Il faut remonter au mois de juillet 1979 pour trouver des rendements inférieurs.

Graphique 14: Suisse



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par les exportations

Les rémunérations à court terme ont diminué davantage que celles à plus long terme. Bien que l'écart entre les taux des dépôts à un mois et à douze mois sur le marché des euro-francs ait subi une certaine correction en mars et en avril, il a passé, en moyenne, de 0,7% au quatrième trimestre de 1987 à 1,2% durant les quatre premiers mois de 1988. La différence de taux d'intérêt avec l'étranger a suivi la même évolution. Après s'être creusé considérablement en 1987, l'écart de rendement entre les placements sur

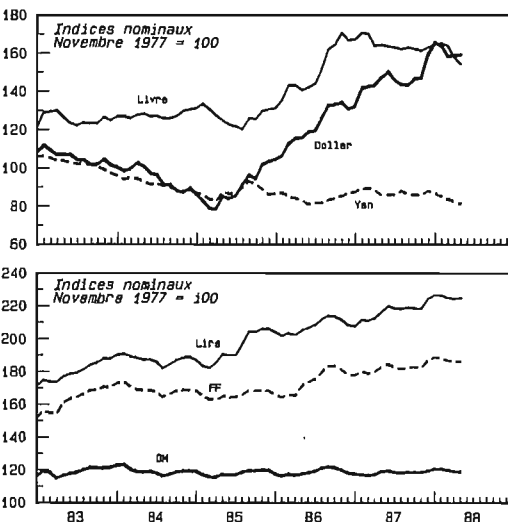
les marchés des euro-dollars et des euro-francs a progressé de 4½% au début de 1988 à 5½% à fin avril. Quant à l'écart de rémunération entre les dépôts sur les marchés des euro-marks et des euro-francs, il a passé de ½% à 1¼%.

Le taux de l'argent au jour le jour, qui variait autrefois fortement durant le mois, n'a plus enregistré depuis le début de l'année de fluctuations extrêmes aux échéances. En janvier et en février, il est resté bas; ce n'est que vers la fin mars, comme prévu, qu'il s'est raffermi pour se rapprocher du taux des dépôts à un mois.

### Marché des changes

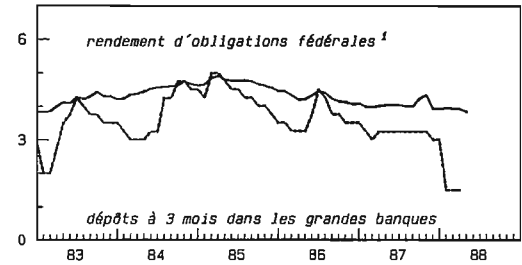
Le cours nominal du franc suisse a fluctué durant les mois de février à mai 1988 au-dessus du niveau de la période correspondante de 1987. Face au dollar américain, au mark allemand, au franc français et à la lire italienne, le franc a reculé légèrement – les variations quotidiennes des cours se sont d'ailleurs fortement atténuées. Vis-à-vis du yen japonais et de la livre sterling, il a par contre fléchi fortement.

Graphique 15: Variations du franc<sup>1</sup>



<sup>1</sup> En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt



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

Durant les quatre premiers mois de 1988, la Banque nationale suisse est intervenue plusieurs fois sur le marché des changes pour soutenir la devise américaine. Ses achats ont porté sur un montant de 250 millions de dollars.

Les écarts d'inflation entre les quinze principaux pays industrialisés et la Suisse sont restés faibles au premier trimestre de 1988. C'est pourquoi les fluctuations du cours réel du franc ont été à peu près semblables à celles du cours nominal. En l'espace d'une année la revalorisation réelle du franc face au dollar a atteint 9,8%, un taux toujours élevé. A la suite de la hausse marquée de la livre sterling et du yen japonais, le franc a reculé, en termes réels, de 5,3% par rapport à la première et de 5,9% face au second. Vis-à-vis des monnaies des autres pays, il a augmenté de 3% en moyenne, abstraction faite de l'inflation. Au premier trimestre de 1988, le cours réel du franc pondéré par les exportations a progressé de 2,3% en un an, contre 3,2% au dernier trimestre de 1987.

### Marché des capitaux

Sur le marché des obligations, les taux d'intérêt et les rendements sont restés relativement stables durant les quatre premiers mois de 1988, après avoir fléchi nettement à la suite de la crise boursière du 19 octobre 1987. Le rendement moyen des obligations fédérales a passé de

4,1% au dernier trimestre de 1987 à 3,9% entre janvier et avril. Sans la révision annuelle du panier d'emprunts pris en considération pour le calcul du rendement, la baisse aurait été de 0,07% plus forte.

En janvier et en mars, la Confédération a émis, selon le système des enchères, deux emprunts assortis d'un coupon de 4%. Le prix d'émission du premier a été fixé à 100,5%, ce qui, pour une durée de onze ans, donne un rendement de 3,94%. La durée du second, soit sept ans, est relativement courte; sur la base des souscriptions reçues, le prix d'émission a atteint 101,1%, ce qui correspond à un rendement de 3,82%.

L'évolution des taux sur les marchés monétaire et obligataire n'est pas restée sans effet sur les autres rémunérations. Entre les mois de février et d'avril, la plupart des banques ont réduit les taux de leurs obligations de caisse. Cette baisse a été, en général, d'un quart de point pour les titres à long terme et d'un demi-point pour ceux à court terme. Le 18 avril, les banques ont diminué d'un quart de point le taux des nouvelles hypothèques, le ramenant ainsi à 5%; elles ont aussi annoncé, pour l'été, une réduction correspondante des taux des anciennes hypothèques. Parallèlement, elles ont aussi abaissé d'un quart de point, à partir du 1er mai, les rémunérations qu'elles servent sur les livrets et comptes d'épargne et de dépôts de la clientèle.

Après le 19 octobre 1987, la reprise du marché des actions a été hésitante. Les investisseurs étrangers ont manifesté une grande réserve. Le léger fléchissement des cours boursiers, qui s'est produit le 28 mars, est un signe de l'instabilité du marché. Le Swissindex a reculé de 4,3%, interrompant le mouvement de reprise observé depuis le début de l'année.

Le prélèvement brut d'argent frais par l'émission publique d'obligations et d'actions a totalisé 18,2 milliards de francs au premier trimestre de 1988, contre 14,1 milliards un an auparavant. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 24% (premier trimestre 1987: 33%). Comme les conversions et les remboursements d'emprunts suisses ont atteint 1,5 milliard (0,9 milliard), le montant net prélevé sur le marché par des débiteurs suisses s'est établi à 2,8 milliards (3,8 milliards). Cette évolution du prélèvement net s'explique surtout par le recul du montant des émissions d'actions, qui s'est inscrit à moins d'un tiers du niveau enregistré un an auparavant.

### **Exportations de capitaux**

Les autorisations d'exporter des capitaux, délivrées au premier trimestre de 1988 par la Banque nationale, ont porté sur un montant de 16,8 milliards de francs; elles ont augmenté de 47% par rapport à la période correspondante de

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	43 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1986 4e trim.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1er trim.	9 370,3	1 928,5	180,4	11 479,2
1987 2e trim.	6 852,3	1 931,4	347,2	9 130,9
1987 3e trim. <sup>2</sup>	13 974,0	2 191,9	292,2	16 458,1
1987 4e trim. <sup>2</sup>	7 947,2	4 123,8	197,8	12 268,8
1988 1er trim. <sup>2</sup>	13 538,7	2 974,8	143,2	16 656,7

<sup>1</sup> 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)

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

1987. Il s'agit du volume le plus élevé jamais atteint au cours d'un trimestre. La préférence donnée aux crédits bancaires au détriment des emprunts, une tendance observée au trimestre précédent à la suite de la crise boursière, n'a pas été notée durant la période considérée.

Totalisant 13,8 milliards de francs, les émissions d'emprunts n'ont dépassé que très légèrement leur précédent niveau record. Elles ont progressé de 48% en l'espace d'une année. Les emprunts assortis de droits de conversion ou d'option ont fait l'objet d'un regain d'intérêt. En février, les emprunts convertibles ont représenté un tiers du volume des émissions. Comme de coutume, la majorité d'entre eux ont été lancés par des débiteurs japonais. Un grand nombre de ces emprunts ont été assortis d'une option de vente («put»), par laquelle l'investisseur peut se prémunir contre le risque d'une baisse des cours. Les crédits se sont accrus de 40% pour atteindre 3,8 milliards de francs.

Alors que, jusqu'à la fin de 1987, les pays industrialisés n'avaient cessé d'augmenter leur part, déjà prépondérante, aux exportations de capitaux, cette tendance s'est retournée au premier trimestre de 1988. Toutefois, la part de ce groupe de pays a encore atteint 84% des exportations de capitaux soumises à autorisation, contre 92% un an auparavant. Avec une part de près de 8%, les institutions multilatérales de développement ont occupé le deuxième rang. Les pays en développement ont prélevé à peine 5%. Quant aux 3% restants, ils sont revenus aux pays à commerce d'Etat et aux pays de l'OPEP.

### ***Bilans bancaires et crédits***

Au premier trimestre de 1988, l'évolution des bilans bancaires a été marquée par la baisse des taux d'intérêt et par les nouvelles prescriptions afférentes aux liquidités. A fin mars, les bilans des 71 banques dépassaient de 6,6% le niveau enregistré une année auparavant.

La bonne conjoncture explique le rythme élevé de l'expansion des crédits à la clientèle suisse qui, depuis le milieu de 1987, est toujours resté supérieur à 10%. Les crédits commerciaux en

francs ont augmenté de 11,2% en l'espace d'une année et les prêts hypothécaires, de 10,9%. Les crédits à la clientèle étrangère ont progressé de 21,4%, soit nettement plus vite que les prêts aux résidents.

Les placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, papiers monétaires et titres) ont reculé de 1,3% par rapport à leur niveau observé un an auparavant. Les nouvelles prescriptions, valables depuis le début de l'année, et le nouveau ratio linéaire de trésorerie, fixé à 2,5%, ont marqué l'évolution des liquidités. A fin mars, ces dernières s'élevaient à 8,4 milliards de francs, enregistrant un fléchissement de 48,5% en l'espace d'une année. Une partie des liquidités ainsi libérées ont été placées dans des dépôts à terme auprès de banques étrangères. Les avoirs nets résultant des opérations interbancaires ont passé à 53,4 milliards de francs; à fin mars, ils dépassaient de 29,7% leur niveau observé un an auparavant.

Les fonds de la clientèle (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, livrets et carnets de dépôts, obligations de caisse et obligations) ont haussé de 8,8% en l'espace d'une année. Les dépôts à vue, en francs, de la clientèle suisse ont progressé dans une mesure particulièrement forte, puisqu'ils ont enregistré un taux de croissance de 29,1%. Le net recul des taux à court terme a entraîné, dans le secteur libellé en francs suisses notamment, des transferts de fonds toujours plus importants des dépôts à terme vers les dépôts à vue. La croissance des dépôts d'épargne ainsi que des livrets et carnets de dépôts s'est accélérée, passant à 13,4%. L'expansion des livrets et carnets de dépôts, qui représentent quelque 44% des fonds d'épargne, est restée supérieure à la moyenne.

A fin mars, le montant des placements fiduciaires était à peine supérieur au niveau relevé un an auparavant. La hausse de 8,1% des affaires fiduciaires en monnaies étrangères a joué un rôle déterminant à cet égard, car ces opérations constituent environ 80% du total des fonds fiduciaires.



# Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

Allocution d'ouverture de François Schaller,  
président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse

## La définition de la monnaie

Chacun convient que la tâche principale des banques centrales consiste aujourd'hui à stabiliser les prix le plus possible. C'est à cette condition que l'économie nationale pourra prospérer sans heurts graves et réaligner le plein emploi. Pour y parvenir, les instituts d'émission exercent un contrôle sur la monnaie en circulation dont ils s'efforcent de régler le volume. Aux yeux de beaucoup, une tâche semblable paraît d'une grande simplicité. La banque centrale étant seule à disposer du droit d'émettre la monnaie, il lui est facile, pense-t-on, d'actionner le robinet de manière à éviter tout excès et toute insuffisance. En effet, pour de larges couches de l'opinion, la monnaie c'est l'argent, et l'argent ce sont les billets de banque. En vérité, jamais les choses ne furent aussi simples. Toute intervention sur la masse monétaire suppose qu'au préalable on ait pris soin de définir la monnaie. C'est alors que surgissent les complications car il semble qu'une telle définition, exhaustive, ne puisse être donnée une fois pour toutes. Les efforts consacrés à cette recherche n'ont pourtant jamais été ménagés. Au siècle dernier déjà, un premier ministre anglais, Gladstone, aimait à rappeler que «ce n'est pas seulement par amour que bien des hommes sont devenus fous, mais aussi en réfléchissant aux problèmes monétaires».

## Les fonctions de la monnaie

Qu'est-ce donc qu'une monnaie? Les manuels d'économie nous enseignent depuis toujours qu'elle est à la fois un étalon de mesure, un moyen d'échange et une réserve de valeur. Ces deux dernières fonctions sont d'ailleurs intimement liées. Moyen universel permettant de régler

toutes les transactions, la monnaie est acceptée en paiement par chacun. Une confiance aussi générale se nourrit d'elle-même, car l'histoire nous enseigne qu'elle ne peut être décrétée par l'Etat. Si, en contrepartie de ce qu'il cède, chacun consent à recevoir des billets de banque dont la valeur intrinsèque est pourtant nulle, c'est parce que nous savons que les autres réagiront de même. Nous ne sommes tellement soucieux de nous approprier de l'argent que dans le dessein de nous en dessaisir à notre tour... ultérieurement. L'absence de simultanéité entre le moment de l'encaisse et celui de la dépense fait que l'argent n'est reçu en paiement que s'il est à même de remplir sa fonction de réserve de valeur. La monnaie est un lien entre le présent et le futur, et ce lien est rompu lorsque sévit l'inflation. Moyen d'échange, l'argent ne l'est qu'à la condition d'être aussi réserve de valeur. Inversement, il ne sera réserve de valeur que s'il est accepté partout en paiement.

## Les formes de la monnaie

Pourtant, un accord même général sur les fonctions de la monnaie ne peut être une condition suffisante de l'exercice d'une politique monétaire. Par nature, celle-ci porte sur des quantités qui doivent être calculées. Voilà qui suppose que les différentes formes que la monnaie revêt soient à la fois clairement délimitées et susceptibles d'être mesurées. En cela réside la principale difficulté qui ne date certes pas d'aujourd'hui. De tout temps, la monnaie s'est présentée simultanément sous des aspects très divers, aussi bien matériels (bétail, métaux précieux, billets de banque) que purement abstraits. Dans l'Antiquité égyptienne, la chât était une unité de compte dépourvue de toute représentation physique. Les Francs comptaient en sous, lequel valait 40 deniers; longtemps cependant, le sou ne fut qu'une fiction, contrairement à la pièce d'argent sonnante et rébuchante qu'était le denier.

\* Berne, le 29 avril 1988

Notre époque ne se caractérise donc nullement par la brusque apparition de formes abstraites de monnaie, mais par leur variété et leur usage de plus en plus répandu. Lorsque le franc métallique s'est transformé en papier, les pièces n'ont cependant pas cessé d'être utilisées. En se substituant aux billets, les chèques ne les ont pas éliminés de la circulation. Les cartes de crédit n'ont supprimé l'emploi ni des chèques ni des billets, même si ceux-ci avaient déjà cédé une place importante à de simples jeux d'écritures. Et voici que les règlements électroniques à l'aide de cartes magnétiques tendent eux-mêmes à supplanter partiellement les méthodes traditionnelles de mobilisation de la monnaie scripturale. Aucune de ces multiples formes n'a cependant complètement disparu.

Une évolution aussi sensible ne s'est pas opérée sans effets heureux sur les fonctions traditionnelles de moyen d'échange et de réserve de valeur, inséparables de toute forme de monnaie. En devenant abstrait, le moyen de paiement est plus pratique. Chacun préfère régler un montant de quelque importance à l'aide d'un ordre de virement plutôt que de transporter une somme d'argent à la banque, à la poste ou au domicile du créancier. La méthode est aussi plus sûre, car elle réduit le risque, non négligeable à notre époque, d'être chez soi l'objet d'une sollicitude toute spéciale de la part de visiteurs importuns. A elles seules, ces deux raisons ne suffisent cependant pas à expliquer l'évolution suivie. La fonction réserve de valeur est à présent remplie en partie autrement que par la détention de monnaie. Sans que celle-ci ait changé de nature, les banques centrales sont aujourd'hui placées face à un éventail plus large de moyens de paiement et à l'importance prise par des représentations nouvelles. Telle est la source de difficultés supplémentaires, mais certes non insurmontables, dans le calcul de la masse monétaire.

### Placements et liquidités

Dans le passé en effet, la frontière était clairement marquée entre l'argent dont on disposait et les actifs sous forme de prêts ou de placements qui, par définition, n'étaient pas liquides. La mon-

naie détenue en caisse, sur un compte courant bancaire ou à la poste présentait l'avantage d'être disponible sans frais et sans délai; elle avait le défaut d'être pratiquement stérile. Le placement financier, lui, était rémunérateur, mais il était réputé non liquide car il ne pouvait en principe être mobilisé sans dommages d'un instant à l'autre. Tout l'art d'un appareil financier moderne consiste à éliminer en bonne partie cette opposition, jadis insurmontable, entre liquidité et placement. Confier moyennant intérêt son argent à d'autres, dès l'instant où on le reçoit, sans renoncer pour autant à sa liquidité, voilà qui est devenu la manifestation achevée de la rationalité financière. Dans la mesure où le déposant garde en moyenne une certaine somme sur son compte, la banque lui bonifiera un intérêt substantiel, alors que les fonds déposés demeurent parfaitement liquides. Le compte-salaire chez nous et les comptes NOW aux Etats-Unis en sont deux exemples parmi d'autres. Ce qui paraissait inconcevable en bonne doctrine classique est aujourd'hui réalisé: de nombreuses catégories de placements à court terme sont des liquidités. Du coup, les liquidités sont placées et donc rémunérées.

