

SNB  
BNS+

---

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 2  
Juni/juin 1986**

**4. Jahrgang/4eme année**

---



## Inhalt/ Table des matières

---

Übersicht	65
Sommaire/Sommario	66
Abstracts	68
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	69
Situation économique et monétaire	90
<hr/>	
Assemblée générale:	
Exposé de Pierre Languetin	111
Pierre Languetin:	
Generalversammlungsreferat	117
<hr/>	
Philippe Cottler:	
La reproduction de billets de banque suisses	123
<hr/>	
Christoph Menzel:	
Die privaten Konsumausgaben in der Schweiz – eine empirische Untersuchung	130
<hr/>	
Revision der Baukreditstatistik	135
Modification de la statistique des crédits de construction	135
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	137
Chronique monétaire	137

---



## Übersicht

### **Wirtschafts- und Währungslage (S. 69–89)**

Im ersten Quartal setzte sich der Konjunkturaufschwung in den Industrieländern fort. Während der private Konsum in Europa sowie Japan den Export als wichtigste Konjunkturstütze ablöste, zeichnete sich in den Vereinigten Staaten eine leichte Belebung der Exporttätigkeit ab. Begünstigt durch den Rückgang der Erdölpreise sank die durchschnittliche Jahresteuersatzrate im OECD-Raum auf 3,1% im März.

In der Schweiz schwächte sich das Exportwachstum ebenfalls ab. Dank einer kräftigen Binnennachfrage dürfte jedoch das reale Bruttoinlandsprodukt im gleichen Rhythmus wie in den Vorquartalen zugenommen haben. Die Zahl der Beschäftigten stieg weiter, und die Arbeitslosenquote bildete sich zurück.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge entwickelte sich im ersten Quartal 1986 zielkonform. Am Geldmarkt kam der Rückgang der Zinssätze Mitte Februar zum Stillstand, und am Devisenmarkt wertete sich der Schweizer Franken ähnlich wie die übrigen wichtigen Währungen gegenüber dem Dollar auf.

### **Generalversammlungsreferat (S. 117–122)**

Der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Pierre Languetin, wies in seinem Referat an der Generalversammlung der SNB auf den Wandel in der Wirtschaftspolitik der Industrieländer seit Anfang der achtziger Jahre hin. Die Hinwendung zu Budgetdisziplin, Inflationsbekämpfung sowie Förderung der Privatinitiative habe sich positiv auf das weltwirtschaftliche Wachstum ausgewirkt. Es habe sich insbesondere gezeigt, dass die Bekämpfung der Inflation nicht zu einer dauerhaften Rezession führe. Im Hinblick auf die internationale Verschuldung betonte Präsident Languetin die Notwendigkeit einer liberalen Aussenhandelspolitik in den Industrieländern sowie die Bedeutung der Struktur- und Anpassung in den verschuldeten Ländern. Bezüglich der Wirtschaftslage in der Schweiz hob Pierre Languetin das kräftige Wirtschaftswach-

tum sowie die mässige Teuerung hervor. Trotz des deutlichen Rückgangs der Inflationsrate bleibe die Teuerungsbekämpfung indessen eine Daueraufgabe der Nationalbank.

### **Die Abbildung schweizerischer Banknoten (S. 123–129)**

Die Abbildung von Banknoten ist gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Art. 327 des Strafgesetzbuches ahndet, wer Banknoten nachahmt, so dass die Gefahr einer Verwechslung mit wirklichen Banknoten herbeigeführt wird. Da sich diese Bestimmung in der Praxis als wenig wirksam erwiesen hat, stützt sich die SNB zur Verhinderung von Abbildungen, die zu betrügerischen Zwecken missbraucht werden könnten, auf das Urheberrecht. Die Abbildung von Notengeld erfordert deshalb die Zustimmung der Nationalbank. Aufgrund rechtlicher Überlegungen ist die Bewilligungspraxis in jüngster Zeit jedoch gelockert worden.

### **Die privaten Konsumausgaben in der Schweiz (S. 130–134)**

In diesem Beitrag werden anhand des Habit-Persistence-Ansatzes die Konsumausgaben pro Kopf der Bevölkerung zwischen 1952 und 1983 geschätzt. Aus statistischen Gründen – rasche Verfügbarkeit der Daten – wurde das Bruttoinlandsprodukt als Einkommensvariable verwendet. Zusätzlich wurden die Geldmenge  $M_3$  als Vermögensvariable, die Rendite der Bundesobligationen sowie die Inflationsrate eingeführt. Es zeigte sich, dass die Konsumenten relativ stark auf einen unerwarteten Anstieg der Inflation reagieren. Das Modell liefert ferner brauchbare kurzfristige Konsumprognosen.

### **Revision der Baukreditstatistik (S. 135–136)**

Auf Seite 135 wird der Stand der bewilligten und der beanspruchten Baukredite von Januar 1976 bis Juni 1985 ausgewiesen. Seit Juni 1985 werden diese beiden Reihen anstelle der neubewilligten Baukredite erhoben.

## Sommaire

---

### **Situation économique et monétaire (p. 90–110)**

Au premier trimestre, l'expansion économique a continué dans les pays industrialisés. En Europe et au Japon, la consommation privée a pris le relais des exportations, en tant que principal élément moteur de la conjoncture, alors qu'une légère accélération des exportations se dessinait aux Etats-Unis. Du fait notamment de la baisse des prix pétroliers, le taux annuel moyen de renchérissement a fléchi à 3,1%, en mars, dans la zone de l'OCDE.

La croissance des exportations a faibli en Suisse également. Grâce à la vigueur de la demande intérieure, le produit intérieur brut réel s'est accru probablement au même rythme que les trimestres précédents. L'emploi a continué d'augmenter, et le taux de chômage a diminué.

Au premier trimestre, la monnaie centrale ajustée a évolué conformément à l'objectif. La baisse des taux d'intérêt a pris fin sur le marché monétaire. Comme les principales autres monnaies, le franc suisse s'est revalorisé face au dollar.

### **Assemblée générale (p. 111–116)**

Dans son exposé devant l'Assemblée générale des actionnaires de l'institut d'émission, M. Pierre Languetin, président de la Direction générale de la BNS, a rappelé la profonde modification des politiques économiques qui a eu lieu à la fin des années soixante-dix. Mettant l'accent sur la discipline budgétaire, sur la lutte contre l'inflation et sur l'initiative privée, les politiques économiques ont eu des effets positifs sur la croissance mondiale. La période a montré que la lutte contre l'inflation ne mène pas à une récession durable. A propos de l'endettement international, M. Languetin a souligné la nécessité de parvenir à une plus grande ouverture des marchés du monde industrialisé et à des adaptations de structures dans les pays endettés. Quant à l'économie suisse, elle se caractérise par une croissance vigoureuse et un renchérissement modéré. Bien que le taux d'inflation ait diminué

nettement, la lutte contre le renchérissement reste une tâche permanente de la BNS.

### **La reproduction de billets de banque suisses (p. 123–129)**

La reproduction de billets de banque est restreinte par la loi. L'article 327 du Code pénal punit celui qui contrefait ou imite des billets de banque de telle manière qu'un danger de confusion existe. Comme cette disposition s'est révélée insuffisante dans la pratique, la BNS se base sur le droit d'auteur pour éviter des reproductions qui pourraient servir à commettre des escroqueries. C'est pourquoi la reproduction nécessite l'assentiment de la BNS. Pour des raisons juridiques, la BNS a assoupli récemment sa pratique en matière d'autorisation.

### **Les dépenses des consommateurs en Suisse (p. 130–134)**

Dans cet article, les dépenses de consommation en biens et services par tête, entre 1952 et 1983, sont estimées à l'aide de l'«habit persistence hypothesis». Pour des raisons statistiques, le produit intérieur brut a été utilisé comme variable mesurant le revenu. En outre, la masse monétaire  $M_3$  – variable mesurant la richesse –, le rendement des obligations fédérales et le taux d'inflation ont été introduits dans le modèle. Celui-ci montre que les consommateurs réagissent assez fortement aux hausses inattendues de l'inflation. Il permet également d'établir des prévisions à court terme.

### **Modification de la statistique des crédits de construction (p. 135–136)**

Les données sur les crédits de construction (limites ouvertes et montants utilisés), pour la période de janvier 1976 à juin 1985, sont publiées à la page 135. Depuis le mois de juin 1985, des données sont recueillies pour cette statistique qui remplace la statistique des nouveaux crédits de construction (tableau 52 du Bulletin mensuel.)

## Sommario

### **Situazione economica e monetaria (p. 69–110)**

Nel primo trimestre è continuata l'espansione economica nei paesi industrializzati. In Europa e in Giappone il consumo privato si è sostituito alle esportazioni quale elemento motore principale della congiuntura, mentre negli Stati Uniti si è manifestata una leggera ripresa delle esportazioni. In seguito specialmente alla diminuzione dei prezzi petroliferi, il tasso annuale medio di rincaro nei paesi dell'OCSE si è abbassato in marzo al 3,1%.

La crescita delle esportazioni è diminuita anche in Svizzera. Grazie al vigore della domanda interna il prodotto interno lordo reale si è accresciuto probabilmente allo stesso ritmo che nei trimestri precedenti. L'impiego è ulteriormente aumentato e il tasso di disoccupazione è diminuito.