Dans l'esprit de beaucoup, la différence entre placement et numéraire ne s'est cependant pas totalement estompée. Même si le risque de n'être pas remboursé est la plupart du temps extrêmement faible, la confiance du public demeure plus grande dans l'argent que dans les créances. Une nouvelle preuve en a été donnée après le séisme boursier du 19 octobre, où de nombreux épargnants américains ont retiré de l'argent dans leur banque. En période troublée, la monnaie fait donc prime. Cette distinction continue d'ailleurs d'être opérée en chaque pays par les autorités monétaires qui suivent attentivement l'évolution de  $M_1$  – les moyens de paiement au sens strict – et des agrégats plus larges tels que  $M_2$  ou  $M_3$ .

Que la tâche des banques centrales soit rendue plus délicate par cette coexistence de la monnaie matérielle et d'un grand nombre de créances néanmoins liquides est indéniable. La mise en œuvre de la politique monétaire n'en demeure pas moins possible, aujourd'hui comme hier. D'abord, cette évolution s'opère de façon plutôt lente et relativement régulière, ce

qui permet de la prévoir. On sait par ailleurs qu'au fur et à mesure que les placements prennent de l'importance par rapport à la monnaie détenue, la vitesse de circulation de cette dernière s'accélère. Il est donc possible d'en tenir compte. Enfin, la réglementation sur les banques s'oppose à une création indéfinie de monnaie. Par le ratio de liquidité et autres dispositions tendant à garantir une bonne gestion bancaire, le rapport entre la monnaie scripturale et les billets est maintenu au-dessous d'un certain plafond. La banque centrale parvient ainsi à exercer indirectement une action sur le volume global de la monnaie. Toutefois, la définition de celle-ci n'aura jamais de sens que si elle est fonction d'une situation donnée; elle varie fatalement dans le

temps, selon le stade de développement des infrastructures financières d'un pays.

Par ailleurs, on sait depuis toujours que la vitesse de circulation de la monnaie, facteur aussi important que sa masse, peut changer brusquement même indépendamment d'une modification des taux d'intérêt. De nouvelles dispositions légales, une aggravation de l'insécurité éprouvée par les milieux financiers, l'inflation ou la seule perspective de son retour entraîneront un tel effet. Aux autorités monétaires de réagir assez promptement, d'où la nécessité, dans la politique suivie, du respect de cette souplesse qui a été maintes fois rappelée par la Direction générale de la BNS au cours de l'année.

# Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank\*

François Schaller, Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank

## Zur Definition des Geldes

Die Zentralbanken haben heute, darin ist man sich einig, in erster Linie die Aufgabe, für eine möglichst grosse Preisstabilität zu sorgen. Denn nur unter dieser Bedingung kann eine Volkswirtschaft einigermaßen unbehindert gedeihen und zur Vollbeschäftigung führen. Zu diesem Zweck kontrollieren die Notenbanken den Geldumlauf und regeln die Geldmenge. Vielen scheint dies eine sehr einfache Aufgabe. Da nur die Zentralbank über das Recht verfügt, Geld auszugeben, müsste es ihr doch – so denkt man – ein leichtes sein, den Geldhahn so zu betätigen, dass es weder zu einem Überfluss noch zu einem Mangel kommt. Für weite Teile der öffentlichen Meinung ist Geld nämlich gleich Bargeld, und Bargeld sind Banknoten. Tatsächlich lagen die Dinge noch nie so einfach. Bevor man aber auf die Geldmenge Einfluss nimmt, muss man zunächst definieren, was man unter «Geld» versteht. Hier tauchen Schwierigkeiten auf, denn anscheinend ist es nicht möglich, ein für allemal eine umfassende Definition dieses Begriffes zu geben. Dabei hat es nie an Bemühungen gefehlt, eine solche zu finden. Bereits im letzten Jahrhundert pflegte der englische Premier Gladstone daran zu erinnern, dass «nicht nur aus Liebe schon viele Männer den Verstand verloren haben, sondern auch beim Nachdenken über Fragen der Geldpolitik».

## Funktionen des Geldes

Was ist Geld? In den Lehrbüchern der Wirtschaftswissenschaften wird es schon immer als Recheneinheit, Tauschmittel und Wertaufbewahrungsmittel gleichzeitig beschrieben. Die beiden letzten Funktionen sind übrigens eng mit-

einander verbunden. Als universelles, bei allen Geschäften einsetzbares Tauschmittel wird Geld von jedermann in Zahlung genommen. Ein so allgemeines Vertrauen beruht auf sich selbst; wie die Geschichte lehrt, kann man es nicht staatlich verordnen. Wenn ein jeder als Gegenleistung für das, was er weggibt, Banknoten annimmt, deren Sachwert gleich Null ist, so nur, weil er weiss, dass die anderen dasselbe tun werden. Wir sind nur deswegen so sehr darum besorgt, uns Geld anzueignen, weil wir die Absicht haben, uns dessen – später – wieder zu entledigen. Da Einnahme und Ausgabe nicht gleichzeitig erfolgen, wird Geld nur dann in Zahlung genommen, wenn es seine Funktion als Wertaufbewahrungsmittel erfüllen kann. Geld ist ein Bindeglied zwischen der Gegenwart und der Zukunft, und diese Verbindung ist unterbrochen, wenn die Inflation wütet. Das Tauschmittel Geld kann nur bestehen, wenn es auch Wertaufbewahrungsmittel ist. Umgekehrt kann es auch nur dann als Wertaufbewahrungsmittel dienen, wenn es überall in Zahlung genommen wird.

## Erscheinungsformen des Geldes

Aber nicht einmal eine allseitige Übereinstimmung in bezug auf die Funktionen des Geldes ist eine ausreichende Voraussetzung für die Ausübung der Geldpolitik. Geldpolitik befasst sich von der Natur der Sache her mit Grössen, die berechnet werden müssen. Sie setzt daher voraus, dass die verschiedenen Erscheinungsformen des Geldes klar voneinander abgegrenzt und zugleich messbar sind. Darin liegt, sicher nicht erst seit heute, eine wesentliche Schwierigkeit. Geld hat schon immer verschiedene Erscheinungsformen gleichzeitig aufgewiesen, die sowohl materiell (Vieh, Edelmetall, Banknoten) wie auch rein abstrakt sein konnten. Das Schät im alten Ägypten war eine Rechnungseinheit, der keinerlei physische Darstellungsform entsprach. Die Franken rechneten in Solidi (Schilling-

\* gehalten in Bern am 29. April 1988, Übersetzung aus dem Französischen.

ge) zu 40 Denari (Pfennige); doch während langer Zeit war der Solidus nur eine Fiktion, ganz im Gegensatz zur klingenden Silbermünze, dem Denarus.

Nicht das plötzliche Auftauchen abstrakter Geldformen ist daher das Merkmal unserer Zeit, sondern ihre Vielfältigkeit und ihre zunehmende Verbreitung. Als der Metallfranken zu Papiergeld wurde, hörte man nicht auf, die Münzen zu benutzen. Als die Checks die Banknoten ersetzten, kamen letztere deshalb nicht aus dem Umlauf. Die Kreditkarten haben weder die Checks noch die Banknoten verdrängt, obwohl beide einfachen Buchgeldzahlungen schon viel Platz hatten abtreten müssen. Und nun sind die elektronischen Zahlungen mit Magnetkarten ihrerseits im Begriff, die traditionellen Methoden der Buchgeldzahlungen teilweise zu ersetzen. Keine dieser zahlreichen Erscheinungsformen ist jedoch völlig verschwunden.

Diese bemerkenswerte Entwicklung blieb nicht ohne positive Auswirkungen auf die traditionellen Funktionen des Geldes als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel, die unabhängig von seiner Erscheinungsform bestehen. Indem es abstrakt wird, wird das Zahlungsmittel auch praktischer. Wer zahlt nicht lieber grössere Beträge mit einem Überweisungsauftrag, statt dass er die entsprechende Summe in bar zur Bank, zur Post oder zum Wohnsitz des Gläubigers brächte? Diese Methode ist auch sicherer, denn sie verringert das heutzutage nicht unbeträchtliche Risiko, bei sich zu Hause der ganz besonderen Aufmerksamkeit unerwünschter Besucher ausgesetzt zu sein. Doch diese beiden Gründe bieten allein keine ausreichende Erklärung für die aufgetretene Entwicklung. Die Funktion des Wertaufbewahrungsmittels wird inzwischen zum Teil auf andere Weise wahrgenommen als durch Bargeldbesitz. Letzterer spielt zwar nach wie vor eine Rolle, doch stehen die Zentralbanken heute einer breiteren Palette von Zahlungsmitteln und der grossen Bedeutung neuer Erscheinungsformen gegenüber. Daraus ergeben sich zusätzliche, aber sicherlich nicht unüberbrückbare Schwierigkeiten für die Berechnung der Geldmenge.

## Anlagen und Liquidität

In früheren Zeiten gab es eine klare Trennung zwischen den Zahlungsmitteln, über die man verfügen konnte, und den Aktiven in Form von Darlehen oder Anlagen, die zwangsläufig flüssig waren. Der Bestand an Bargeld, an Kontokorrentguthaben bei Banken und auf dem Postcheckkonto hatte den Vorteil, kostenlos und unverzüglich zur Verfügung zu stehen; er hatte den Nachteil, praktisch ertragslos zu sein. Die Kapitalanlage brachte hingegen Ertrag, galt aber nicht als Liquidität, denn sie konnte grundsätzlich nicht ohne Nachteil von einem Moment zum nächsten mobilisiert werden. Die ganze Kunst eines modernen Finanzapparates besteht darin, diesen früher unüberwindbaren Gegensatz zwischen Liquidität und Anlage weitgehend aufzuheben. Das Geld, sobald man es erhält, anderen gegen Zinszahlung zu überlassen und trotzdem nicht auf die eigene Liquidität zu verzichten, ist inzwischen der vollendete Ausdruck finanzieller Vernunft. In dem Masse, in dem der Einleger durchschnittlich einen bestimmten Betrag auf seinem Konto lässt, schreibt ihm die Bank einen erheblichen Zins gut, während die Liquidität der eingeleigten Gelder völlig gewahrt bleibt. Die Gehaltskonti bei uns und die NOW-Accounts in den USA sind nur zwei Beispiele dafür. Was nach der klassischen Lehre unvorstellbar schien, ist heute Wirklichkeit: Zahlreiche Kategorien kurzfristiger Anlagen sind flüssig. Flüssige Mittel werden somit angelegt und bringen auch Ertrag.

In der Vorstellung vieler ist aber die Trennlinie zwischen Anlage und Bargeld noch nicht völlig verwischt. Obwohl die Gefahr, dass keine Rückzahlung erfolgt, meistens äusserst gering ist, hat das Publikum doch weiterhin grösseres Vertrauen in das Geld als in Forderungen. Dies zeigte sich neuerdings wieder nach dem Börsenkrach vom 19. Oktober, als zahlreiche amerikanische Sparer bei ihrer Bank Geld abhoben. In Krisenzeiten ist Geld also Trumpf. In allen Ländern haben übrigens die für die Geldpolitik zuständigen Behörden diese Unterscheidung beibehalten und verfolgen aufmerksam die Entwicklung von  $M_1$  – der Zahlungsmittel im engeren Sinne – und umfassenderer Geldaggregate wie  $M_2$  und  $M_3$ .

Es lässt sich nicht leugnen, dass die Aufgabe der Zentralbanken durch dieses Nebeneinander von Geld und zahlreichen Arten liquider Forderungen heikler geworden ist. Dennoch bleibt die Führung der Geldpolitik ohne weiteres möglich. Zunächst ist zu sagen, dass diese Entwicklung ziemlich langsam und regelmässig vor sich geht, wodurch man sie voraussehen kann. Zudem ist bekannt, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes um so höher wird, je bedeutender die Anlagen im Vergleich zum Geldbesitz sind, und man kann dies daher berücksichtigen. Schliesslich wirken die Rechtsvorschriften für das Bankwesen einer unbeschränkten Geldschöpfung entgegen. Durch die Liquiditätsquote und andere Vorschriften über die Geschäftsführung der Banken wird dem Verhältnis zwischen Buchgeld und Banknoten eine Schranke gesetzt. Die Zentralbank kann somit indirekt auf die gesamte Geldmenge einwirken. Die Definition des Geldes wird allerdings

immer nur im Zusammenhang mit einer bestimmten Situation einen Sinn ergeben; sie verändert sich zwangsläufig im Laufe der Zeit mit der Entwicklung der finanziellen Infrastruktur eines Landes.

Es ist übrigens auch längststens bekannt, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes – ein Faktor von gleich grosser Bedeutung wie die Geldmenge – sich plötzlich und sogar unabhängig von einer Zinsschwankung verändern kann. Neue Gesetzesvorschriften, eine stärkere Verunsicherung der Finanzwelt, eine tatsächliche oder auch nur erwartete Rückkehr der Inflation würden sich so auswirken. Es läge dann an den für die Geldpolitik zuständigen Behörden, rasch genug zu reagieren. Sie müssen daher bei der Verfolgung ihrer Politik jene Flexibilität beweisen, die das Direktorium der SNB im Laufe des letzten Jahres immer wieder bewiesen hat.

## Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

Exposé de Pierre Languetin, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Des conditions changeantes amènent périodiquement le monde économique à analyser et, le cas échéant, à revoir les bases de l'action. Les tempêtes financières et monétaires de l'automne dernier imposent plus que jamais un examen attentif de la situation. Mais, au-delà des corrections techniques que la crise boursière exigera assurément, les déséquilibres économiques fondamentaux qui caractérisent notre monde appellent une réflexion plus profonde et un sens de la durée nécessitant une vision plus historique. C'est pourquoi je me propose, après avoir rappelé les causes et les conséquences des récentes bourrasques financières, de dégager les lignes de force qui ont contribué, depuis près d'un demi-siècle, à modeler l'économie internationale, puis, à la lumière des enseignements découlant de l'analyse, d'apprécier les chances pour notre pays de participer à l'avenir à une croissance suffisante dans la stabilité financière et monétaire.

### Causes et conséquences du krach boursier

Une longue analyse n'est pas nécessaire pour attribuer aux profonds déséquilibres qui affectent l'économie mondiale et aux excès qui ont accompagné la récente vague d'innovations financières la responsabilité du krach boursier et des turbulences qui se sont produites sur le marché des changes. Depuis le début de cette décennie, en effet, les politiques macro-économiques ont été le plus souvent dissonantes. Alors que la plupart des pays développés se sont tournés, à juste titre, vers une plus grande rigueur monétaire et budgétaire, les Etats-Unis, bien que la Réserve fédérale ait participé au premier rang à la lutte contre l'inflation, ont toléré une accumulation de déficits budgétaires, qui a gonflé outre mesure leur dette publique. Parallèlement, le dollar a connu tout d'abord une hausse démesu-

rée, qui a rapidement, mais durablement, creusé le déficit commercial américain, puis subi une chute que divers accords internationaux, celui du Louvre en particulier, ont pu contenir dans une certaine mesure. Au lieu de reposer sur un revirement budgétaire aux Etats-Unis, cette correction de change s'est essentiellement appuyée sur un relâchement de la politique monétaire américaine entre 1985 et 1986. Les liquidités ainsi créées se sont en partie déversées sur le marché des actions et ce flux, surgissant sur des bourses en pleine euphorie conjoncturelle, a certainement contribué à transformer un mouvement haussier en un phénomène purement spéculatif.

La montée des cours a été amplifiée et accélérée par la prolifération d'instruments financiers à terme – les options et les « futures » par exemple – qui se sont développés de concert avec la déréglementation et les progrès de la télématique. D'aucuns s'étaient même imaginés que certains outils, qui semblaient d'autant plus sérieux que leur expression mathématique était plus compliquée, pourraient assurer contre tous les risques n'importe quelle position, si aventurée fût-elle. Lorsque l'abcès a crevé, ils ont appris à leurs dépens que les risques financiers ne peuvent être complètement couverts. L'abcès devait d'ailleurs crever, car les cours des actions avaient atteint l'an passé des niveaux qui n'étaient plus compatibles avec les possibilités de rendement des entreprises.

Il reste que l'ampleur, la brutalité et l'intensité du krach ont surpris. Les bourses ont été submergées par les ordres de vente, en partie déclenchés automatiquement par ordinateur, et la baisse s'est propagée à grande vitesse à travers le monde. Seule l'intervention déterminée des banques centrales a permis d'éviter que l'épidémie ne gagnât l'ensemble du système financier. Dans cette opération de secours, la Banque nationale a joué son rôle de prêteur ultime – de « lender of last resort » en procurant plus d'un

\* Berne, le 29 avril 1988

milliard de francs de liquidités au marché monétaire entre novembre et décembre dernier. Mais les banques centrales n'ont fait qu'apporter les premiers soins, elles n'ont pu éliminer d'un trait de plume toutes les répercussions de la crise boursière.

Dans le secteur financier, les conséquences du krach paraissent pour l'instant devoir rester limitées. Certes, la correction a été importante, mais, au vu des gains potentiels que la hausse des cours avait procurés, les pertes sont moins graves que la chute des indices boursiers ne le laisse supposer. Cependant, la rapidité avec laquelle l'incendie s'est propagé montre la nécessité de créer de véritables coupe-feu dans les marchés pour éviter à l'avenir qu'un mouvement baissier ne se transforme en panique. Les détails techniques de ces mesures doivent encore être précisés et il faut améliorer la surveillance des bourses là où elle fonctionne déjà et, surtout, l'instaurer le plus rapidement possible là où elle n'existe pour ainsi dire pas. C'est malheureusement le cas en Suisse où il n'y a pas d'organe de surveillance dans l'acceptation moderne du terme, et où la procédure d'acceptation des titres étrangers à la cotation officielle est pour le moins dépassée. Un besoin d'unification et de clarification se fait sentir, qui nécessitera sans doute une solution fédérale, ou, du moins, confédérale, fondée sur un concordat intercantonal.

Qu'en est-il de l'impact sur l'économie réelle elle-même? Si le spectre de 1929 ne doit pas nous hanter, une certaine prudence s'impose néanmoins. La crise boursière, en effet, a frappé une économie mondiale devenue plus sensible aux chocs après avoir connu une longue phase d'expansion marquée de déséquilibres importants. Pour corriger ces derniers, les remèdes sont connus: une réduction claire mais progressive du déficit budgétaire structurel aux Etats-Unis, le maintien et le renforcement de la demande intérieure au Japon, une politique de change mieux adaptée à la compétitivité de certains pays nouvellement industrialisés d'Asie, ainsi que des mesures tant macro- que micro-économiques en vue d'assouplir les économies européennes et améliorer ainsi leurs perspectives de croissance. Pour faciliter ces ajustements, il est de la plus haute importance que, durant la phase de transi-

tion nécessaire au rétablissement de l'équilibre, les changes demeurent le plus stables possible. Cette stratégie, qui nécessitera une large et constante coopération internationale, est d'ailleurs en train d'être mise en place, mais il lui manque encore la poutre maîtresse, à savoir des mesures concrètes et convaincantes pour rétablir la discipline budgétaire outre-Atlantique. Seule la voie de la coopération permettra de réaligner les balances courantes et d'assurer une croissance régulière, stable et non-inflationniste dans le monde sans laisser les séquelles amères qu'une récession et ses suites ne manqueraient pas de créer si le protectionnisme généralisé devait se substituer au processus graduel et ordonné d'ajustement.

### **Conjoncture et politique monétaire suisse**

Pour notre pays, comme pour la plupart des autres pays développés d'ailleurs, le krach et la baisse du dollar n'ont pas eu jusqu'à présent de répercussions négatives notables sur la demande et la production. En Suisse, la conjoncture reste bonne, le manque de personnel qualifié demeure aigu et le renchérissement contenu, ce qui tend à montrer qu'en moyenne la valeur externe du franc n'est pas en porte-à-faux avec les conditions fondamentales de notre économie. Certes, la chute que le dollar a connue depuis plus de deux ans a entraîné des difficultés dans certaines branches d'activité ou pour certaines entreprises, mais, dans l'ensemble, notre économie est restée remarquablement résistante, comme le montre d'ailleurs la bonne tenue du total de nos exportations au quatrième trimestre de 1987. Si le pessimisme n'est pas de mise, nous devons rester circonspects. C'est pourquoi, l'an passé, la Banque nationale a assoupli sa politique et a permis à son objectif monétaire d'être dépassé de près d'un point de pourcentage. Elle a clairement annoncé son intention de maintenir le même degré de rigueur en 1988, ce qui, dans la conjoncture présente, ne devrait pas mettre en danger la stabilité à moyen terme des prix dans notre pays.

Certains changements structurels ont cependant compliqué la mise en œuvre de notre politique en ce début d'année. L'introduction de nouvelles



dispositions en matière de liquidités et l'extension du système électronique de paiements interbancaires (SIC) ont profondément modifié le paysage monétaire suisse. Dans ces circonstances, les banques ont réduit fortement leur demande en comptes de virements non seulement, et comme prévu, en fin de mois, mais aussi dans le courant du mois. Face à ce mouvement, la Banque nationale s'est montrée prudente, car elle ne voulait pas réagir avant que le système bancaire ne fût adapté à son nouvel environnement. La baisse des taux d'intérêt à court terme du début de l'année ne doit toutefois pas être interprétée comme un relâchement durable de notre action, tout au plus comme un phénomène temporaire en voie de correction. La croissance monétaire sera cette année plus faible que l'objectif de 3% annoncé pour 1988 – au vu des chiffres les plus récents, elle pourrait même s'approcher de zéro – sans pour autant que le degré de rigueur de notre politique n'en soit renforcé.

Si nous pouvons à bon droit nous déclarer dans l'ensemble satisfaits de sa performance globale, nous ne pouvons cependant pas méconnaître que l'économie suisse vit dans un contexte mondial en pleine évolution. Elle devra, en particulier, faire face à la réorientation des courants commerciaux nécessaire pour résorber les déséquilibres externes, s'adapter aux modifications des conditions de concurrence créées par l'apparition de nations nouvellement industrialisées et par l'unification européenne ainsi que surmonter les conséquences des variations à long terme des changes réels.

### **Les tendances longues de l'économie internationale**

Depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, les structures économiques se sont profondément transformées. Malgré notre manque de recul, nous pouvons déjà distinguer les principales tendances qui ont conduit le changement, celles que, peut-être, l'historien futur mettra en évidence. Première tendance, l'évolution technologique; ce demi-siècle en effet a été caractérisé par la rapidité, l'accélération même, des progrès scientifiques et techniques dans tous les do-

maines: transports, télécommunications, informatique, robotique, et la liste n'est de loin pas exhaustive. Ce processus, dont certains aspects touchant au cadre de vie sont devenus, il est vrai, manifestement négatifs, a permis non seulement l'amélioration du bien-être général dans le monde développé, mais aussi l'émergence dans le commerce international des nations nouvellement industrialisées. Celles-ci ont pu se spécialiser dans des activités dont la rentabilité relative diminuait dans les pays les plus avancés, et ces derniers, au contraire, ont concentré leurs ressources à produire des biens et, surtout, des services de plus en plus sophistiqués. Sans la rapidité des progrès techniques, les déséquilibres des échanges internationaux seraient certainement beaucoup plus prononcés qu'ils ne le sont à l'heure actuelle.

Il reste que, par l'apparition constante de nouveaux produits et de nouveaux procédés, par l'obsolescence rapide du capital, par l'intensification de la concurrence, la vitesse de l'essor technique impose aux entreprises un effort d'adaptation permanent qui requiert dynamisme, imagination et souplesse. Or, c'est précisément à ces qualités que s'oppose la deuxième grande caractéristique de ces dernières décennies: la forte emprise, pour ne pas dire l'emprise croissante, de l'Etat sur l'économie. Dans la zone OCDE par exemple, la part des dépenses publiques au produit national a passé entre 1960 et 1986 de 28 à 41% avec, en corollaire, une augmentation quasi généralisée des taux d'imposition dont le poids est devenu quelquefois tel qu'il entrave la création de richesses.

Cette philosophie interventionniste, cette méfiance envers les mécanismes du marché a entraîné des effets pernicioeux et nocifs. Au niveau des entreprises et des secteurs, elle a contribué, au travers des limitations, des interdictions et des subventions à fausser les structures, à geler le dynamisme naturel des marchés et à freiner les adaptations nécessaires. Si cette attitude a souvent reculé devant les assauts des partisans de la concurrence et du libre-échange – les années cinquante et soixante n'ont-elles pas été marquées par le multilatéralisme des négociations commerciales et le démantèlement progressif des barrières douanières –, ce réflexe

quasi colbertiste n'a jamais disparu. Dans de trop nombreux pays, il resurgit à la première alerte, l'État s'empresse de soutenir les entreprises menacées non pas seulement par des difficultés temporaires, mais, ce qui est plus grave, par une perte durable de compétitivité. Et lorsque les aides ne suffisent plus ou qu'elles pèsent trop lourd sur le trésor public, on rétablit des entraves administratives ou des contingents. Que ce paternalisme gouvernemental décourage les investissements et la création d'emplois, pétrifie les structures sociales et favorise toutes sortes de revendications inconsidérées, une preuve évidente en est donnée par le chômage européen, qui semble s'élever vers de nouveaux sommets à chaque ralentissement conjoncturel. Ce fléau touche aussi nombre de pays endettés dans lesquels les faveurs budgétaires sont devenues la règle avec les conséquences que l'on connaît.

Au plan général, l'emprise croissante de l'État a tout naturellement conduit à l'inflation et aux divergences des politiques économiques: autre grande caractéristique de ce demi-siècle. Elle a accéléré l'inflation, car de nombreuses banques centrales se sont vues forcées, directement ou indirectement, à monétiser les déficits budgétaires; elle a fait diverger les politiques économiques puisque, de par sa nature même, l'État tend à poursuivre par priorité des objectifs nationaux au détriment de la coopération et de la collaboration internationale. Relativement contenue dans l'après-guerre, cette divergence, qui s'est accentuée au tournant des années soixante-dix, a en quelque sorte brisé le système des changes fixes institué à Bretton Woods en 1944. Ce régime, en effet, souffrait d'une asymétrie fondamentale en permettant aux pays à monnaie de réserve, aux États-Unis en particulier, d'imposer à la longue leur rythme d'inflation aux économies saines et excédentaires. Pour se défendre, ces dernières ont dû laisser flotter leur monnaie avec l'espoir de se protéger contre les chocs extérieurs.

Les changes flexibles ont certainement eu des effets positifs en permettant de limiter le renchérissement dans les pays qui ont misé sur la stabilisation des prix: au Japon, en Allemagne et en Suisse, par exemple. Cette période a cepen-

dant été caractérisée par une grande instabilité des cours de change et, surtout, par de longues phases de sur- ou de sous-évaluation des principales monnaies, du dollar en particulier. Ces larges fluctuations réelles ont, à leur tour, nui à la croissance en gênant l'investissement et la spécialisation internationale, et elles n'ont pas empêché l'apparition et le développement des déséquilibres externes actuels. A noter toutefois que ces défauts ne sont pas inhérents au système lui-même, ils ne font que refléter l'orientation divergente des actions monétaires et budgétaires entre certains pays, comme le démontre a contrario la stabilité du franc suisse par rapport au mark, qui s'explique avant tout par la convergence des politiques macro-économiques en deçà et au-delà du Rhin. C'est pourquoi, de longues années de discipline budgétaire sans inflation, épaulées par la coopération internationale accrue, seront nécessaires pour réduire progressivement les zones de fluctuations des monnaies et ancrer la stabilité ainsi obtenue dans un régime comportant les disciplines contraignantes qui pourront être jugées désirables.

Les années quatre-vingts toutefois ont vu resurgir avec vigueur les idées libérales en faveur des forces du marché et à l'encontre du dogme de l'État toujours bienfaisant. Le front des réformes a été très large: de la privatisation de certaines entreprises nationalisées à la libéralisation des mouvements de capitaux, en passant par les diminutions d'impôts et la limitation dans la croissance des dépenses publiques. Certes, ça et là, des excès ont été commis, la déréglementation financière par exemple a été souvent trop rapide ou trop peu surveillée. Parallèlement, la coordination des politiques économiques s'est améliorée, la coopération entre les banques centrales s'est renforcée. Si le mouvement de libéralisation se poursuit régulièrement et calmement, si l'équilibre budgétaire peut être restauré, les conditions d'une croissance saine et non-inflationniste pourront être établies avec l'aide des politiques monétaires appropriées. Il reste que la sagesse ne l'emporte pas toujours. Des signes de résistance apparaissent déjà. Les pressions protectionnistes subsistent, pas exclusivement outre-Atlantique; dans maints domaines, les réflexes réglementaires des Communautés européennes survivent. Le poids des réalités cepen-

dant, ne serait-ce que celui du progrès technique, sera prépondérant, car seules des économies suffisamment souples et ouvertes sur le monde pourront maintenir le niveau de vie des populations.

### **La Suisse et les tendances de l'économie mondiale**

Ces grandes tendances de l'économie mondiale ont aussi marqué notre économie et nos institutions. C'est le cas pour le progrès technique. Dans ce domaine, notre pays n'est sans doute pas en retard, du moins dans l'ensemble, même si les avantages techniques que nous possédions ont eu tendance à s'éteindre. Nous avons aussi été touchés, quoique heureusement dans une moindre mesure, par le phénomène d'envahissement étatique. Entre 1950 et 1986, en effet, la consommation publique est passée de 20 à 27% du produit intérieur brut, bien que, grâce à des mesures budgétaires rigoureuses, cette part ait légèrement diminué depuis quelque temps. De plus, fait positif à noter, cette augmentation des dépenses publiques n'a pas pris dans notre pays la forme de subsides permanents à des activités en perte de compétitivité internationale. Dans ces conditions, la structure de notre économie, avec ses secteurs diversifiés mêlant petites, moyennes et grandes entreprises et fabriquant force produits différents, reste fondamentalement saine et prête à affronter une concurrence internationale toujours plus vive. A cette solidité fondamentale de notre tissu productif, il faut ajouter cette force que constitue le maintien et la poursuite de politiques macro-économiques visant en permanence la stabilité des prix et l'équilibre des finances publiques.

Notre économie se trouve ainsi en état d'aborder dans des conditions favorables les développements que l'Europe connaîtra durant la prochaine décennie avec la création d'un grand marché intérieur. Dans le domaine des biens, nous disposons d'un accord de libre-échange et de multiples accords techniques avec la Communauté européenne. Dans le secteur tertiaire, nombre de nos services, notre place financière en particulier, connaissent traditionnellement

une ouverture à la concurrence internationale plus grande que ce n'est le cas dans bien des pays européens. Cependant, des firmes suisses pourraient souffrir de discriminations ou de distorsions dans les conditions de concurrence, des difficultés surgir sur le plan des normes ou de la liberté d'établissement. C'est pourquoi des adaptations seront nécessaires, des négociations devront avoir lieu avec les Communautés pour mettre en place des modalités d'échanges favorables aux deux parties. Ce processus ne devra toutefois pas sacrifier cette force additionnelle que constitue, pour notre économie, la large répartition géographique de nos exportations. Si, au début de ce siècle, les trois quarts de nos acheteurs étaient européens, seuls les deux tiers le demeurent de nos jours. Le tiers extra-européen est particulièrement bénéfique. A court terme, il permet d'atténuer les fluctuations conjoncturelles suisses, puisque les cycles économiques des différents continents ne sont pas concomitants. A long terme, il est crucial, car il est tourné vers des régions du monde à fort potentiel de croissance et à haute compétitivité.

Plus que jamais, l'évolution européenne et la nécessité de regagner certains avantages technologiques demandent réflexes et créativité à tous les niveaux de l'économie suisse. A cet égard cependant, on ne peut s'empêcher de déplorer une cristallisation croissante de nos institutions tant privées que publiques dans lesquelles trop souvent le bureaucratisme s'insinue sournoisement sous le couvert de rationalisation et de rentabilité. De plus, l'immobilisme grandit au niveau fédéral où le moindre projet s'éternise ou s'étirole. La révision du droit des sociétés anonymes n'est-elle pas bloquée depuis plus de 10 ans? Cette ankylose est récente. Dans l'après-guerre, par exemple, la vitesse de réaction, une certaine légèreté administrative, une excellente collaboration entre services publics et économie privée ont puissamment aidé les négociateurs suisses et ont permis à notre pays de mener à bien les grandes négociations commerciales tant au niveau du GATT qu'à l'échelle de l'intégration européenne. A l'heure de l'Uruguay Round, à l'heure où le protectionnisme s'alourdit dans le monde, ces qualités devront plus que jamais faire partie intégrante de notre proplie et ces armes être utilisées avec efficacité.

Cette relative lourdeur des administrations publiques justifie une fois de plus l'indépendance que la constitution et la loi accordent à la Banque nationale. Même si nous poursuivons résolument des objectifs monétaires à moyen terme, la mise en œuvre de cette politique exige des réactions rapides et une flexibilité sans doute hors de portée des instituts d'émission plus soumis aux pouvoirs centraux. Cette indépendance est aussi précieuse, car elle assure à la Banque nationale une haute crédibilité quant à sa politique monétaire, quant à sa gestion interne, à celle de ses réserves de change en particulier. Sur ce point, la perte que la chute du dollar a fait subir à nos avoirs extérieurs en 1987 pose une nouvelle fois la question de l'importance et de la composition de ces réserves. Je tiens à rappeler par ailleurs que la Banque nationale assume une tâche intéressante l'ensemble de notre économie et que, par conséquent, sa politique ne peut être appréciée selon les critères applicables aux entreprises purement commerciales. Dans une certaine mesure, elle joue un rôle de tampon pour l'économie et les variations de son bilan reflètent en grande partie les fluctuations dans les conditions économiques mondiales par rapport aux nôtres. Cela dit, l'utilisation des réserves de change doit être limitée à des fins monétaires d'intérêt général, par exemple lors d'actions multilatérales pour consolider le système monétaire et financier international. Déborder ce cadre irait non seulement à l'encontre de l'esprit et de la lettre de la loi, mais encore reviendrait, pour l'institut d'émission, à empiéter sur les compétences d'autres autorités. Il pourrait en résulter une confusion des tâches qui nuirait à l'action et à la crédibilité de la Banque nationale. De plus, si nous sortions de notre rôle, d'innombrables sollicitations touchant à l'aide au développement, à la garantie des risques à l'exportation, au financement des investissements – que sais-je encore? – auraient tôt fait de lamener nos réserves de change. Or, celles-ci sont indispensables à notre stabilité économique, et elles servent d'autant mieux les intérêts généraux du pays qu'elles sont bien en rapport avec le degré d'ouverture de l'économie et l'importance de la place financière suisse.

Dynamisme dans la pondération, imagination dans la raison, souplesse dans la fermeté sont

des qualités essentielles au bien-être économique général. Cette harmonie des contraires a toujours fait la force de la Suisse. Un Etat central contrebalancé par le fédéralisme, une neutralité ouverte sur le monde, une économie privée diligente s'appuyant sur des administrations sobres et efficaces ont rendu possible un développement, puis une croissance économique et une cohésion sociale remarquables. Ces traits, qui sont à la source de cette prospérité, sont autant de qualités qui devraient permettre à notre pays de s'adapter aux conditions nouvelles tout en apportant une contribution positive à l'essor de l'économie mondiale.

# Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Referat von Pierre Languetin, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank\*

Die Wirtschaftswelt sieht sich immer wieder dazu veranlasst, ihre Handlungsgrundlagen im Lichte der sich wandelnden Bedingungen zu analysieren und gegebenenfalls zu überprüfen. Nach den Stürmen, die im letzten Herbst auf den Finanz- und Währungsmärkten tobten, ist eine sorgfältige Überprüfung der Lage dringlicher denn je. Über die technischen Verbesserungen hinaus, welche infolge der Börsenkrise sicherlich unvermeidlich geworden sind, verlangen die fundamentalen Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft nach tiefgründigeren Überlegungen und einer langfristig ausgerichteten Betrachtungsweise. Ich habe daher die Absicht, nach einem Hinweis auf die Ursachen und Folgen der jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten die Kräfte aufzuzeigen, die seit fast einem halben Jahrhundert zur Gestaltung der internationalen Wirtschaft beitragen, um dann im Lichte der Ergebnisse dieser Untersuchung abzuschätzen, wie die Chancen unseres Landes stehen, in Zukunft bei stabilen Finanz- und Währungsverhältnissen an einem ausreichenden Wachstum teilzuhaben.