Nel primo trimestre l'evoluzione della base monetaria epurata è rimasta conforme all'obiettivo fissato. La diminuzione dei tassi di interesse sul mercato monetario si è arrestata. Il franco svizzero, così come le altre principali monete, si è apprezzato nei confronti del dollaro.

### **Assemblea generale (p. 111–122)**

Nel suo discorso all'Assemblea generale degli azionisti dell'istituto di emissione, Pierre Languetin, presidente della direzione generale della BNS, ha ricordato il profondo mutamento verificatosi nelle politiche economiche alla fine degli anni settanta. Mettendo l'accento sulla disciplina budgetaria, sulla lotta contro l'inflazione e sull'iniziativa privata, le politiche economiche hanno avuto effetti positivi sulla crescita mondiale. L'esperienza effettuata ha dimostrato in particolare che la lotta contro l'inflazione non porta necessariamente ad una depressione durevole. A proposito dell'indebitamento internazionale, Pierre Languetin ha sottolineato la necessità di una maggiore apertura dei mercati dei paesi industrializzati e di un adeguamento strutturale nei paesi indebitati. Per quel che concerne la

Svizzera, la crescita economica è vigorosa ed il rincaro moderato. Benché il tasso di inflazione sia diminuito fortemente, la lotta contro il rincaro rimane un compito permanente per la BNS.

### **La riproduzione di biglietti di banca svizzeri (p. 123–129)**

La riproduzione di biglietti di banca è limitata per legge. L'articolo 327 del Codice penale punisce chiunque effettui una contraffazione o imiti dei biglietti di banca in maniera tale che possa derivarne un pericolo di confusione. Siccome questa disposizione si è rivelata insufficiente, la BNS si basa sul diritto d'autore al fine di evitare delle riproduzioni che possano essere utilizzate a scopi illeciti. È per questo motivo che ogni riproduzione necessita del consenso della BNS. Per ragioni giuridiche la BNS ha recentemente allentato la pratica in materia di autorizzazione.

### **La spesa dei consumatori in Svizzera (p. 130–134)**

In questo articolo vengono stimate, con l'aiuto dell'«habit persistence hypothesis», le spese pro capite di consumo in beni e servizi per il periodo 1952–1983. Per ragioni statistiche il prodotto interno lordo è usato come variabile misurante il reddito. Inoltre sono stati introdotti nel modello la massa monetaria  $M_3$  – variabile misurante la ricchezza –, il rendimento delle obbligazioni della Confederazione e il tasso di inflazione. Questo modello mostra che i consumatori reagiscono in maniera assai pronunciata agli aumenti di inflazione non anticipati. Esso permette pure di formulare delle previsioni a corto termine.

### **Revisione della statistica dei crediti di costruzione (p. 135–136)**

I dati sui crediti di costruzione (limiti aperti e montanti utilizzati) per il periodo da gennaio 1976 a giugno 1985 sono pubblicati a pagina 135. A partire dal mese di giugno 1985 sono raccolti dei dati per questa statistica che rimpiazza la statistica dei nuovi crediti di costruzione (tabella 52 del bollettino mensile).

## Abstracts

---

### **Economic and monetary developments (pp. 69–110)**

The cyclical upswing in the industrialized countries continued during the first quarter of 1986. While private consumption took the place of exports as the major pillar of the economic recovery both in Europe and in Japan, a slight pickup in exports became discernible in the United States. Owing in part to the decline in oil prices the average annual inflation rate in the OECD countries dropped to 3.1% in March.

Switzerland likewise saw a slowdown in the expansion of its exports. However, given the vigorous domestic demand real GDP is likely to have increased at the same pace as in the previous quarters. Employment levels continued to rise, with jobless figures receding.

The adjusted monetary base kept within the target range in the first quarter of the year. On the money market the slide in interest rates came to a halt in mid-February and on the foreign exchange market the Swiss franc appreciated vis-à-vis the US dollar, as did the other major currencies.

### **Report to Annual General Meeting (pp. 111–122)**

In his remarks to the Annual General Meeting of the Swiss National Bank the Chairman of the Governing Board, Pierre Languetin, referred to the changes which the economic policies of the industrialized countries had undergone since the beginning of the eighties. Thus the increased attention being paid to budgetary discipline and the fight against inflation, and also to encouraging private initiative has exerted a positive influence on world economic growth. In particular, it has become clear that anti-inflationary measures do not lead to a permanent recession. In view of the international debt situation Mr Languetin emphasized the need for industrialized countries to implement liberal foreign trade policies, as well as the importance of structural adjustments in the indebted countries. As regards the economic situation in Switzerland, Pierre Languetin drew

particular attention to the brisk pace of economic growth and the moderate inflation rate; although the latter had fallen off markedly, combating inflation remains a constant task of the National Bank.