## Ursachen und Folgen des Börsenkrachs

Es bedarf keiner langen Untersuchung, um in den schweren Gleichgewichtsstörungen, welche die Weltwirtschaft belasten, und den Exzessen, die die letzte Innovationswelle im Finanzsektor begleiteten, die Ursachen des Börsenkrachs und der Turbulenzen auf den Devisenmärkten zu sehen. Seit dem Beginn dieses Jahrzehnts wurden nämlich zumeist einander widerstrebende makroökonomische Politiken verfolgt. Während die Mehrzahl der entwickelten Staaten in der Geld- und Haushaltspolitik zu Recht einen restriktiven Kurs einschlug, liessen die Vereinigten Staaten, obwohl das Federal Reserve Board sich in vorderster Front am Kampf gegen die Inflation

beteiligte, eine Reihe defizitärer Budgets zu, die zu einer übermässigen Aufblähung ihrer öffentlichen Verschuldung führten. Gleichzeitig erlebte der Dollar zunächst eine unverhältnismässige Kurssteigerung, welche die amerikanische Handelsbilanz rasch und dauerhaft ins Defizit führte, und dann einen Kurssturz, der durch verschiedene internationale Vereinbarungen – insbesondere durch das Louvre-Abkommen – einigermassen in Grenzen gehalten werden konnte. Diese Wechselkurskorrektur gründete aber nicht auf einer Wende in der Haushaltspolitik der Vereinigten Staaten, sondern hauptsächlich auf einer Lockerung der amerikanischen Geldpolitik in den Jahren 1985 und 1986. Die so geschaffenen Liquiditäten flossen teilweise auf den Aktienmarkt, wo sie dazu beitrugen, die konjunkturbedingt bereits euphorische Stimmung in ein spekulatives Phänomen zu verwandeln.

Die Börsenhausse wurde noch verstärkt und beschleunigt durch die Einführung vieler neuer Finanzinstrumente, wie beispielsweise der Optionen und der «Futures», deren Entwicklung im Einklang mit der Deregulierung und den Fortschritten der Kommunikationstechnik stand. Manche bildeten sich sogar ein, durch bestimmte Instrumente, die umso seriöser schienen, je komplizierter ihre mathematische Darstellung war, jegliche noch so gewagte Position gegen jedes Risiko absichern zu können. Als die Seifenblase platzte, mussten sie die harte Erfahrung machen, dass kein Finanzrisiko völlig gedeckt werden kann. Die Seifenblase musste übrigens platzen, denn die Aktienkurse hatten letztes Jahr ein Niveau erreicht, das nicht mehr mit den Ertragsmöglichkeiten der Unternehmen im Einklang stand.

Trotzdem waren Ausmass, Heftigkeit und Intensität des Krachs überraschend. Die Börsen wurden mit Verkaufsaufträgen überflutet, die zum Teil automatisch durch Computer ausgelöst worden waren, und die Baisse verbreitete sich mit grosser Geschwindigkeit über die ganze Welt.

\* gehalten in Bern am 29. April 1988, Übersetzung aus dem Französischen

Nur durch den entschlossenen Eingriff der Zentralbanken konnte vermieden werden, dass die Seuche das gesamte Finanzwesen befiel. Bei dieser Unterstützungsaktion trat die Nationalbank als «lender of last resort» auf und versorgte zwischen November und Dezember letzten Jahres den Geldmarkt mit über einer Milliarde Franken zusätzlicher Liquidität. Die Zentralbanken konnten jedoch nur erste Hilfe leisten, nicht aber mit einem Federstrich alle Auswirkungen der Börsenkrise beseitigen.

Im Finanzsektor scheinen sich die Folgen des Börsenkrachs zur Zeit in Schranken zu halten. Zwar war der Sturz bedeutend, doch in Anbetracht der Buchgewinne, die sich in der vorangegangenen Hausse ergeben hatten, sind die Verluste weniger schlimm, als man angesichts der gefallen Börsenindizes annehmen könnte. Die Geschwindigkeit, mit der sich die Feuersbrunst verbreitete, zeigt jedoch, dass es nötig ist, die Märkte mit regelrechten Brandmauern zu versehen, wenn man in Zukunft vermeiden will, dass Abwärtsbewegungen gleich in Panik ausarten. Die Einzelheiten solcher Massnahmen müssen noch festgelegt werden. Die Börsenüberwachung sollte dort, wo sie bereits besteht, verbessert und – was noch wichtiger ist – dort, wo sie so gut wie nicht vorhanden ist, so schnell wie möglich eingeführt werden. Dies ist leider in der Schweiz der Fall, wo es keine Überwachungsstelle im heutigen Sinne des Wortes gibt und wo das Verfahren für die Zulassung ausländischer Titel zur Kotierung zumindest überholt ist. Es ist ein Bedürfnis nach Vereinheitlichung und grösserer Klarheit zu spüren, das nur eine Lösung auf Bundesebene oder zumindest ein interkantoniales Konkordat befriedigen kann.

Wie steht es mit den Auswirkungen auf die Realwirtschaft? Auch wenn wir nicht das Gespenst von 1929 heraufbeschwören sollten, ist eine gewisse Vorsicht doch angebracht. Die Börsenkrise hat nämlich zu einem Zeitpunkt stattgefunden, da die Weltwirtschaft nach einer langen Wachstumsphase mit bedeutenden Gleichgewichtsstörungen besonders empfindlich für solche Erschütterungen war. Die Mittel, um das Gleichgewicht wiederherzustellen, sind bekannt: eine eindeutige, aber schrittweise Verringerung des strukturellen Haushaltsdefizits der Vereinig-

ten Staaten, die Erhaltung und Verstärkung der Binnennachfrage in Japan, eine Wechselkurspolitik, die der Wettbewerbsfähigkeit bestimmter kürzlich industrialisierter Länder Asiens besser Rechnung trägt, sowie makro- und mikroökonomische Massnahmen zur Erhöhung der Flexibilität der europäischen Volkswirtschaften und zur Verbesserung ihrer Wachstumsaussichten. Damit diese Anpassungsmassnahmen erleichtert werden, ist es äusserst wichtig, dass die Wechselkurse während der zur Wiederherstellung des Gleichgewichts erforderlichen Übergangsphase möglichst stabil bleiben. Man ist übrigens daran, diese Strategie, die eine umfassende und beständige internationale Zusammenarbeit verlangt, zu verwirklichen, aber das Kernstück, nämlich konkrete und überzeugende Massnahmen zur Wiederherstellung der Budgetdisziplin jenseits des Atlantiks, fehlt noch. Nur auf dem Weg der Zusammenarbeit können wir die Ertragsbilanzen wieder ins Gleichgewicht bringen und ein regelmässiges, stabiles und inflationsfreies weltweites Wachstum gewährleisten, ohne die bitteren Folgen einer Rezession tragen zu müssen, zu der es sicher käme, wenn diese graduelle und geordnete Anpassung dem allgemeinen Protektionismus weichen müsste.

### **Konjunktur und schweizerische Geld- und Währungspolitik**

In unserem Land – wie übrigens auch in den meisten anderen entwickelten Ländern – haben der Börsenkrach und der Kurssturz des Dollars bis jetzt keine nennenswerten negativen Auswirkungen auf Nachfrage und Produktion gehabt. Die Konjunktur bleibt in der Schweiz gut, der Mangel an qualifiziertem Personal erheblich und die Teuerung bescheiden. Dies sind Hinweise dafür, dass der Aussenwert des Frankens im Durchschnitt gesehen nicht im Widerspruch zu unserer generellen Wirtschaftslage steht. Zwar hat der Rückgang des Dollarkurses seit über zwei Jahren einzelne Wirtschaftszweige und Unternehmen in Schwierigkeiten gebracht, aber insgesamt hat sich unsere Wirtschaft bemerkenswert gut gehalten, wie auch aus dem insgesamt erfreulichen Ergebnis unserer Ausfuhren im letzten Vierteljahr 1987 hervorgeht. Pessimismus ist daher nicht angebracht, aber vorsichtig

sollten wir doch bleiben. Die Nationalbank hat deswegen letztes Jahr ihre Politik gelockert und eine Überschreitung ihres Geldmengenziels um fast einen Prozentpunkt zugelassen. Sie hat deutlich ihre Absicht bekanntgegeben, 1988 etwa den gleichen Restriktionsgrad aufrechtzuerhalten, was bei der jetzigen Konjunkturlage die Preisstabilität in unserem Land auf mittlere Frist nicht gefährden sollte.

Gewisse strukturelle Veränderungen haben indessen die Durchführung unserer Politik anfangs dieses Jahres erschwert. Die Einführung neuer Liquiditätsvorschriften und die Erweiterung des Interbank-Zahlungsverkehrssystems (SIC), haben die schweizerische monetäre Landschaft gründlich verändert. Die Banken haben unter diesen Umständen ihre Nachfrage nach Giroguthaben nicht nur, wie vorauszusehen war, am Monatsende, sondern auch im Laufe des Monats gesenkt. Angesichts dieser Entwicklung verhielt sich die Nationalbank vorsichtig, denn sie wollte nicht reagieren, bevor das Bankwesen sich diesen neuen Bedingungen angepasst hatte. Der Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zu Beginn des Jahres darf daher nicht als dauerhafte Lockerung unserer Politik verstanden werden, sondern höchstens als vorübergehendes Phänomen, dessen Korrektur bereits im Gang ist. Das Geldmengenwachstum wird dieses Jahr geringer ausfallen, als es das für 1988 gesteckte Ziel von 3% vorsieht – nach den neuesten Angaben könnte es sogar fast auf Null sinken –, ohne dass unsere Politik deswegen restriktiver geworden wäre.

Können wir auch zu Recht mit den Leistungen der schweizerischen Wirtschaft insgesamt zufrieden sein, so dürfen wir doch nicht übersehen, dass sie in einem weltweiten Umfeld bestehen muss, das sich in voller Entwicklung befindet. Insbesondere sieht sie sich mit der Verlagerung der Handelsströme, die zur Behebung der externen Ungleichgewichte nötig geworden ist, und mit den durch die Entstehung neuer Industrieländer und den europäischen Zusammenschluss veränderten Wettbewerbsbedingungen konfrontiert. Sie muss auch mit den Folgen der langfristigen Schwankungen der realen Wechselkurse fertig werden.

## **Langfristige Tendenzen der internationalen Wirtschaft**

Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs haben die Wirtschaftsstrukturen einen tiefen Wandel erlebt. Obwohl es uns noch an der nötigen Distanz fehlt, können wir bereits die wichtigsten Tendenzen dieser Veränderung erkennen, die ein Historiker vielleicht dereinst hervorheben wird. Zunächst wäre die technologische Entwicklung zu nennen. Die letzten fünfzig Jahre sind durch einen raschen und sogar beschleunigten wissenschaftlichen und technischen Fortschritt in allen Bereichen gekennzeichnet; so auf dem Gebiet des Verkehrs, des Fernmeldewesens, der Informatik und der Robotik, um nur einige zu nennen. Dieser Vorgang, der allerdings auch einige offensichtlich negative Auswirkungen auf die Lebensumstände zeigt, ermöglichte nicht nur eine Erhöhung des allgemeinen Wohlstands in den entwickelten Ländern, sondern auch das Aufkommen neuer Industriestaaten im internationalen Handel. Diese konnten sich auf die Aktivitäten spezialisieren, deren relative Wirtschaftlichkeit in den am weitesten entwickelten Staaten abnahm, während letztere ihre Ressourcen auf die Produktion immer höherstehender Waren und – hauptsächlich – Dienstleistungen konzentrieren konnten. Ohne die Geschwindigkeit des technischen Fortschritts wäre der internationale Handel sicherlich noch viel unausgeglichener, als er es jetzt ist.

Da laufend neue Produkte und Verfahren aufkommen, der Kapitalstock deswegen schnell veraltet und der Wettbewerb immer heftiger wird, zwingt dies die Unternehmen zu einer ständigen Anpassung, die ihrerseits Dynamik, Vorstellungsvermögen und Flexibilität erfordert. Genau diesen Eigenschaften steht aber das zweite bedeutende Merkmal der vergangenen Jahrzehnte entgegen: die starke und weiter wachsende Einflussnahme des Staates auf die Wirtschaft. In den OECD-Ländern ist zum Beispiel der Anteil der öffentlichen Ausgaben am Sozialprodukt zwischen 1960 und 1986 von 28% auf 41% gestiegen, was fast in allen Fällen mit einer Erhöhung der Steuern einherging, deren Last so schwer wurde, dass sie die Vermögensbildung behinderte.

Die Wirkung dieser interventionistischen Philosophie, dieses Misstrauens gegenüber den Marktmechanismen war in verschiedener Beziehung schädlich. Auf Unternehmens- und Branchenebene trugen Beschränkungen, Verbote und Subventionen dazu bei, Strukturen zu verfälschen, die natürliche Dynamik der Märkte zu blockieren und die notwendigen Anpassungen zu verlangsamen. Zwar musste diese Haltung oft vor den Angriffen der Befürworter des Wettbewerbs und des Freihandels weichen – waren doch die fünfziger und sechziger Jahre durch multilaterale Wirtschaftsverhandlungen und den allmählichen Abbau der Zollschranken gekennzeichnet – doch verschwunden ist dieser fast schon kolbertistische Reflex nie. In allzu vielen Ländern regt er sich beim geringsten Anlass, und der Staat beeilt sich dann, Unternehmen zu stützen, die nicht nur durch vorübergehende Schwierigkeiten, sondern, was noch schlimmer ist, durch einen dauerhaften Verlust ihrer Wettbewerbsfähigkeit bedroht sind. Wenn die Subventionen später nicht mehr ausreichen oder die öffentlichen Finanzen zu sehr belasten, werden Hindernisse administrativer Art oder Kontingente eingeführt. Ein klarer Beweis dafür, dass diese staatliche Bevormundung die Investitionstätigkeit und die Schaffung von Arbeitsplätzen hemmt, die sozialen Strukturen erstarren lässt und allerlei leichtsinnige Forderungen begünstigt, ist durch die Arbeitslosigkeit in Europa gegeben, die bei jeder Verlangsamung der Konjunktur neue Spitzenwerte zu erreichen scheint. Dieses Übel trifft auch für zahlreiche verschuldete Länder zu, in denen es zur Regel geworden ist, alles Mögliche über den Staat zu finanzieren, was zu den wohlbekanntem Folgen führt.

Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene hat der wachsende staatliche Einfluss folgerichtig zur Inflation und zu einer widersprüchlichen Wirtschaftspolitik geführt. Dies ist ein weiteres bedeutendes Merkmal der letzten fünfzig Jahre. Zur Inflation kam es, weil zahlreiche Zentralbanken sich gezwungen sahen, die Budgetdefizite direkt oder indirekt zu monetarisieren, zu gegensätzlichen Wirtschaftspolitiken, weil es in der Natur des Staates liegt, nationalen Zielen den Vorrang vor der internationalen Zusammenarbeit zu geben. Diese Gegensätze, die in der Nachkriegszeit noch verhältnismässig gering waren, spitzten sich an-

fangs der siebziger Jahre zu und zerstörten gewissermassen das 1944 in Bretton Woods errichtete System der festen Wechselkurse. Diese Währungsordnung hatte nämlich den Nachteil, grundsätzlich asymmetrisch zu sein, denn sie gab den Ländern, die eine Reservewährung besaßen – insbesondere den Vereinigten Staaten – die Möglichkeit, ihren Inflationsrhythmus langfristig auch den gesunden Volkswirtschaften aufzudrängen, die einen Überschuss aufwiesen. Um sich zu verteidigen, mussten letztere daher ihre Währung floaten lassen in der Hoffnung, sich so gegen die unerwünschten Einflüsse von aussen zu schützen.

Die flexiblen Wechselkurse wirkten sich zweifelsohne positiv aus, ermöglichten sie doch eine Eindämmung der Teuerung in den Ländern, die auf Preisstabilität setzten, also zum Beispiel in Japan, in Deutschland und in der Schweiz. Dieser Zeitabschnitt zeichnete sich jedoch durch grosse Wechselkursfluktuationen und hauptsächlich durch lange Phasen der Über- oder Unterbewertung der wichtigsten Währungen, insbesondere des Dollars, aus. Diese heftigen Schwankungen der realen Wechselkurse schaden Ihrerseits dem wirtschaftlichen Wachstum, weil sie sich hemmend auf die Investitionstätigkeit und die internationale Arbeitsteilung auswirkten. Dennoch konnten sie die Entstehung und Entwicklung der jetzigen internationalen Ungleichgewichte nicht verhindern. Diese Fehler sind jedoch nicht dem System selbst anzulasten, sondern sie widerspiegeln die unterschiedliche Ausrichtung der Geld- und Haushaltspolitik einzelner Länder. Als indirekter Beweis dafür mag die Stabilität des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark dienen, die sich in erster Linie durch die Übereinstimmung der makroökonomischen Politik beidseits des Rheins erklären lässt. Lange Jahre der Budgetdisziplin und ohne Inflation, unterstützt durch eine verstärkte internationale Zusammenarbeit, werden deshalb nötig sein, um das Ausmass der Wechselkursschwankungen nach und nach zu verringern und die so erreichte Stabilität in einer Ordnung zu verankern, welche die wünschenswert erscheinenden disziplinierenden Elemente enthält.

In den achtziger Jahren lebte das liberale Gedankengut wieder kraftvoll auf; man setzte sich



für den Markt ein und stellte das Dogma des stets wohlthätigen Staates in Frage. Eine sehr breite Palette von Reformen wurde eingeführt, von der Privatisierung bestimmter verstaatlichter Unternehmen über Steuersenkungen und Beschränkungen der öffentlichen Ausgaben bis zur Liberalisierung der Kapitalbewegungen. Hie und da wurde zwar übertrieben; die Deregulierung im Finanzsektor war zum Beispiel oft zu rasch oder zu unkontrolliert. Gleichzeitig wurden die Wirtschaftspolitiken besser aufeinander abgestimmt, und die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken wurde verstärkt. Wenn die Liberalisierung in geordneten Bahnen weitergeht und das Budgetgleichgewicht wiederhergestellt werden kann, wird es möglich sein, durch eine geeignete Geld- und Währungspolitik die Bedingungen für ein gesundes und inflationsfreies Wachstum zu schaffen. Doch nicht immer siegt die Vernunft. Schon sind Zeichen des Widerstands auszumachen. Der Druck zum Protektionismus bleibt bestehen, und zwar nicht nur jenseits des Atlantiks: in vielen Bereichen haben die interventionistischen Reflexe der Europäischen Gemeinschaften überlebt. Die Kraft des Faktischen – und gehe es auch nur um den technischen Fortschritt – wird jedoch schliesslich ausschlaggebend sein, denn nur genügend flexible und weltoffene Volkswirtschaften können den Lebensstandard ihrer Bevölkerung erhalten.