### **Reproduction of Swiss bank notes (pp. 123–129)**

The reproduction of bank notes is subject to legal restrictions. Art. 327 of the Penal Code makes it a punishable offence to copy bank notes in such a way that they may be confused with real bank notes. Since the practical application of this regulation has proved fairly ineffective the Swiss National Bank bases on copyright law in prohibiting reproductions that may be abused for fraudulent purposes. The approval of the National Bank is thus required for the reproduction of bank notes. However, legal considerations have recently led to a relaxation in the practice of authorizing reproductions.

### **Private consumer spending in Switzerland (pp. 130–134)**

In this contribution consumer spending per head of the population between 1952 and 1983 is assessed based on the habit-persistence approach. For statistical reasons – easy availability of data – the gross domestic product was taken as an income variable. Additional factors that were introduced are money supply  $M_3$  as a property variable, the yield on federal bonds and the inflation rate. It is shown that consumers react relatively strongly to an unexpected surge in inflation. The model also provides useful short-term consumption forecasts.

### **Revision of building loan statistics (pp. 135–136)**

On page 135 the historical data on the volumes of authorized and of utilized building loans (January 1976 to June 1985) is listed. Since June 1985 these two sets of statistics have been published instead of the newly authorized building credits.



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage\*  
für die Sitzung des Bankrats vom 6. Juni 1986

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

### 1. Überblick

#### Konjunkturentwicklung

Die sinkenden Erdölpreise sowie der Rückgang der Zinssätze gaben dem Konjunkturaufschwung in den OECD-Ländern im ersten Quartal 1986 neue Impulse. Das Wirtschaftswachstum setzte sich in den grossen Industrieländern fort, und die Wachstumsprognosen für das Jahr 1986 wurden in vielen Ländern nach oben revidiert. Die OECD rechnet für das laufende Jahr mit einem durchschnittlichen Anstieg des realen Bruttosozialprodukts im OECD-Raum von 3¼%, nachdem Ende 1985 ein Zuwachs von 2¾% prognostiziert worden war.

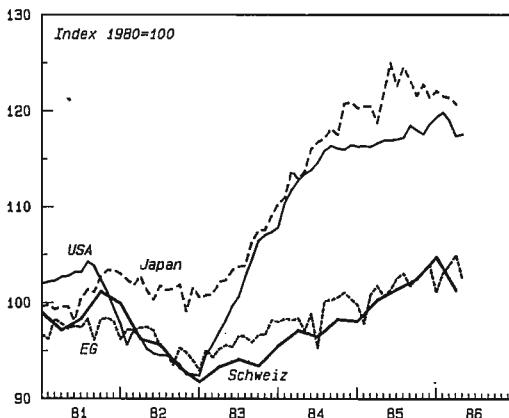
In Europa und Japan lösten der private Konsum und die Investitionen den Export als wichtigste Konjunkturstütze ab. In den Vereinigten Staaten zeigten sich demgegenüber die ersten positiven Auswirkungen des tieferen Dollarkurses auf den Aussenhandel. Dank höherer Exporte und geringerer Importe von Gütern und Dienstleistungen bildete sich der stark negative Aussenbeitrag, der im Jahr 1985 massgeblich zur Verlangsamung des amerikanischen Wirtschaftswachstums beigetragen hatte, zurück.

Der Anstieg der Beschäftigung blieb in den meisten grossen Industrieländern hinter der Zunahme der erwerbsfähigen Bevölkerung zurück. In einer Reihe von Ländern, darunter Italien, Grossbritannien und den Vereinigten Staaten, stieg die Arbeitslosenquote im ersten Quartal.

Begünstigt durch den Preiszerfall beim Erdöl und

\* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1986 bekannt wurden.

## Grafik 1: Industrieproduktion



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

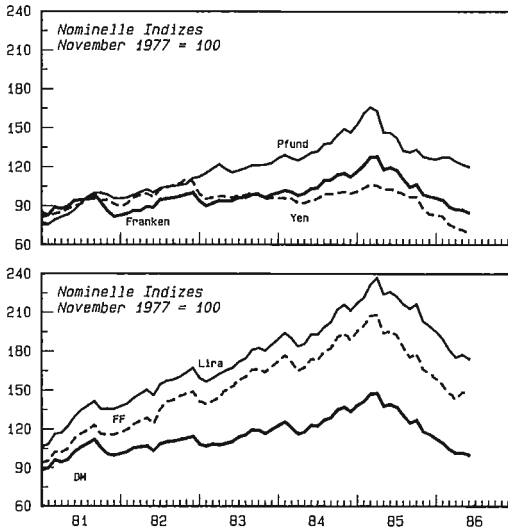
den anhaltenden Rückgang der Rohstoffpreise bildeten sich die durchschnittlichen Konsumentenpreise in der OECD-Ländern im Februar und März gegenüber dem Vormonat zurück. Die Jahresteuersatzrate sank in der OECD von 4,3% im Januar auf 3,1% im März.

#### Wirtschaftspolitik

Infolge einer expansiveren Geldpolitik in den grossen Industrieländern – die Geldaggregate lagen fast überall über den Zielwerten – bildeten sich die Zinssätze im OECD-Raum zurück. Der Zinsrückgang wurde durch die koordinierte Senkung des Diskontsatzes in den Vereinigten Staaten, Japan und der Bundesrepublik Deutschland unterstützt.

Die im März 1986 neu gewählte französische Regierung hob eine Reihe von Devisenkontrollvorschriften auf und stellte Steuersenkungen in Aussicht. Sie folgte damit dem Beispiel der Bundesrepublik Deutschland und Grossbritanniens, die bereits im laufenden Jahr die Einkommens-

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



steuersätze herabgesetzt hatten. Trotz Bestrebungen, die fiskalische Belastung der Haushalte und Unternehmen zu vermindern, wird dem Abbau des Staatsdefizits in den europäischen Staaten jedoch nach wie vor Priorität eingeräumt.

### Devisenmarkt

Die Tendenz zur Tieferbewertung des amerikanischen Dollars setzte sich im Laufe der Monate Februar bis Mai fort. Innerhalb von drei Monaten sank der Kurs des Dollars gegenüber dem Yen um 16%. Etwas weniger stark wertete sich der Dollar gegenüber der D-Mark, dem französischen Franken, dem britischen Pfund und der italienische Lira ab. Der nominelle und reale handelsgewichtete Aussenwert des Dollars lag im ersten Quartal um 18% unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Am 6. April wurden die Paritäten im Europäischen Währungssystem (EWS) im Rahmen der neunten Leitkursanpassung neu festgelegt. Die D-Mark und der holländische Gulden wurden um je 3%, der belgische Franken sowie die dänische Krone um je 1% aufgewertet. Während der französische Franken um 3% abgewertet wurde, blieben die

Paritäten der italienischen Lira sowie des irischen Pfundes unverändert. Das Realignment wurde mit der seit der letzten umfassenden Leitkursanpassung im Frühling 1983 akkumulierten Inflationsdifferenz von 10% zwischen Frankreich und der Bundesrepublik Deutschland sowie dem anhaltenden französischen Handelsbilanzdefizit gegenüber den EG-Staaten, insbesondere der BRD, begründet.

### Internationale Währungsbeziehungen und Verschuldung

An der Ministertagung der Zehnergruppe vom 8. April sowie am Treffen des Interims-Komitees des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom 9. und 10. April standen zwei Themen, nämlich die Verwirklichung der Baker-Initiative sowie die Vorschläge zur Verbesserung des internationalen Währungssystems, im Vordergrund.

Die im Oktober 1985 lancierte Baker-Initiative erhielt in den letzten Monaten seitens der Gläubigerbanken – darunter auch der Schweizer Grossbanken –, des IWF und der Weltbank sowie verschiedener regionaler Entwicklungsbanken grundsätzlich Unterstützung. Die fünfzehn vom amerikanischen Schatzamt angesprochenen Schuldnerländer stehen der Initiative allerdings nach wie vor mit Vorbehalten gegenüber. Aufgrund der Baker-Initiative wurde denn auch bis jetzt noch keine Kreditvereinbarung zwischen einer Gläubigerbank und einem Schuldnerland ausgehandelt, so dass die Bewährungsprobe für die Baker-Initiative noch bevorsteht.

Den zweiten Schwerpunkt der Diskussion bildeten die verschiedenen Vorschläge zur Änderung des internationalen Währungssystems. Als Diskussionsgrundlage dienten Berichte der Zehnergruppe und der Gruppe der 24 Entwicklungsländer über die Reform des internationalen Währungssystems. Die Teilnehmer sprachen sich grundsätzlich für ein System flexibler Wechselkurse aus, betonten aber gleichzeitig die Notwendigkeit, stabilere Verhältnisse an den Devisenmärkten zu schaffen. Während Frankreich, Italien, Belgien sowie die Mehrzahl der Entwicklungsländer dies durch die Einführung von Zielzonen erreichen möchten, streben die Vereinig-

ten Staaten, die Bundesrepublik Deutschland, Grossbritannien, Japan und die Schweiz in erster Linie eine bessere gegenseitige Abstimmung – gegebenenfalls ergänzt durch konzertierte Devisenmarktinterventionen – an. Die Notwendigkeit vermehrter Zusammenarbeit auf wirtschaftspolitischem Gebiet wurde am Wirtschaftsgipfel der sieben grossen Industrieländer vom 4.–6. Mai 1986 in Tokio bekräftigt.