### **Die Schweiz und die Entwicklung der Weltwirtschaft**

Auch unsere Volkswirtschaft und unsere Institutionen sind diesen grossen Tendenzen der Weltwirtschaft gefolgt. Dies gilt zum Beispiel auch für den technischen Fortschritt. Auf diesem Gebiet ist unser Land, zumindest gesamthaft gesehen, sicherlich nicht im Rückstand, wenngleich sich unser einstmaliger Vorsprung verringert hat. Wir haben auch, obschon glücklicherweise nur in geringerem Masse, das Phänomen der staatlichen Eingriffe erlebt. Zwischen 1950 und 1986 ist der Verbrauch der öffentlichen Hand in der Tat von 20% auf 27% des Bruttoinlandprodukts gestiegen. Allerdings ist dieser Anteil seit einiger Zeit dank einer strikteren Budgetdisziplin leicht zurückgegangen. Zudem ist positiv zu vermerken, dass diese Zunahme der öffentlichen Aus-

gaben in unserem Land nicht die Form einer Dauersubventionierung von Wirtschaftszweigen angenommen hat, deren internationale Wettbewerbsfähigkeit dadurch abgenommen hat. Unter diesen Umständen bleibt die Struktur unserer Wirtschaft mit ihren diversifizierten Sektoren, in denen kleine, mittlere und grosse Unternehmen die verschiedensten Güter herstellen, grundsätzlich gesund und bereit, dem immer stärkeren internationalen Wettbewerb standzuhalten. Zur soliden Grundsubstanz unserer Wirtschaft kommt noch die Kraft, die sich aus der Beibehaltung und Verfolgung einer makroökonomischen Politik ergibt, welche ständig auf die Preisstabilität und das Gleichgewicht in den öffentlichen Finanzen abzielt.

Unsere Wirtschaft kann sich daher in gesundem Zustand den Entwicklungen stellen, die Europa im nächsten Jahrzehnt mit der Schaffung eines grossen Binnenmarktes erleben wird. Im Bereich der Güter verfügen wir über ein Freihandelsabkommen und zahlreiche technische Vereinbarungen mit der Europäischen Gemeinschaft. Im tertiären Sektor sind viele unserer Dienstleistungen – insbesondere unser Finanzplatz – seit jeher offener gegenüber dem internationalen Wettbewerb, als dies in manchen europäischen Ländern der Fall ist. Doch Schweizer Betriebe könnten sich einer ungleichen Behandlung oder der Verzerrung der Wettbewerbsverhältnisse ausgesetzt sehen; Schwierigkeiten könnten sich bei den Normen oder der Niederlassungsfreiheit ergeben. Es sind deshalb Anpassungen nötig, Verhandlungen müssen mit den Gemeinschaften geführt werden, um für beide Teile günstige Handelsbedingungen festzulegen. Dabei sollte aber nicht jene zusätzliche Stärke unserer Wirtschaft preisgegeben werden, die in der breiten geographischen Streuung unserer Exporte liegt. Waren zu Beginn des Jahrhunderts noch drei Viertel unserer Käufer Europäer, so sind es heute nur noch zwei Drittel. Das aussereuropäische Drittel hat besondere Vorteile. Kurzfristig ermöglicht es eine Milderung der schweizerischen Konjunkturschwankungen, denn die Wirtschaftszyklen der verschiedenen Kontinente stimmen untereinander nicht überein. Langfristig ist es von entscheidender Bedeutung, denn es betrifft Teile der Welt, die ein hohes Wachstumspotential und eine grosse Wettbewerbsfähigkeit aufweisen.

Mehr denn je erfordern die europäische Entwicklung und die Notwendigkeit, sich wieder einen gewissen technischen Vorsprung zu verschaffen, von der schweizerischen Wirtschaft auf allen Ebenen Reaktionsfähigkeit und Kreativität. Diesbezüglich kommt man jedoch nicht umhin, die wachsende Erstarrung unserer privaten als auch der öffentlichen Institutionen zu bedauern, in welche sich die Bürokratie allzu oft unter dem Deckmantel der Rationalisierung und Rentabilität einschleicht. Zudem verschlimmert sich die Unbeweglichkeit auf Bundesebene, wo jedes noch so kleine Projekt eine Ewigkeit benötigt oder versandet. Ist etwa die Revision des Aktienrechts nicht seit über zehn Jahren blockiert? Diese Erstarrung ist neueren Datums. In der Nachkriegszeit beispielsweise stellten die schnelle Reaktionsfähigkeit, eine gewisse administrative Leichtigkeit und eine hervorragende Zusammenarbeit zwischen öffentlichen Diensten und Privatwirtschaft eine wirksame Unterstützung für die Schweizer Unterhändler dar und ermöglichten es unserem Land, wichtige Verhandlungen über Handelsfragen sowohl im GATT als auch im Rahmen der europäischen Integration einem guten Ende zuzuführen. Zur Stunde der Uruguay-Runde, zu einer Zeit, da der Protektionismus in der ganzen Welt wieder an Bedeutung gewinnt, sollten diese Eigenschaften mehr denn je zu unserem Arsenal gehören und als wirksame Waffen eingesetzt werden.

Die relative Schwerfälligkeit der öffentlichen Verwaltung rechtfertigt einmal mehr die Unabhängigkeit, die Verfassung und Gesetz der Nationalbank gewähren. Wenn wir uns auch entschieden für mittelfristige monetäre Ziele einsetzen, so erfordert die Durchführung dieser Politik doch eine Reaktionsfähigkeit und eine Flexibilität, die eine den Zentralbehörden in stärkerem Masse unterstellte Notenbank kaum erreichen kann. Diese Unabhängigkeit ist auch insofern wichtig, als sie der Nationalbank bezüglich ihrer Geld- und Währungspolitik und ihrer internen Geschäftsführung – insbesondere der Verwaltung ihrer Währungsreserven – einen hohen Grad an Glaubwürdigkeit verleiht. Diesbezüglich haben die Verluste, die der Dollarsturz 1987 bei den Devisenbeständen bewirkt hat, wieder einmal das Thema der Bedeutung und Zusammensetzung dieser Reserven aufgeworfen. Dabei ist zu

berücksichtigen, dass die Nationalbank eine gesamtwirtschaftliche Aufgabe hat und dass ihre Politik folglich nicht nach den Kriterien beurteilt werden kann, die auf rein kommerzielle Unternehmen anzuwenden sind. In einem gewissen Masse spielt die Nationalbank für die Wirtschaft die Rolle eines Stossdämpfers, und die Veränderungen innerhalb ihrer Bilanz widerspiegeln zum grossen Teil die Schwankungen der weltweiten Wirtschaftsverhältnisse in Relation zu denen unseres Landes. Dies bedeutet, dass die Währungsreserven nur für monetäre Ziele im allgemeinen Interesse eingesetzt werden sollten, so zum Beispiel für multilaterale Aktionen zur Konsolidierung des internationalen Währungs- und Finanzsystems. Wollte man diesen Rahmen sprengen, so würde man nicht nur Geist und Buchstaben des Gesetzes verletzen; die Notenbank würde damit auch in den Kompetenzbereich anderer Behörden eindringen. Daraus könnte eine für die Tätigkeit und die Glaubwürdigkeit der Nationalbank schädliche Verwirrung der Aufgaben entstehen. Würden wir über unsere Rolle hinausgehen, hätten zudem unzählige Gesuche aus dem Gebiet der Entwicklungshilfe, der Exportrisikogarantie, der Investitionsfinanzierung und aus allen möglichen anderen Bereichen unsere Währungsreserven bald erschöpft. Letztere sind aber für unsere wirtschaftliche Stabilität unerlässlich und dienen dem allgemeinen Interesse unseres Landes deshalb besonders gut, weil sie in einem ausgewogenen Verhältnis zum Öffnungsgrad der Wirtschaft und der Bedeutung der Schweiz als Finanzplatz stehen.

Dynamik und Ausgeglichenheit, Vorstellungsvermögen und Vernunft, Flexibilität und Festigkeit sind für den allgemeinen wirtschaftlichen Wohlstand wesentliche Eigenschaften. Dieses Zusammenspiel der Gegensätze war schon immer die Stärke der Schweiz. Ein durch den Föderalismus im Gleichgewicht gehaltener Zentralstaat, eine weltoffene Neutralität und eine regsame Privatwirtschaft mit einfachen, aber wirksamen Verwaltungsstrukturen haben ein wirtschaftliches Wachstum und einen sozialen Zusammenhalt von beträchtlichem Ausmass ermöglicht. Diese Eigenschaften müssten es unserem Land auch ermöglichen, sich den neuen Bedingungen anzupassen und zugleich einen Beitrag zum Aufschwung der Weltwirtschaft zu leisten.

# Le Système Monétaire Européen: Aspects juridiques et relations avec la Suisse

Philippe Cottier\*

## 1. Aperçu général

### 1.1 Origines et buts du Système

Le traité de Rome du 25 mars 1957, par lequel fut fondée la Communauté Economique Européenne (CEE), ne contient pas de réglementation expresse quant à une éventuelle union monétaire. Cette réserve des fondateurs de la CEE est facilement explicable. D'une part, le consensus sur l'élimination des obstacles aux échanges avait déjà été fort difficile à trouver; d'autre part, le besoin d'une intégration monétaire n'était guère pressant, puisque le système des taux de change fixes issu des accords de Bretton Woods semblait garantir une stabilité suffisante. C'est pourquoi seules quelques dispositions relativement peu contraignantes concernent la balance des paiements et donc, indirectement, la valeur externe des monnaies nationales<sup>1</sup>.

Selon l'article 104, «chaque Etat membre pratique la politique économique nécessaire en vue d'assurer l'équilibre de sa balance globale des paiements et de maintenir la confiance dans sa monnaie...». L'article 105 institue un Comité monétaire, de caractère consultatif. L'élimination progressive des contrôles des changes est prévue à l'article 106. La politique en matière de taux de change est, aux termes de l'article 107, un problème d'intérêt commun. Enfin, l'article 108 prévoit un concours mutuel en ce qui concerne la balance des paiements des Etats membres.

Ces dispositions ont mis quelque temps à se réaliser concrètement. En effet, le premier stade de la CEE a été consacré essentiellement à la libéralisation des échanges industriels et à la politique agricole. Cependant, lorsque le système de Bretton Woods a commencé de donner

des signes de faiblesse, le besoin d'une collaboration plus étroite dans le domaine monétaire s'est fait sentir.

Le sommet européen de La Haye, des 1er et 2 décembre 1969, adopta l'idée d'une Union économique et monétaire. Suite à cet engagement de principe, les banques centrales des Etats membres de la CEE signèrent un accord instituant un soutien monétaire sous forme de crédits à court terme; cet accord liait le soutien monétaire à une coordination des politiques économiques<sup>2</sup>. En 1971, une décision du Conseil mit en place un mécanisme de concours financier à moyen terme<sup>3</sup>.

Après la suspension de la convertibilité-or du dollar, le 15 août 1971, les autorités monétaires des principaux pays industrialisés s'efforcèrent d'instituer un nouveau système de changes fixes. Le «Smithsonian Agreement», du 18 décembre 1971, vint établir une grille de parités

<sup>1</sup> L'article 102 A, qui mentionne expressément le Système Monétaire Européen, n'a été ajouté qu'en 1986.

<sup>2</sup> Accord du 9 février 1970 instituant entre les banques centrales des Etats membres de la CEE un système de soutien monétaire à court terme; encore en vigueur actuellement; dernière révision: 10 décembre 1985. Les banques centrales du Danemark, de l'Irlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal ont adhéré à cet accord lorsque ces Etats sont entrés dans la CEE.

<sup>3</sup> Décision du Conseil du 22 mars 1971 (71-143) portant mise en place d'un mécanisme de concours financier à moyen terme; encore en vigueur actuellement. Le Danemark, l'Irlande, le Royaume-Uni, la Grèce, l'Espagne et le Portugal ont adhéré au mécanisme lors de leur entrée dans la CEE.

Le Conseil, dans la CEE, réunit un représentant de chaque Etat membre, généralement le ministre concerné. Le Conseil peut édicter des règlements, fondés sur l'art. 235 du traité de Rome. Il faut distinguer le Conseil du Conseil Européen, qui réunit trois fois par an les chefs d'Etat et de gouvernement, les ministres des affaires étrangères et le président de la Commission (cf. Peter LUDLOW, *The Making of the European Monetary System*, Butterworths European Studies, Londres 1982, p.12ss.). La Commission européenne, quant à elle, est un organe permanent de la CEE.

\* Service juridique de la Banque nationale suisse

centrée sur le dollar; chacune des monnaies pouvait varier de 2,25% de part et d'autre de sa nouvelle parité-dollar. Mais pour la CEE, cela signifiait que les monnaies de deux pays membres pouvaient, au fil du temps, varier de 9% l'une par rapport à l'autre<sup>4</sup>.

De telles variations semblaient, à l'époque, inadmissibles. Afin de parer à cet inconvénient, les membres de la CEE ont créé, le 10 avril 1972, le «serpent»<sup>5</sup>. L'écart entre les cours de leurs monnaies ne devait pas dépasser 2,25%. La monnaie d'un pays participant pouvait donc varier de 4,5% par rapport au dollar (différence entre le cours-plancher et le cours-plafond), mais en gardant toujours un écart maximal de 2,25% par rapport aux monnaies du serpent: c'était «le serpent dans le tunnel». Toutefois les marges de fluctuation vis-à-vis du dollar s'avérèrent impossibles à respecter: le 12 mars 1973, le serpent, dont plusieurs monnaies avaient dû se retirer, «sortait du tunnel», c'est-à-dire que les monnaies concernées restaient liées les unes aux autres, mais flottaient complètement par rapport au dollar.

Bien que fondé sur des décisions prises par le Conseil, c'est-à-dire un organe de la CEE, le serpent n'est pas resté un mécanisme exclusivement communautaire: la Norvège y a participé de 1973 à 1978, la Suède de 1973 à 1977. La Suisse a failli le faire en 1975, mais s'est heurtée au veto de la France. Juridiquement, le serpent reposait essentiellement sur un accord entre banques centrales qui n'a jamais été inscrit dans le droit communautaire. Le nombre des monnaies participantes a varié; dès 1976, après la sortie du franc français, de la livre sterling et de la lire, le serpent se réduisait pratiquement à une association de monnaies rattachées au mark. C'est pendant cette période qu'a été institué le Fonds Européen de Coopération Monétaire (en abrégé: FECOM)<sup>6</sup> qui, dans l'esprit de certains de ses fondateurs, devait être l'embryon d'une banque centrale de la CEE.

En 1978, l'expérience du serpent permettait aux promoteurs de la coopération monétaire de tirer quelques leçons. D'une part, des interventions sur le marché des changes ne pouvaient stabiliser les cours à moyen terme sans une plus

grande convergence des politiques économiques. D'autre part, le mécanisme d'intervention devait être revu: il obligeait les pays à monnaie stable à intervenir lorsque celle d'un partenaire divergeait, ceci au détriment des objectifs de croissance de la masse monétaire. Enfin, il semblait impossible pour le moment d'établir un système définitif, après les vicissitudes qu'avait connues le serpent. Néanmoins, la création d'une zone de stabilité monétaire en Europe apparaissait nécessaire, vu que le flottement des monnaies n'avait pas eu les effets bénéfiques attendus, et que l'interdépendance des économies, au sein de la CEE, ne faisait que croître<sup>7</sup>.

Le Système Monétaire Européen, créé en décembre 1978<sup>8</sup>, reprend l'objectif du serpent – la stabilité monétaire en Europe – tout en essayant de tirer parti des expériences acquises. Ainsi, les monnaies faibles ont pu opter pour une marge de fluctuation plus large; les ajustements des cours de change devaient être «dédramatisés», les mesures de correction mises essentiellement à la charge des autorités dont la monnaie diverge

<sup>4</sup> Supposons deux monnaies A et B rattachées au dollar et pouvant varier de  $\pm 2,25\%$  par rapport à celui-ci. Les parités seront par exemple:

$$100 A = 1 \$ \text{ et } 100 B = 1 \$$$

Lorsque A se trouve à son cours-plancher et B à son cours-plafond, on a:

$$100 A = 0,9775 \$ = 95,550625 B$$

Mais dans l'hypothèse inverse, où A est la monnaie forte et B la monnaie faible, on a:

$$100 A = 1,0225 \$ = 104,550625 B$$

Le taux de change de B par rapport à A peut ainsi passer de

$$\begin{array}{r} 104.550625 \\ \text{à } 95.550625 \end{array}$$

donc varier de  $\frac{9.000000}{104.550625 - 95.550625}$  pour cent

<sup>5</sup> Accord entre banques centrales des pays membres de la CEE, le 10 avril 1972 à Bâle, concrétisant les décisions du Conseil de février et mars 1972.

<sup>6</sup> Règlement CEE no 907/73 du 3 avril 1973.

<sup>7</sup> Pour les six partenaires originaux de la CEE, de 1958 à 1972 (soit avant l'élargissement de la Communauté), la part du commerce intra-CEE dans le commerce extérieur total est passée de 30% à 50% (J. van YPERSELE/J.-C. KOEUNE, *Le Système Monétaire Européen*, Bruxelles 1983, page 21).

<sup>8</sup> Résolution du Conseil Européen du 5 décembre 1978 concernant l'instauration du Système Monétaire Européen et des questions connexes (ci-après: la Résolution). Sur les négociations ayant mené à l'établissement du Système, voir Peter LUDLOW, op. cit.

et une plus grande solidarité entre pays membres instituée. Une phase initiale était prévue avant l'établissement d'un système définitif<sup>9</sup>, phase qui s'est prolongée jusqu'à maintenant.

## 1.2 Principe de fonctionnement

Le Système Monétaire Européen résulte d'un compromis entre ceux qui désiraient simplement fixer des marges maximales de fluctuation entre monnaies européennes, et ceux qui souhaitaient créer une monnaie commune à laquelle seraient rattachées les monnaies nationales.

La solution choisie superpose les deux formules<sup>10</sup>. D'une part, une unité monétaire européenne, l'Ecu (abréviation pour: European Currency Unit), constitue – en théorie du moins – l'élément central du système. La valeur de l'Ecu est déterminée par un panier de monnaies participantes. Chacune de ces monnaies a un cours officiel en Ecus, appelé cours-pivot, qui peut être modifié.