## 2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### Vereinigte Staaten

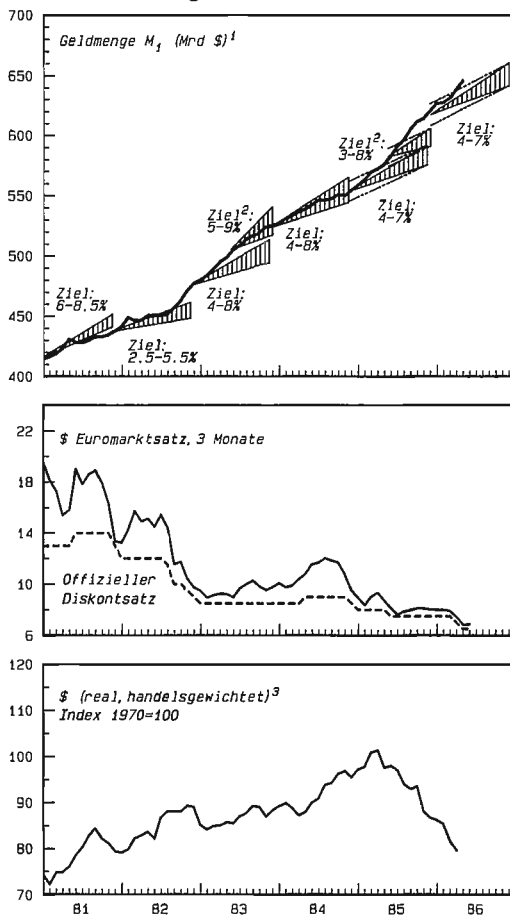
Dank einer anhaltend starken Binnennachfrage, geringerer Importe und höherer Exporte beschleunigte sich das Wachstum des *realen Bruttozialprodukts* in den Vereinigten Staaten. Nachdem es im letzten Vierteljahr 1985 lediglich mit einer Jahresrate von 0,7% zugenommen hatte, stieg es gemäss provisorischen Angaben im ersten Quartal 1986 um 3,7%. Eine wichtige Konjunkturstütze bildete dabei der private Konsum, der nach der Stagnation im vierten Quartal mit einer Jahresrate von rund 4% wuchs. Während auch von den öffentlichen Ausgaben und vom Lageraufbau positive Impulse ausgingen, sanken sowohl die Ausrüstungs- als auch die gewerblichen Bauinvestitionen. Die geringere Investitionstätigkeit der Unternehmen wurde indes teilweise durch höhere Wohnbauinvestitionen wettgemacht.

Im ersten Quartal betrug das nominelle Handelsbilanzdefizit 43,5 Mrd. Dollar, gegenüber 31,3 Mrd. Dollar im ersten Vierteljahr 1985. Die nominellen Exporte, welche im Vergleich zur Vorperiode leicht zunahmen, lagen um 4% tiefer, die nominellen Importe um 11% höher als vor Jahresfrist.

Das Wachstum der Beschäftigung verlangsamte sich im ersten Quartal. Teilweise bedingt durch die wirtschaftlichen Schwierigkeiten im Erdölbereich nahm die Zahl der Arbeitsplätze im Industriesektor ab. Die Arbeitslosenquote kletterte von 6,6% im Januar auf 7% im April.

Nachdem die Jahresteuerrate gegen Ende

**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

1985 sowie im Januar etwas angestiegen war, bildete sie sich in der Folge wieder zurück; im April lagen die Konsumentenpreise um 1,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Die Geldmenge  $M_1$  lag im ersten Quartal über dem vom *Federal Reserve Board* festgelegten Zieltrichter von 4–7%, aber innerhalb des Zielkorridors. Die weitergefassten Geldmengenaggregate  $M_2$  und  $M_3$  bewegten sich dagegen am unteren Rande bzw. innerhalb des Zielbandes