D'autre part, le «mécanisme de change» (qui est en fait un mécanisme de stabilisation des changes) limite les possibilités de fluctuation des monnaies les unes par rapport aux autres. Chaque monnaie possède un cours-pivot dans toutes les autres monnaies du système, et ne peut s'en écarter que de  $\pm 2,25\%$ , ou  $\pm 6\%$  pour les Etats qui ne participaient pas au serpent en 1978 et ont opté pour cette marge plus importante<sup>11</sup> (seule l'Italie a choisi cette possibilité).

Tous les pays de la CEE sont rattachés, à un titre ou à un autre, au Système Monétaire Européen. Il existe trois types de liens:

1. participation à la création et à l'utilisation d'Ecus, ainsi qu'à des facilités de crédit;
2. inclusion de la monnaie nationale dans le panier Ecu;
3. adhésion au mécanisme de change.

Les pays pleinement membres du système (Allemagne de l'Ouest, France, Italie, Pays-Bas, Belgique, Danemark, Irlande et Luxembourg) connaissent tous les trois types de liens; le Royaume-Uni et la Grèce sont associés au sys-

tème par des liens des types 1 et 2, tandis que l'Espagne et le Portugal n'ont franchi jusqu'à présent que la première étape.

## 2. Valeur de référence

### 2.1 L'Ecu

La valeur de référence, pour les monnaies participant au mécanisme de change, est l'Ecu. L'acte formel qui l'a créé est le Règlement CEE no 3180/78 du 18 décembre 1978, modifiant l'unité de compte utilisée par le FECOM<sup>12</sup>. Ce Règlement est fondé sur l'article 235 du traité de Rome, qui autorise le Conseil à édicter les dispositions nécessaires pour l'exécution du traité. La composition de l'Ecu peut être modifiée par le Conseil, statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission, après avis du Comité monétaire et du Conseil d'administration du FECOM<sup>13</sup>.

L'Ecu est un panier de monnaies; il est constitué, depuis le 17 septembre 1984 (incorporation de la drachme), par la somme des montants suivants:

- 0,719 mark
- 0,0878 livre sterling
- 1,31 franc français
- 140 liras
- 0,256 florin
- 3,71 francs belges
- 0,14 franc luxembourgeois (identique au franc belge)
- 0,219 couronne danoise
- 0,00871 livre irlandaise
- 1,15 drachme

La valeur de l'Ecu est égale au total de tous les montants des monnaies nationales qui le compo-

<sup>9</sup> Résolution 1.4.

<sup>10</sup> *Le Système Monétaire Européen*, p. 73 In: Economie Européenne (publication de la Commission des Communautés Européennes) no 3, juillet 1979, p. 65–112.

<sup>11</sup> Résolution 3.1.

<sup>12</sup> Il existait donc avant 1978 une unité de compte européenne, composée également d'un panier de monnaies et utilisée pour comptabiliser certaines opérations au sein de la CEE.

<sup>13</sup> Règlement CEE no 3180/78, modifié par le Règlement CEE No. 2626/84, article 2.

sent. Comme ces monnaies sont susceptibles de fluctuer, l'Ecu fluctuera avec elles; il suffit qu'une seule de ses composantes varie pour que l'Ecu varie lui aussi.

## 2.2 Les cours-pivots en Ecus

Chacune des monnaies est rattachée à l'Ecu par un cours-pivot<sup>14</sup>. Ceci est valable même pour les monnaies – la livre sterling et la drachme – qui entrent dans la composition de l'Ecu mais ne participent pas au mécanisme de change; on leur a attribué un cours-pivot fictif, nécessaire pour calculer les cours-pivots des autres monnaies. Le cours-pivot exprime la valeur de référence de l'Ecu dans la monnaie concernée<sup>15</sup>.

Le décision de modifier le cours-pivot d'une ou de plusieurs monnaies requiert l'accord de tous les pays participants et de la Commission Européenne<sup>16</sup>. Les cours-pivots ont été fixés pour la première fois le 12 mars 1979, sur la base des cours de marché. Le Système a connu, surtout au début, plusieurs réajustements (un peu plus d'un par an, en moyenne), lors desquels les cours-pivots d'une ou de plusieurs monnaies ont été modifiés.

## 2.3 Les cours-pivots en monnaies nationales

Sur la base des cours-pivots en Ecus, on détermine des cours-pivots entre monnaies participant au mécanisme de change<sup>17</sup>. Pour connaître le cours d'une monnaie dans une autre monnaie, il faut donc passer par l'Ecu. Un exemple aidera à comprendre le procédé: (cours-pivots Issus du réajustement du 12.1.87)

1 Ecu = 2,05853 deutsche marks  
1 Ecu = 6,90403 francs français

on peut donc écrire

1 deutsche mark = 3,35386 francs français<sup>18</sup>  
1 franc français = 0,29816 deutsche mark<sup>19</sup>

Les monnaies ne peuvent varier que de 2,25% (ou 6% pour la lire) autour de ces cours-pivots<sup>20</sup>. Ainsi, dans notre exemple, le cours du franc

français ne peut tomber au-dessous de 0,29150 ni dépasser 0,30495 deutsche mark.

Lorsque les banques centrales font des transactions ou qu'elles évaluent leurs réserves en Ecus ou en monnaies du Système, c'est le cours du marché et non le cours-pivot qui est utilisé. Il n'existe donc pas de taux de change fixe entre banques centrales.

## 2.4 Le poids des monnaies au sein de l'Ecu

Le poids d'une monnaie dépend en premier lieu du montant pour lequel elle entre dans la composition de l'Ecu. Comme toutes les composantes participent pour des montants différents (0,719 DM, par exemple, vaut plus que 1,15 drachme), leurs poids au sein de l'Ecu seront différents. Le mark occupe de loin la place la plus importante, puisqu'il constitue environ 35% de l'Ecu, suivi par le franc français avec 19% environ. Les «petites monnaies» entrent pour une part assez faible dans la formule de l'Ecu (couronne danoise: 2,8%, livre irlandaise: 1,14%, drachme: 0,84%)<sup>21</sup>.

Mais le poids d'une monnaie varie aussi légèrement avec les taux de change; si le cours d'une

<sup>14</sup> Résolution 3.1.

<sup>15</sup> Par exemple, après le 12.1.87:  
1 Ecu = 7,85212 couronnes danoises  
1 Ecu = 6,90403 francs français

<sup>16</sup> Résolution 3.2.

<sup>17</sup> Résolution 3.1.: «cours-pivots bilatéraux».

<sup>18</sup>  $6,90403 : 2,05853 = 3,35386$

<sup>19</sup>  $2,05853 : 6,90403 = 0,29816$

<sup>20</sup> Résolution 3.1. Le chiffre de  $\pm 2,25\%$  n'est pas applicable tel quel. Supposons en effet le cours-pivot de deux monnaies: 100 A = 100 B. Lorsqu'on se trouve dans la situation où 100 A = 102,25 B, la relation inverse n'est que de 100 B = 97,79 A. Ainsi une seule des monnaies atteindrait la marge maximale, et les interventions seraient à la charge d'une seule des banques centrales (B dans notre exemple). C'est pourquoi les marges réelles sont de +2,275% et -2,225%. (Cf. Michel LELART, *Le Système Monétaire Européen: un système monétaire international aux dimensions de l'Europe?* In: Banque no. 384, mai 1979).

<sup>21</sup> On obtient le poids d'une monnaie dans l'Ecu en divisant le montant pour lequel elle participe à l'Ecu par le cours de l'Ecu. Par exemple, le 12.8.87, la monnaie française entrait pour 1,31 franc dans l'Ecu, et l'Ecu valait 6,921 francs. Poids du franc français:  $1,31 : 6,921 = 0,18927$  soit environ 18,93%.

monnaie augmente, son poids au sein de l'Ecu s'accroît; inversement, quand une monnaie s'affaiblit, son poids diminue. Par exemple:

le 11.8.87 1 Ecu = 6,918 francs français; poids du FF: 18,94%

le 12.8.87 1 Ecu = 6,921 francs français; poids du FF: 18,93%

Outre ces variations automatiques, dues aux fluctuations des taux de change, il existe une procédure qui prévoit un rééquilibrage des monnaies composant l'Ecu<sup>22</sup>:

«Les poids de monnaies entrant dans la composition de l'Ecu feront l'objet d'un réexamen et, au besoin, d'une révision dans un délai de six mois à compter de l'entrée en vigueur du système et par la suite tous les cinq ans ou, sur demande, si le poids de l'une des monnaies a varié de 25%.

Les révisions doivent être mutuellement acceptées; elles n'auront pas pour effet, en tant que telles, de modifier la valeur externe de l'Ecu. Elles seront effectuées compte tenu des critères économiques sous-jacents.»

Les partenaires du Système Monétaire Européen ont fait usage de cette possibilité le 15 septembre 1984, en incluant la drachme dans l'Ecu<sup>23</sup>.

## 2.5 L'indicateur de divergence

La marge de fluctuation entre monnaies participant au mécanisme de change est de  $\pm 2,25\%$ . Mais ceci ne signifie pas que ces monnaies puissent varier de 2,25% par rapport à l'Ecu. En effet, même si une monnaie s'écarte de 2,25% de toutes les autres, il y a une composante de l'Ecu par rapport à laquelle elle ne peut varier: elle-même. Plus donc son poids au sein du panier est grand, moins elle peut fluctuer par rapport à l'Ecu. L'*écart maximal de divergence*<sup>24</sup> est d'environ  $\pm 1,46\%$  pour le mark<sup>25</sup>,  $\pm 1,82\%$  pour le franc français et  $\pm 2,22\%$  pour la livre irlandaise.

En atteignant l'écart maximal de divergence, une monnaie a utilisé le 100% de sa marge de fluctuation

par rapport à l'Ecu. On dira donc que l'*indicateur de divergence* est de 100. Les valeurs réelles sont bien sûr toujours inférieures; le 1<sup>er</sup> février 1988, par exemple, les indicateurs de divergence se situaient entre -48 (pour le franc belge) et +31 (pour le florin)<sup>26</sup>. La création de l'indicateur était expressément prévue par le chiffre 3.5 de la Résolution et par l'article 3 de l'Accord entre banques centrales du 13 mars 1979. Son rôle est de permettre l'identification du pays qui est à l'origine des tensions, et de mettre à sa charge les interventions, comme nous allons le voir ci-dessous.

Lorsque l'indicateur de divergence affiche une valeur de 75, le *seuil de divergence* est atteint<sup>27</sup>. Le seuil de divergence correspond donc à 75% de l'écart maximal de divergence d'une monnaie par rapport à l'Ecu. Le franchissement du seuil de divergence fait naître, à la charge de la banque centrale et du gouvernement concernés, diverses obligations<sup>28</sup>:

«Lorsqu'une monnaie franchit son seuil de divergence, il en résulte une présomption que les autorités concernées corrigeront cette situation en prenant des mesures adéquates, à savoir:

- a) des interventions diversifiées;
- b) des mesures de politique monétaire intérieure;
- c) des modifications de cours-pivot;
- d) d'autres mesures de politique économique.

<sup>22</sup> Résolution 2.3.

<sup>23</sup> Règlement CEE no 2626/84. La prochaine révision, qui doit intervenir au plus tard en 1989, devrait permettre d'inclure la peseta et l'escudo.

<sup>24</sup> Dans le calcul de l'écart maximal de divergence, on ne tient pas compte des fluctuations de la lire, de la livre sterling et de la drachme supérieures à 2,25%.

<sup>25</sup> Le poids du mark dans l'Ecu étant, aux taux-pivots, de 34,9278%, le poids des autres monnaies est de 65,0722%. Seules les autres monnaies, soit 65,0722% de l'Ecu, peuvent varier de 2,25% par rapport au mark. Celui-ci ne pourra donc varier par rapport à l'Ecu que de  $2,25 \times 0,650722 = 1,4641\%$ .

<sup>26</sup> Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 5, Tabelle 14.

<sup>27</sup> Cette notion a été introduite par le chiffre 3.5. de la Résolution et l'accord entre banques centrales du 13 mars 1979, art. 3.

<sup>28</sup> Résolution 3.6.

Au cas où de telles mesures ne seraient pas prises du fait de circonstances spéciales, les raisons doivent en être données aux autres autorités, notamment au cours de la concertation entre banques centrales.»

L'indicateur de divergence ne joue actuellement pas de rôle notable, du fait que les banques centrales tendent à intervenir avant même que le seuil de divergence soit franchi<sup>29</sup>.

## 2.6 Les interventions

Le mécanisme de change prévoit deux types d'interventions:

- a) lorsqu'une monnaie s'écarte de 2,25% (ou 6% pour la lire) de son taux-pivot dans une autre monnaie, les deux banques centrales doivent intervenir<sup>30</sup>;
- b) lorsqu'une monnaie franchit son seuil de divergence par rapport à l'Ecu, des «interventions diversifiées» font partie des mesures prévues (mais non obligatoires)<sup>31</sup>; les interventions sont à la charge uniquement de la banque centrale concernée.

Lorsqu'il s'agit d'une intervention du premier type, elle doit se faire obligatoirement en monnaies de pays participants<sup>32</sup>. Pour les autres interventions, la règle est légèrement plus souple<sup>33</sup>.

Il existe un troisième type d'interventions, dites intramarginales, par lesquelles les banques centrales cherchent à influencer le cours d'une monnaie avant même qu'elle ait épuisé sa marge de fluctuation. Bien qu'elles n'aient pas été prévues à l'origine, ces interventions sont les plus fréquentes. Les banques centrales préfèrent en effet agir dès les premiers signes de déséquilibre, afin d'éviter la spéculation qui apparaît lorsqu'une monnaie atteint son point d'intervention obligatoire.

Divers mécanismes de crédit, destinés à permettre les interventions, complètent le Système Monétaire Européen:

- des possibilités de financement à très court terme (facilités de crédit sans limitation de

montant, pour trois mois et demi au plus, avec possibilité d'obtenir une prolongation au moins partielle pour trois mois; les opérations de financement prennent la forme d'achats et de ventes de monnaies communautaires au comptant, contre débits ou crédits de comptes libellés en Ecus auprès du FECOM)<sup>34</sup>. Depuis septembre 1987, l'usage du financement à très court terme pour des interventions intramarginales est admis, si la banque centrale émettant la monnaie d'intervention ne s'y oppose pas; pour les interventions intramarginales, les montants disponibles sont plafonnés;

- le soutien monétaire à court terme institué en 1970, dont nous avons déjà parlé<sup>35</sup>; avec une durée de 3 mois renouvelable deux fois, il ne se différencie guère du financement à très court terme; les quotes-parts des participants sont cependant soumises à des plafonds; les facilités de soutien sont libellées en monnaies nationales, ou en Ecus si le soutien sert à prolonger un financement à très court terme;
- le concours financier à moyen terme, également mentionné plus haut<sup>36</sup>; les crédits sont accordés par décision du Conseil et ont une durée de deux à cinq ans; libellés en Ecus, ils sont soumis à des plafonds; la mise en œuvre

<sup>29</sup> Sur l'indicateur de divergence, voir Norbert KLEINHEYER, *Der Abweichungsindikator im EWS in: Stabilität durch das EWS?*, Hans-Eckart Scharrer et Wolfgang Wessels ed., Europäische Schriften des Instituts für Europäische Politik 64, Bonn 1987, p. 331–352.

<sup>30</sup> Résolution 3.4.

<sup>31</sup> Résolution 3.6., citée plus haut.

<sup>32</sup> Résolution 3.4.

<sup>33</sup> Résolution 3.3. Dans les faits, les deux tiers des interventions ont eu lieu en dollars (Rainer MASERA, *An Increasing role for the Ecu in: Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia n° 65*, juin 1986, p. 7).

<sup>34</sup> Accord entre banques centrales du 13 mars 1979, art. 6–16. La durée du financement à très court terme a été portée, le 8 septembre 1987, de deux mois et demi à trois mois et demi; il a été également décidé, à cette occasion, de doubler le plafond auquel est soumis le renouvellement d'un crédit à très court terme.

<sup>35</sup> Accord entre banques centrales du 9 février 1970; Résolution 4.2. et 6.4.

<sup>36</sup> Décision du Conseil du 22 mars 1971 (71–143); Résolution 4.2. Selon M. Karl Otto POEHL (*Le Système Monétaire Européen: consolidation et évolution*; in: La Revue Banque, no 454, octobre 1985, p. 887), en 1985, les concours à moyen terme n'avaient pas été sollicités une seule fois depuis la naissance du Système Monétaire Européen.



définitive du Système Monétaire Européen devrait mettre fin au mécanisme.

### 2.7 Un exemple: la dévaluation de la livre irlandaise

Lors du week-end des 2 et 3 août 1986, l'Irlande a dévalué sa monnaie de 8% par rapport aux autres monnaies du Système Monétaire Européen<sup>37</sup>. Par la même occasion, le taux-pivot (fictif) de la livre sterling a également été modifié; cette décision d'ordre technique n'a pas d'effets pour la Grande-Bretagne, puisque celle-ci ne participe pas au mécanisme de change.

Pour la livre irlandaise, la dévaluation s'exprime de la manière suivante:

	avant	après
cours-pivot de l'Ecu	0,71295	0,76497
cours-pivot du franc belge	0,01631	0,01773
cours-pivot du franc français	0,10239	0,11129
etc.		

Face à la monnaie irlandaise, l'Ecu comme toutes les autres monnaies du Système ont augmenté de valeur. La progression moindre de l'Ecu (7,3%) s'explique par le fait que la livre irlandaise et la livre sterling, qui ont toutes deux été dévaluées de 8%, représentent environ 14% du panier Ecu.

Pour le franc belge, par exemple, les effets de la dévaluation apparaissent ainsi:

	avant	après
cours-pivot de l'Ecu	43,6761	43,1139
cours-pivot de la livre irlandaise	61,26058	56,3598
cours-pivot du franc français	6,27278	6,27278
etc.		

Vis-à-vis du franc belge, l'Ecu a diminué de 1,3%, vu la dévaluation de deux de ses composantes, la livre irlandaise et la livre sterling. La livre irlandaise est dévaluée de 8%. En revanche, le franc français, par rapport au franc belge, n'a pas bougé; il en va de même pour le mark, la lire, le florin etc.

### 3. Création d'Ecus et rôle de l'or

L'Ecu a, dans le Système Monétaire Européen, un quadruple rôle<sup>38</sup>:

- dénominateur dans le mécanisme de change (c'est-à-dire qu'il sert à calculer les taux-pivots);
- base pour l'établissement d'un indicateur de divergence;
- dénominateur pour les opérations entrant dans le cadre tant du mécanisme d'intervention que du mécanisme de crédit (le soutien que s'accordent les banques centrales est comptabilisé en Ecus);
- moyen de règlement entre les autorités monétaires de la Communauté européenne<sup>39</sup>.