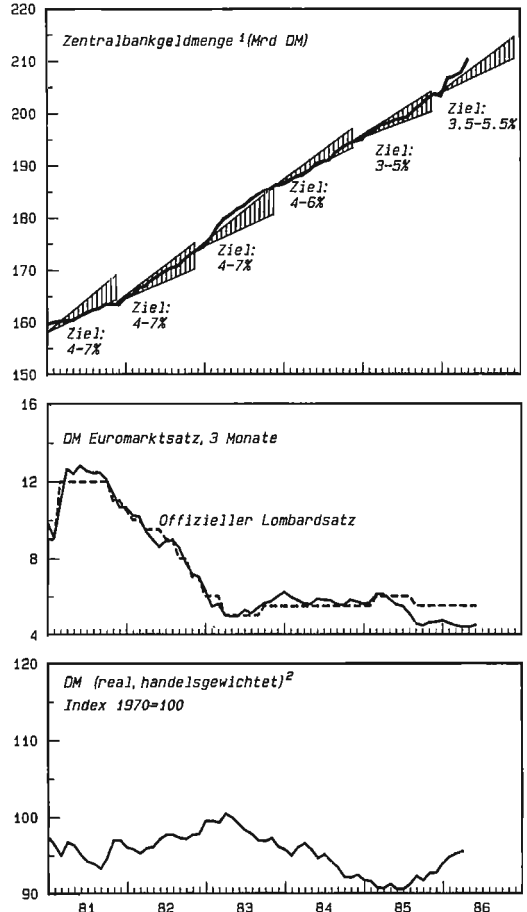
von 6–9%. Das im Vergleich zu den übrigen Geldaggregaten raschere Wachstum von  $M_1$  ist teilweise auf zinsbedingte Umschichtungen zurückzuführen. Nachdem sich die langfristigen Zinssätze bereits seit Oktober 1985 stark zurückgebildet hatten, fielen Anfang März – nach einer mehrmonatigen Stagnationsphase – auch die kurzfristigen Sätze. Die amerikanische Zentralbank unterstützte den sinkenden Zinstrend durch die zweimalige Herabsetzung des offiziellen Diskontsatzes von 7½% auf 6½%. Anfang Mai lag die Verzinsung der dreimonatigen Eurodollardepots mit 6¼% rund einen Prozentpunkt tiefer als zu Jahresbeginn.

### Bundesrepublik Deutschland

Die Konjunkturerholung in der Bundesrepublik Deutschland setzte sich im ersten Quartal fort. Infolge der markanten Verlangsamung des Exportwachstums schwächte sich jedoch der Zuwachs des *realen Bruttosozialproduktes* ab. Nach ersten Schätzungen lag es im ersten Quartal um rund 2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Zahl der Beschäftigten nahm weiter zu, doch war der Zuwachs an Arbeitsplätzen zu gering, um die Arbeitslosenquote nennenswert zu senken. Im April lag sie bei 9%. Im Laufe des Jahres wird mit einer spürbaren Erstarkung der Binnennachfrage gerechnet, wobei sich der private Konsum zur wichtigsten Konjunkturstütze entwickeln dürfte. Stimulierend wirken nicht nur die Anfang Jahr in Kraft getretenen Steuererleichterungen, sondern auch die durch den Rückgang der Erdölpreise gesteigerte Kaufkraft der privaten Haushalte. Positive Impulse werden weiterhin von den Ausrüstungsinvestitionen sowie in zunehmendem Masse von den gewerblich-industriellen Bauinvestitionen erwartet. Insgesamt rechnen die führenden Konjunkturforschungsinstitute für das Jahr 1985 mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums von 2,4% im Jahre 1985 auf 3,5% im Jahre 1986.

Im ersten Quartal stagnierten die wertmässigen Ausfuhren auf dem entsprechenden Vorjahresniveau, nachdem sie im Jahre 1985 um mehr als 10% zugenommen hatten. Da jedoch gleichzeitig die nominalen Importe infolge der tieferen Importpreise sanken, vergrösserte sich der Han-

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

delsbilanzüberschuss stark. Mit 22,2 Mrd. D-Mark war er fast doppelt so hoch wie vor Jahresfrist. Bei einem annähernd stabilen Defizit bei den unsichtbaren Transaktionen wuchs der Überschuss der Leistungsbilanz im ersten Quartal 1986 auf 19 Mrd. D-Mark.

Dank tieferer Erdölpreise sowie der Höherbewertung der D-Mark schwächten sich die Teuerungsimpulse im ersten Quartal weiter ab. Da die Konsumentenpreise in den Monaten Februar und März gegenüber dem Vormonat sogar leicht sanken, fiel die Jahresteuerrate von 1,3% im

Januar auf nur mehr 0,1% im März; im April lagen die Konsumentenpreise sogar um 0,2% unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