De ces fonctions, seule la quatrième suppose la création d'Ecus. Les Ecus sont créés exclusivement par le FECOM (Fonds Européen de Coopération Monétaire, Europäischer Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit, European Monetary Cooperation Fund)<sup>40</sup>, qui joue en quel-

<sup>37</sup> Dans le Système Monétaire Européen, les ajustements de cours-pivots nécessitent un accord mutuel (Résolution 3.2.). En l'occurrence, l'accord s'est fait non pas lors d'une réunion des ministres des finances ou des gouverneurs des banques centrales, mais par des consultations téléphoniques avec les partenaires du Système, les vendredi et samedi précédant la dévaluation.

<sup>38</sup> Les Ecus dits «privés» ne font pas partie du Système. Par Ecus privés, on entend l'emploi de l'Ecu comme unité de compte dans des transactions financières: emprunts libellés en Ecus, comptes bancaires, chèques, chèques de voyage, etc. La création d'Ecus privés, qui a connu un fort accroissement ces dernières années, est le fait de la volonté des acteurs du marché financier, et n'est pas soumise à une limite quantitative ni à une autorité centrale. Seules des réglementations nationales restreignent l'usage des Ecus privés. L'Allemagne fédérale, par exemple, n'a pendant longtemps pas autorisé les banques à ouvrir des comptes en Ecus.

Comme l'Ecu n'a pas d'existence physique, le règlement d'une dette libellée en Ecus aura toujours lieu, en fin de compte, dans une monnaie nationale. De plus, les Ecus détenus par des particuliers n'ont pas cours légal, ce qui signifie qu'un créancier n'est pas obligé d'accepter un paiement en Ecus – contrairement à la monnaie nationale. Pour ces raisons, l'Ecu privé ne peut être considéré comme une monnaie. Nous aurions tendance à penser que ces Ecus sont une dette indexée (Cf. Beat KLEINER, *Internationales Devisen-Schuldrecht: Fremdwährungs-, Euro- und Rechnungseinheitsschulden*, Zürich 1985, p. 56-60).

<sup>39</sup> Résolution 2.2.

que sorte le rôle d'un institut d'émission pour le Système Monétaire Européen. Le FECOM n'est autorisé à fournir des Ecus qu'aux banques centrales de la CEE.

La création d'Ecus a lieu sous forme de crédits croisés à trois mois – c'est-à-dire de swaps – renouvelables. Les banques centrales (y compris la Banque d'Angleterre, la Banque de Grèce, la Banque d'Espagne et la Banque du Portugal) apportent de l'or et des dollars au FECOM qui les crédite d'un montant correspondant en Ecus<sup>41</sup>.

Les swaps ont une durée de trois mois; s'ils ne sont pas renouvelés, l'opération doit être inversée. C'est ce qui aurait dû se passer deux ans après la mise en route du Système: la création d'Ecus sous forme de swaps n'était prévue que pour une phase transitoire<sup>42</sup>. Comme il n'a pas été possible de trouver un accord sur la «phase institutionnelle»<sup>43</sup>, et qu'il n'était pas non plus question de mettre fin à l'expérience, cette solution provisoire s'est prolongée jusqu'à maintenant, les swaps ayant été régulièrement renouvelés.

Les banques centrales des pays participant au mécanisme de change ont l'obligation de conclure ces swaps: elles doivent mettre à la disposition du FECOM 20% de leurs réserves en or et 20% de leurs réserves en dollars<sup>44</sup>; pour les autres banques centrales de la CEE, cette opération n'est que facultative<sup>45</sup>. Outre cette création automatique d'Ecus, il existe une possibilité de se procurer une tranche supplémentaire: une banque centrale qui voudrait rembourser en Ecus un financement à très court terme<sup>46</sup> pourra s'adresser «éventuellement» au FECOM; dans ce cas, «l'acquisition d'Ecus s'effectuera contre l'apport d'un pourcentage égal des avoirs en or et en dollars détenus par cette banque centrale»<sup>47</sup>.

La quantité d'Ecus créés par ce mécanisme varie<sup>48</sup> en fonction de plusieurs facteurs:

- les réserves d'or et surtout de dollars des banques centrales ne sont pas constantes; c'est pourquoi le montant des apports obligatoires, qui représente 20% de ces réserves, est susceptible de fluctuer;

- les cours de l'or et du dollar ne sont pas stables;
- une banque centrale peut demander une tranche supplémentaire d'Ecus.

La couverture des Ecus est de 100% au début de chaque période de swaps. Elle dépend ensuite des cours de l'or et du dollar. Vu l'importante augmentation du prix de l'or depuis 1979, celui-ci constitue la plus grande partie de la couverture<sup>49</sup>.

<sup>40</sup> Résolution 3.8. et Accord entre banques centrales du 13 mars 1979, art. 17. L'administration du FECOM est assurée par la Banque des Règlements Internationaux à Bâle.

<sup>41</sup> La forme du swap a été choisie pour éviter les problèmes juridiques liés à la propriété des réserves nationales (J. van YPERSELE/J.-C. KOEUNE, *Le Système Monétaire Européen*, Bruxelles 1983, pages 50-51).

L'or et les dollars sont évalués de la manière suivante:

- «pour l'or, la moyenne des cours, convertis en Ecus, notés chaque jour aux deux fixings de Londres pendant les six mois de calendrier écoulés, sans excéder la moyenne des deux cours de fixings notés l'avant-dernier jour ouvrable de la période,
- pour le dollar, le cours de marché deux jours ouvrables avant la date de valeur.» (Accord entre banques centrales du 13 mars 1979, art. 17.4).

<sup>42</sup> Accord 20.1.

<sup>43</sup> Qui était prévue au point 1.4. de la Résolution.

<sup>44</sup> Résolution 3.8. et Accord entre banques centrales du 13 mars 1979 art. 17.1.

<sup>45</sup> Résolution 3.8.

<sup>46</sup> Sur le financement à très court terme, voir les chapitres 2.6. et 4.4. de cette étude. Le financement à très court terme est comptabilisé en Ecus (article 7 de l'Accord entre banques centrales du 13 mars 1979); il peut être souhaitable que la banque centrale bénéficiaire du soutien ne doive pas rembourser dans une monnaie forte.

<sup>47</sup> Accord 16.3.

<sup>48</sup> Quelques données sur la création d'Ecus:

	apports d'or (millions d'onces)	apports de dollars (milliards)	cours de l'or (Ecu/onçe)	cours du \$ (en Ecus)	quantité d'Ecus en cir- culation (mia)
avril					
1979	80,7	13,4	165	0,75	23,3
1980	85,6	14,4	370	0,77	42,8
1981	85,7	14,2	440	0,84	49,7
1982	85,7	10,5	327	1,00	38,6
1983	85,7	10,5	452	1,07	50,0
1984	85,7	10,8	452	1,17	51,4
1985	85,7	9,0	449	1,40	51,1
1986	86,5	11,2	373	1,09	44,6

Source: H. Ungerer, O. Evans, T. Mayer, P. Young, *The European Monetary System: Recent Developments*, IMF Occasional Paper 48, Washington 1986, p. 30.

Ni les banques centrales étrangères à la CEE, ni a fortiori des particuliers, ne peuvent s'adresser au FECOM pour obtenir des Ecus. Il existe néanmoins une possibilité, pour ces banques centrales ou pour des institutions monétaires internationales, de se procurer des Ecus: demander au FECOM de leur accorder le statut de «Tiers détenteur», qui donne le droit d'acquérir temporairement des Ecus d'une banque centrale de la CEE ou d'un autre Tiers détenteur<sup>50</sup>.

#### 4. Utilisation et convertibilité de l'Ecu

Nous distinguons cinq possibilités d'utiliser les Ecus. Il va de soi que ces solutions n'ont pas toutes la même importance pratique.

##### 4.1 Achat de monnaies et autres actifs monétaires

Les banques centrales de la CEE, et les Tiers détenteurs, peuvent se céder mutuellement des Ecus contre des dollars, des monnaies de la CEE, des droits de tirage spéciaux ou de l'or<sup>51</sup>. Mais ces transferts provoquent automatiquement une discordance entre le nombre d'Ecus qu'un institut détient et le montant qu'il est censé rembourser à l'échéance du swap qui a permis la création des Ecus. On parle de banque centrale accumulatrice nette pour celle qui détient un surplus d'Ecus, et d'utilisatrice nette dans le cas inverse<sup>52</sup>. Pour rembourser, les banques utilisatrices nettes doivent racheter les Ecus manquants aux banques accumulatrices nettes, soit contre la monnaie de ces dernières, soit en cédant des actifs de réserve<sup>53</sup>, soit selon d'autres modalités convenues entre les parties<sup>54</sup>.

##### 4.2 Dénouement d'un swap

Les fondateurs du Système ont voulu que les banques centrales gardent la faculté d'utiliser les dollars qu'elles ont dû fournir au FECOM en échange d'Ecus: «une banque centrale peut se procurer des dollars contre Ecus auprès du FECOM entre deux ajustements périodiques, d'abord par dénouement d'une opération de crédits croisés»<sup>55</sup>.

#### 4.3 Mécanisme de mobilisation

Le mécanisme dit «de mobilisation» n'a été mis en place qu'en 1985<sup>56</sup>. Ce mécanisme comporte deux phases:

- La banque centrale mobilisatrice peut convertir, à concurrence d'un certain plafond, ses Ecus contre des dollars; ce n'est pas le FECOM, mais les autres banques centrales du Système qui doivent fournir les dollars demandés, proportionnellement aux montants en dollars qu'elles ont déposés auprès du FECOM; seules «des circonstances exceptionnelles» leur permettent de ne pas participer à l'opération<sup>57</sup>.
- Ces dollars peuvent être convertis immédiatement, pour tout ou partie, dans la monnaie d'une banque centrale participante, sous réserve de l'accord de celle-ci; la demande est satisfaite par la banque centrale émettrice de la monnaie demandée, à laquelle peuvent se joindre d'autres banques centrales volontaires.

Les opérations prennent la forme de crédits croisés à trois mois<sup>58</sup>, renouvelables une fois, qui peuvent être dénoués en tout ou partie avant leur échéance, si la banque centrale mobilisatrice en fait la demande<sup>59</sup>. Ces opérations sont rémunérées.

<sup>49</sup> En janvier 1984, l'or constituait 80% de la couverture de l'Ecu. Cf. Paul FABRA, *L'Ecu est-il une monnaie?* in: *Le Monde* du 20 mars 1984, et Franz SCHOLL, *Praktische Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem* in: *Probleme der Währungspolitik, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Neue Folge* Nr. 120, Berlin 1981, p. 167-171.

<sup>50</sup> Règlement CEE no.3066/85 et Décision no.18/85 du 12.11.1985 du Conseil d'administration du FECOM, établissant les modalités de l'acquisition, de la détention et de l'utilisation des Ecus par des Tiers détenteurs. La Banque des Règlements Internationaux a obtenu le statut de Tiers détenteur (Rainer MASERA, op.cit. p. 10).

<sup>51</sup> Accord 18.2.

<sup>52</sup> Accord 20.2.

<sup>53</sup> Selon Paul FABRA (*L'Ecu est-il une monnaie?* in: *Le Monde* du 20 mars 1984), les pays débiteurs ont pu s'arranger, jusqu'en 1984 en tout cas, pour que le transfert d'Ecus n'implique pas un transfert d'or.

<sup>54</sup> Accord 20.3.

<sup>55</sup> Accord 18.3.

<sup>56</sup> Accord 18<sup>bis</sup>.

<sup>57</sup> Accord 18<sup>bis</sup>.2.

<sup>58</sup> Accord 18<sup>bis</sup>.4.

<sup>59</sup> Accord 18<sup>bis</sup>.6.

#### 4.4 Règlement d'un financement à très court terme

Le financement à très court terme, introduit avec le Système Monétaire Européen, et dont nous avons parlé au chapitre 2.6, permet à une banque centrale d'obtenir de ses consœurs des crédits libellés en Ecus. Dans ce cas, l'Ecu fonctionne comme unité de compte, mais aussi partiellement comme moyen de règlement pour le remboursement de ces crédits. En principe, la banque centrale bénéficiaire doit rembourser dans la monnaie du créancier. Cependant, si cela n'est pas possible, le règlement s'effectuera totalement ou partiellement en Ecus. L'obligation d'accepter le règlement en Ecus est automatique pour les 50% de la créance; pour les 50% restants, la banque centrale créancière ne peut refuser que si cela créerait un déséquilibre dans la composition de ses réserves de change ou qu'il en résulterait une position débitrice ou créditrice (en Ecus) excessive<sup>60</sup>. L'Ecu a ainsi partiellement cours légal parmi les participants au Système Monétaire Européen.

#### 4.5 Refus de renouveler les swaps

Le mécanisme de création des Ecus (swaps à trois mois) donne toujours aux banques centrales la possibilité, tous les trimestres, de ne pas renouveler les swaps et de convertir leurs Ecus contre l'or et les dollars qu'elles ont apportés au FÉCOM. Une telle attitude signifierait, bien entendu, le retrait du Système.

### 5. Quelques problèmes juridiques

#### 5.1 La question de la base légale

Le Système Monétaire Européen repose-t-il sur une base légale suffisante, en d'autres termes les pays participants sont-ils tenus par le droit international de respecter leurs engagements, ou fonctionne-t-il depuis neuf ans avec pour seuls fondements des déclarations d'intention, dont les obligations sont plus politiques que juridiques<sup>61</sup>?

Pour l'Ecu lui-même, la question de la base

légale ne se pose pas. Le règlement qui l'a créé<sup>62</sup> et celui qui a fixé les conditions de son utilisation<sup>63</sup> ont été arrêtés par le Conseil en vertu du pouvoir réglementaire que lui accorde l'article 235 du traité de Rome. Ces règlements sont obligatoires dans tous leurs éléments et directement applicables dans tout Etat membre<sup>64</sup>.

Mais la situation est plus complexe en ce qui concerne le mécanisme de change et le financement à très court terme. C'est une résolution du Conseil Européen du 5 décembre 1978 qui a institué le Système Monétaire Européen. Or, en droit communautaire, une résolution n'est pas considérée comme un texte ayant force obligatoire<sup>65</sup>. Le seul texte contraignant pour les participants est l'Accord entre banques centrales du 13 mars 1979, qui règle les modalités de fonctionnement du Système. Ainsi le Système Monétaire Européen, bien qu'étant une des principales réalisations de la CEE, n'a paradoxalement pas d'existence dans la législation communautaire.

<sup>60</sup> Accord 16.1, modifié le 10 juin 1985 et le 8 septembre 1987.

<sup>61</sup> Concernant la compatibilité du Système Monétaire Européen avec le traité de Rome, voir Martin SEIDEL, *Das Europäische Währungssystem – Rechtliche Grundlage und Ausgestaltung* in: *Europarecht* 1979 no. 1 p. 13–29; Hans KRAEMER, *Die zweite Stufe des EWS in rechtlicher Sicht – Grenzen des Pragmatismus* in: *das Europäische Währungssystem*, Europäische Schriften des Instituts für Europäische Politik Band 60, Bonn 1983, p. 443–465; Martin SEIDEL, *Das EWS in Gemeinschaftsrecht – Pflichten und Rechte der Mitgliedstaaten*, ibidem p. 467–494; Hermann BURGARD, *Währungsrecht und Währungspolitik in der EG* in: *Integration und Kooperation im Europäischen Währungswesen*, Hugo HAHN ed., Baden-Baden 1980, p. 41–62; Jean-Victor LOUIS, *Aspects juridiques et Institutionnels de l'intégration monétaire* in: *The European Monetary System: Towards More Convergence and Closer Integration*, Paul VAN DEN BEMPT ed., publication de l'European Policy Study Group, Louvain 1987, p. 51–63.

<sup>62</sup> Règlement CEE no 3180/78.

<sup>63</sup> Règlement CEE no 3181/78.

<sup>64</sup> Règlement no 3180 art. 3; Règlement no 3181 art. 4.

<sup>65</sup> Cf. Jean-Victor LOUIS, *Some Aspects of Contemporary Monetary Law*, exposé fait lors d'une réunion du Comité de droit monétaire international de l'International Law Association, p. 5. M. LOUIS est d'avis que certaines dispositions au moins de la Résolution (réexamen de la composition de l'ECU, accord mutuel pour des réajustements de cours-pivots) lient les signataires au point de vue du droit international.

L'Acte unique européen, qui a modifié le traité de Rome en 1986, mentionne certes, à l'article 102A, le Système Monétaire Européen. Mais il ne s'agit que d'une référence faite aux «expériences acquises grâce à la coopération dans le cadre du Système Monétaire Européen.» Ce texte ne fournit certainement pas une base légale suffisamment explicite pour l'intégration du Système au droit communautaire. La réserve des législateurs s'explique d'ailleurs aisément, puisque tous les membres de la Communauté ne participent pas au mécanisme de change<sup>66</sup>.

La quasi-absence de base légale permet d'éluider le problème épineux de la souveraineté monétaire. En adhérant au mécanisme de change, les participants ont délégué largement à des organes communautaires la compétence de fixer la valeur externe de leur monnaie. Mais l'apparence de souveraineté est préservée, puisque seul un accord entre banques centrales, facilement dénonçable, les lie.

## 5.2 L'institutionnalisation du Système Monétaire Européen

Institutionnaliser le Système, cela signifierait précisément corriger la situation décrite au chapitre précédent, en créant une base légale claire dans le droit communautaire. La Résolution du 5 décembre 1978 prévoyait l'établissement, par des actes législatifs tant au niveau communautaire qu'au niveau national, d'un système définitif, au plus tard deux ans après la mise en place du Système. Un Fonds monétaire européen devait être créé et l'Ecu utilisé sans restriction comme avoir de réserve et instrument de règlement<sup>67</sup>. En outre, la marge de fluctuation de 6% dont bénéficie l'Italie devrait être réduite<sup>68</sup>.

L'institutionnalisation, qui n'a pas eu lieu jusqu'à présent, se heurte à deux sortes d'obstacles. D'une part, quatre pays de la CEE ne participent pour l'instant pas au mécanisme de change; seuls donc les accords de crédit pourraient passer dans la législation communautaire sans créer de problème. Il faudrait, en institutionnalisant le mécanisme de change, prévoir la possibilité de ne pas y participer; il est compréhensible que la CEE ne veuille pas inscrire dans les textes le

droit de rester à l'écart d'un élément important de la construction européenne. D'autre part, il peut paraître risqué, ou peu utile, d'intégrer dans le droit un système monétaire dont beaucoup pensent encore qu'il n'a pas fait la démonstration de sa solidité.

Une solution «minimale», institutionnalisant le Système par voie de règlements serait aussi envisageable; elle aurait l'avantage de la souplesse. En vertu de l'article 235 du traité de Rome, le Conseil peut édicter des règlements, dans la mesure où ils sont nécessaires à la réalisation d'un des buts du traité, et que celui-ci n'en attribue pas la compétence à une autre autorité. Il faudrait donc qu'une disposition du traité de Rome prévoie l'intégration monétaire des pays signataires. Aucune ne le fait expressément, et il est probable que les articles 102A à 109 ne forment pas une base suffisante<sup>69</sup>. On pourrait également reprocher à cette situation de régler par de simples dispositions d'exécution l'ordre monétaire de toute la Communauté.

## 5.3 Introduction de pièces de monnaie et de billets de banque libellés en Ecus

Le Conseil Européen des 25 et 26 juin 1984 a décidé d'examiner la possibilité d'émettre des pièces de monnaie et des billets de banque libellés en Ecus. Le FECOM serait chargé de cette tâche<sup>70</sup>. Mais pour l'instant, aucune institution communautaire n'a procédé à une émission.

En revanche, la Belgique a frappé des monnaies de 5 et 50 Ecus, qui ont cours légal en Belgi-

<sup>66</sup> En revanche, l'Ecu peut exister en droit communautaire (applicable aussi aux non-participants au mécanisme de change), puisque les Règlements CEE 3180 et 3181/78 n'introduisent pas d'obligation nouvelle pour les pays membres. L'Ecu est venu remplacer une unité de compte européenne qui existait déjà dès 1973 (Statuts du FECOM, art. 5, arrêtés par Règlement CEE no 907/73).

<sup>67</sup> Résolution 1.4.

<sup>68</sup> Résolution 3.1.

<sup>69</sup> Voir les études de SEIDEL et KRAEMER, note 61.

<sup>70</sup> Cf. Helmut SCHMIDT, *The European Monetary System: proposals for further progress in: Ecu-Yen, Europe and Japan for a more stable International economic and monetary system*, Imi-Montedison, Rome 1985, p. 150-152.

que<sup>71</sup>. Il s'agit cependant de pièces commémoratives en argent et en or, émises en nombre restreint à l'occasion du 30<sup>e</sup> anniversaire du traité de Rome, et vendues à un prix nettement supérieur à leur valeur faciale. Il est peu probable que ces monnaies circulent.

L'émission d'Ecus destinés au public pose notamment des problèmes quant à l'institut chargé de l'émission (FECOM ou banque centrale nationale), au cours légal (dans toute la CEE, ou seulement chez les participants au mécanisme de change, ou encore uniquement dans le pays qui émet) et au rapport entre l'Ecu et les monnaies nationales (application d'un taux de change fixe ou non)<sup>72</sup>.

#### **5.4 Rôle de l'Ecu dans la CEE**

L'Ecu est de plus en plus utilisé comme unité de compte au sein de la CEE. Depuis 1981, le budget général des Communautés européennes est établi en Ecus<sup>73</sup>; la Commission veut développer l'emploi de l'Ecu dans les subventions; la Banque européenne d'investissement l'utilise assez largement; un éventuel concours financier à moyen terme devrait être libellé en Ecus. Les membres de la CEE qui ne participent pas au mécanisme de change ont voix au chapitre lorsque le Conseil, dont ils sont membres, fixe par règlement la composition de l'Ecu. Mais, en même temps, ils ne peuvent pas se prononcer lors de la fixation des taux-pivots. Ainsi, des décisions concernant le montant de leurs droits et obligations leur échappent dans une certaine mesure.

#### **5.5 Compatibilité du Système Monétaire Européen avec les législations nationales ou des accords internationaux**

A notre connaissance, aucun des participants au Système Monétaire Européen n'a modifié sa législation monétaire de manière à introduire un lien entre sa monnaie et l'Ecu. Des pays comme la Belgique, par exemple, connaissent encore un rattachement nominal de leur monnaie à l'or. Les révisions ou projets de révision de la législation monétaire préfèrent, plutôt que de se référer

expressément au Système Monétaire Européen, confier au gouvernement ou à la banque centrale, par une disposition très générale, la compétence de mener la politique monétaire<sup>74</sup>.

Les Statuts du Fonds Monétaire International, révisés en 1976<sup>75</sup>, autorisent chaque Etat membre à adopter les dispositions de change suivantes:

1. soit définir la valeur externe de sa monnaie par une relation fixe avec le droit de tirage spécial ou tout autre étalon, à l'exclusion de l'or;
2. soit conclure des arrangements par lesquels les membres lient la valeur de leur monnaie à celle d'une ou de plusieurs monnaies d'autres membres;
3. soit adopter d'autres dispositions de change (p. ex., laisser flotter sa monnaie).

Le chiffre 1 a pour but d'interdire aux membres de lier leur monnaie à l'or. Le chiffre 2 a été introduit pour donner une autorisation explicite au système du «serpent» alors en vigueur; il est également applicable au Système Monétaire Européen<sup>76</sup>. Les fondateurs du Système ont d'ailleurs déclaré expressément vouloir rester en accord avec les Statuts du Fonds Monétaire International<sup>77</sup>. Ce respect un peu trop fortement affirmé cache une autre réalité, à savoir que la nouvelle monnaie créée, l'Ecu, est très largement couverte par de l'or, ce qui est en contradiction sinon avec la lettre, du moins avec l'esprit de la révision des Statuts du Fonds Monétaire International, dont un des buts était précisément la démonétisation de l'or.

<sup>71</sup> Arrêté royal relatif à la frappe de pièces de monnaie libellées en Ecus, du 25 février 1987.

<sup>72</sup> Sur l'émission de pièces et billets libellés en Ecus, voir l'exposé de M. Norbert KLOTEN, reproduit dans Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 20.1.1988.

<sup>73</sup> Règlement financier CEE/CECA/Euratom no 80/1176.

<sup>74</sup> Par exemple en Belgique, l'avant-projet de loi relatif au statut monétaire: «Dans le respect des obligations internationales liant la Belgique, le Roi arrête les dispositions de change applicables au franc belge.» (art. 2)

<sup>75</sup> Art. IV section 2b.

<sup>76</sup> Cf. Joseph GOLD, *Legal and Institutional Aspects of the International Monetary System: Selected Essays*, Washington 1984, vol. II p. 143.

<sup>77</sup> Résolution 5.3.

## 6. Les rapports entre la Suisse et le Système Monétaire Européen

### 6.1 Participation éventuelle?

Au termes de l'article 5.2 de la Résolution, «les pays européens ayant des liens économiques et financiers particulièrement étroits avec les Communautés européennes peuvent participer au mécanisme de change et d'intervention». Parmi les pays visés se trouve, bien entendu, la Suisse. Sa participation (comme celle de la Suède, la Norvège ou l'Autriche p. ex.) supposerait la défense de cours-pivots vis-à-vis des monnaies participant au mécanisme de change et, éventuellement, la possibilité de bénéficier du financement à très court terme ainsi que l'obligation d'acheter des Ecus contre 20% des réserves en or et en dollars de la Banque nationale; lors des réajustements, elle aurait voix au chapitre pour la fixation des nouveaux cours-pivots. En revanche, le franc suisse ne ferait pas partie du panier Ecu, puisque l'Ecu est une création du Conseil de la CEE, qui ne peut concerner que des monnaies communautaires. L'écart maximal de divergence du franc suisse vis-à-vis de l'Ecu serait alors de 2,25%.

On peut se demander s'il est avantageux pour un pays de s'agréger au Système à de telles conditions; aucun ne l'a fait jusqu'à présent. En particulier le fait d'être rattaché à l'Ecu sans participer à sa composition semble peu compatible avec l'idée même qui est à la base du Système. En Suisse, dans les années 1978-79, un groupe de travail a étudié soigneusement la possibilité d'une participation de notre pays au mécanisme de change. Il est arrivé à la conclusion qu'un tel engagement, outre les problèmes politiques qu'il posait, n'était pas nécessaire. C'est pourquoi la Suisse a proposé un arrangement-cadre très souple en vue d'une collaboration entre les banques centrales des pays participants au Système et la Banque nationale<sup>78</sup>. Le projet n'ayant rencontré qu'un intérêt poli, la Banque nationale n'a pas insisté. Ainsi, il n'existe pour l'instant aucun texte réglant les rapports entre le Système Monétaire Européen et notre pays<sup>79</sup>.

Un nouveau groupe de travail, qui réunissait des représentants de la Confédération et de la Ban-

que nationale, a fait récemment le point des relations de la Suisse avec le Système. Si la décision de ne pas participer au mécanisme de change n'a pas été remise en question, le groupe a cependant reconnu l'importance du Système pour notre pays ainsi que la nécessité d'en suivre attentivement les développements et d'améliorer la coopération en matière de cours de change.

Il serait également pensable que la Banque nationale acquière le statut de tiers détenteur d'Ecus. La base légale est la même que pour l'acquisition de droits de tirage spéciaux: l'article 14 ch. 14 de la loi sur la Banque nationale autorise celle-ci à acheter et vendre des moyens de paiement internationaux, donc aussi des Ecus officiels créés par le FECOM. Du moment que la Suisse n'assume pas de nouvelles obligations (la BNS ne serait pas contrainte d'accepter des Ecus), une approbation du Conseil fédéral ou de l'Assemblée fédérale n'est pas nécessaire.

### 6.2 Les relations entre le franc suisse et les monnaies du Système

Si, dans les textes, il n'y a pas de relation entre la Suisse et le Système Monétaire Européen, la situation est plus complexe dans les faits. La politique monétaire de notre pays et l'évolution du taux de change du franc montrent une assez

<sup>78</sup> Selon ce projet, la BNS aurait pu effectuer des interventions dans les monnaies du Système Monétaire Européen, contre francs suisses, et les banques centrales des pays participants au Système Monétaire Européen auraient pu intervenir en francs suisses, contre des monnaies du Système. Les modalités des interventions (consultations réciproques, information des autres banques centrales, comptabilisation, rémunération et règlement des soldes des interventions) auraient été fixées dans des conventions bilatérales entre la BNS et les banques centrales intéressées.

Le principal intérêt de cet accord, pour la Suisse, résidait dans la possibilité d'utiliser d'autres monnaies que le dollar pour ses interventions. En raison de la libéralisation des mouvements de capitaux et du développement des euro-marchés en différentes devises, cette possibilité a perdu de son attrait.

<sup>79</sup> Sur les relations entre la Suisse et le Système Monétaire Européen, voir Urs PLAVEC, *Die Entwicklung des Europäischen Währungssystems: Möglichkeiten und Konsequenzen einer Assoziierung der Schweiz*, thèse St-Gall 1982.

large convergence avec les participants au mécanisme de change, en particulier l'Allemagne fédérale.

La Banque nationale suisse s'est fixé pour objectif, depuis 1979, de contrôler la croissance de la monnaie centrale; cet objectif a priorité sur des considérations relatives au taux de change. A première vue, cela semble donc exclure une collaboration avec le Système Monétaire Européen qui a précisément pour but de stabiliser les taux de change. Il existe cependant d'importants points de convergence:

- la politique monétaire suisse est semblable à celle du principal partenaire du Système, l'Allemagne fédérale; en conséquence, le danger d'une fluctuation du franc vis-à-vis des monnaies participant au Système est réduit;
- la Banque nationale a fréquemment participé à des interventions concertées sur les marchés des changes.

Cette convergence est cruciale, parce qu'une hausse trop marquée du franc suisse vis-à-vis des monnaies de nos principaux partenaires commerciaux poserait des problèmes à notre économie. La relation entre le franc et le mark, en particulier, est importante, parce que l'Allemagne fédérale est à la fois notre plus gros client et notre principal concurrent. Rappelons qu'en 1978, la Banque nationale s'est trouvée contrainte d'intervenir pour maintenir le cours de la monnaie allemande au-dessus de 80 centimes; l'influence des taux d'intérêt sur la relation franc-mark est également un élément qui retient l'attention de la Banque nationale. C'est pourquoi la Suisse, si elle ne participe pas au Système Monétaire Européen, suit une stratégie conforme à ses principes généraux.

Ceci se reflète dans les taux de change. Le tableau ci-dessous donne les variations en %, par rapport à l'année précédente, de quelques monnaies face au franc suisse<sup>80</sup>:

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
DM	+ 1,59	- 5,75	- 3,74	- 1,62	+ 0,37	+ 0,96	- 0,74	+ 0,21
schilling autr.	+ 4,10	- 4,81	- 3,50	- 1,70	+ 0,39	+ 1,02	- 0,78	+ 0,16
florin néerl.	+ 1,72	- 6,63	- 3,45	- 3,12	- 0,52	+ 0,92	- 0,76	+ 0,33
franc belge	+ 1,01	- 7,67	-16,00	- 7,48	- 1,12	+ 1,60	- 2,70	- 0,72
couronne dan.	- 6,03	- 7,21	-11,73	- 5,66	- 1,19	+ 2,06	- 4,12	- 1,82
couronne norv.	+ 3,17	+ 1,00	- 8,01	- 8,65	+ 0,14	- 1,05	-14,68	- 8,94
punt lrl.	+ 0,86	- 8,16	- 8,85	- 9,25	- 2,67	+ 1,97	- 7,33	- 7,89
franc français	+ 1,44	- 8,69	-14,68	-10,64	- 2,55	+ 1,58	- 5,13	- 4,32
lire ital.	- 2,16	-11,54	-13,42	- 7,74	- 3,23	- 4,01	- 6,19	- 4,16
couronne suéd.	+ 2,02	- 1,62	-16,65	-15,68	+ 3,75	+ 0,28	-11,50	- 6,72
£ sterling	+10,49	+ 1,77	-10,60	-10,23	- 1,66	+ 0,79	-16,49	- 7,40
\$ canad.	+ 0,87	+14,35	+ 0,52	+ 3,51	+ 6,35	- 0,82	-28,15	-12,93
yen	- 2,62	+19,91	- 8,52	+ 8,46	+11,76	+ 4,04	+ 3,79	- 3,37
peseta esp.	- 5,66	- 8,90	-13,21	-20,68	- 0,45	- 1,39	-11,04	- 5,67
\$ US	+ 0,66	+17,32	+ 3,46	+ 3,29	+11,86	+ 4,42	-26,75	-17,03
escudo port.	- 1,51	- 4,63	-20,00	-25,14	-16,31	-10,49	-16,37	-11,91

<sup>80</sup> Cours nominaux pris en moyennes annuelles. La plupart des données de base sont tirées du Bulletin mensuel de la BNS, tableau 13.



Les monnaies qui fluctuent le moins par rapport au franc suisse sont le mark, le schilling et le florin. Le tableau confirme ainsi que la convergence des politiques monétaires suisse et allemande se reflète dans une remarquable stabilité des cours de change. Que le schilling, qui ne fait pas partie du Système Monétaire Européen, évolue de la même manière que le mark n'est pas pour surprendre, puisque la banque centrale autrichienne lie expressément sa monnaie au DM. On remarque également que les autres monnaies participant au mécanisme de change varient moins, vis-à-vis du franc suisse, que celles de non-participants (couronne norvégienne exceptée, mais celle-ci est également fortement dépendante du DM; elle a d'ailleurs fait partie du serpent de 1972 à 1978).

Pour les membres du Système Monétaire Européen, le franc suisse est également une des monnaies les plus stables. Il faut cependant faire une remarque: entre membres du mécanisme de change, les fluctuations atteignent en moyenne de 3 à 5% par an, soit sensiblement moins que les 5 à 7% qu'affiche le franc suisse vis-à-vis des francs français et belge, de la livre irlandaise, de la couronne danoise et de la lire. Bien que notre monnaie entretienne une relation étroite avec le mark, il n'est donc pas tout à fait exact de dire qu'elle appartient de facto au Système Monétaire Européen.

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

Anfang Juni 1988 gewährten die Währungsbehörden der USA gemeinsam mit den Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe und Österreichs Jugoslawien einen Überbrückungskredit von 250 Mio Dollar. Der Kredit dient zur Deckung des unmittelbaren Liquiditätsbedarfs, bis die zwischen Jugoslawien und dem IWF in einem Beistandsabkommen vereinbarten Kreditfazilitäten verfügbar werden. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage über 10 Mio Dollar an jenen Teil des Überbrückungskredits, der über die BIZ gewährt wurde. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert. Die Rückzahlung des Überbrückungskredits erfolgt spätestens am 30. November 1988.

Am 1. Juni 1988 beschloss der Bundesrat zudem, sich an der Währungshilfe-Aktion von fünf europäischen Staaten zugunsten Jugoslawiens im Gesamtbetrag von 200 Mio Dollar mit dem Gegenwert von 13 Mio Dollar in Schweizerfranken zu beteiligen. Die Rückzahlung dieses Darlehens der Eidgenossenschaft ist spätestens auf 31. Januar 1989 vorgesehen

Au début du mois de juin 1988, les autorités monétaires des Etats-Unis ainsi que les banques centrales des pays du Groupe des Dix et de l'Autriche ont accordé un crédit relais de 250 millions de dollars à la Yougoslavie. Ce crédit est destiné à couvrir des besoins immédiats de liquidités jusqu'au moment où la Yougoslavie pourra tirer sur les crédits prévus dans l'accord de confirmation passé avec le Fonds monétaire international (FMI). La Banque nationale suisse a fourni une promesse de substitution de 10 millions de dollars pour la part du crédit qui a été octroyée par la Banque des Règlements Internationaux (BRI). La participation de la Banque nationale est garantie par la Confédération. Le crédit relais devra être remboursé au plus tard le 30 novembre 1988.

Le 1er juin 1988, le Conseil fédéral a décidé en outre de participer, à concurrence de la contre-valeur en francs suisses de 13 millions de dollars, à une aide monétaire de 200 millions de dollars mise sur pied, avec quatre autres pays européens, en faveur de la Yougoslavie. Le remboursement du prêt accordé par la Confédération est prévu pour le 31 janvier 1989 au plus tard.