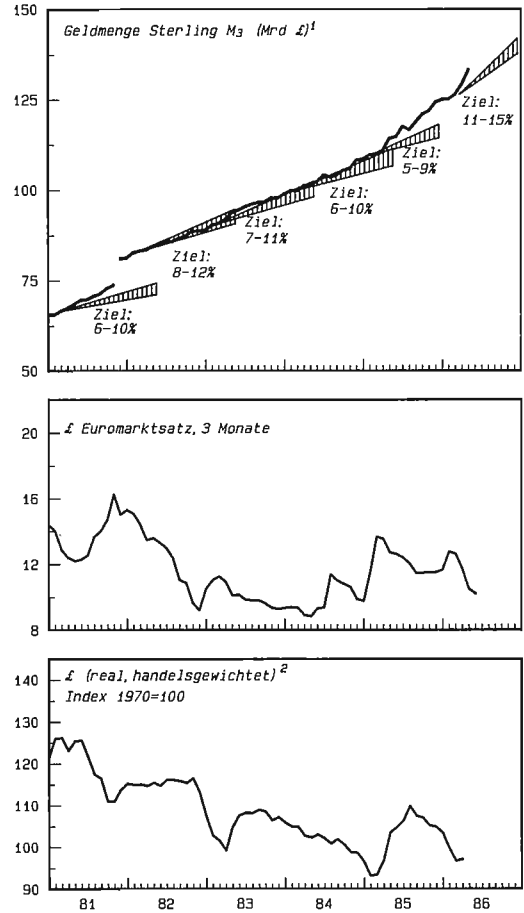
Die Zentralbankgeldmenge lag im ersten Quartal über dem für 1986 festgelegten Wachstumskorridor von 3½ bis 5½%. Gegenüber dem vierten Quartal 1985 betrug ihr Wachstum im März auf Jahresbasis umgerechnet beinahe 7%. Zusammen mit den Währungsbehörden der Vereinigten Staaten und Japans senkte die *Deutsche Bundesbank* Anfang März den offiziellen Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3½%. Im Unterschied zum Federal Reserve System und zur Bank von Japan sahen die deutschen Währungsbehörden indessen sechs Wochen später von einer weiteren Verringerung des Diskontsatzes ab. In Anbetracht der Zielüberschreitung bei der Zentralbankgeldmenge und der Schwäche der D-Mark gegenüber dem französischen Franken nach dem EWS-Realignment schien eine weitere Herabsetzung der deutschen Geldmarktsätze nicht angezeigt.

### Vereinigtes Königreich

Gemäss vorläufigen Schätzungen lag das *reale Bruttoinlandprodukt* im ersten Quartal um rund 2,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Mit einem Wachstum von 3,7% trug der private Konsum erneut am stärksten zum Wirtschaftswachstum bei. Dagegen bildeten sich die Exporte weiter zurück. Im ersten Vierteljahr lagen sie nominell um rund 9% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Da jedoch die Importe ungefähr im gleichen Ausmass zurückgingen, blieb das Handelsbilanzdefizit mit 1,3 Mrd. Pfund ungefähr gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Leistungsbilanz wies im ersten Quartal einen Überschuss von 863 Mio. Pfund aus, nachdem sie im entsprechenden Vorjahreszeitraum annähernd ausgeglichen gewesen war (+374 Mio. Pfund).

Gemäss den Ergebnissen der Umfrage des britischen Industrieverbandes vom März hat sich das Geschäftsklima in der Industrie in den ersten Monaten des laufenden Jahres verbessert. Der Auftragseingang verstärkte sich, und die Exportaussichten wurden erneut optimistisch beurteilt. Darüber hinaus dürfte sich der markante Rück-

### Grafik 5: Grossbritannien



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; statistische Änderung im November 1981; Ziele: Februar bis März des folgenden Jahres (Quelle: Bank of England)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

gang der Erdölpreise auf die Ertragslage der meisten Unternehmen positiv auswirken. Vor diesem Hintergrund wird damit gerechnet, dass die Unternehmensinvestitionen, die 1985 um real 7% zugenommen hatten, im ersten Halbjahr 1986 weiter steigen werden.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich trotz der insgesamt günstigen Konjunkturlage und der steigenden Beschäftigung kaum verbessert. Die Arbeitslosenquote nahm nochmals leicht zu und

betrug im ersten Vierteljahr durchschnittlich 13,2%. Die Jahresteuersatzrate bildete sich im Laufe des ersten Quartals deutlich zurück; im April lag sie bei 3,0%.

Das Budgetdefizit betrug im Fiskaljahr 1985/86, das im März zu Ende ging, 5,9 Mrd. Pfund. Damit wurde sowohl der Vorjahreswert (10 Mrd. Pfund) als auch der budgetierte Wert (7 Mrd. Pfund) deutlich unterschritten. Während sich die Ausgaben ungefähr im vorgesehenen Rahmen entwickelten, wuchsen die Einnahmen stärker als geplant. Der Anteil des Staatsdefizits am Bruttoinlandprodukt sank von 3% auf 1,6%. Das Anfang April in Kraft getretene Haushaltbudget für das Fiskaljahr 1986/87 widerspiegelt die unverändert auf eine Konsolidierung des Staatshaushalts ausgerichtete Fiskalpolitik. Das angestrebte Wachstum der Staatsausgaben beläuft sich auf knapp 5%, was ungefähr der erwarteten Teuerungsrate entspricht. Da indessen mit namhaften Einnahmeherausfällen bei den Erdölsteuern gerechnet werden muss, wurde das Budgetdefizit gleich wie im Vorjahr auf 7,1 Mrd. Pfund veranschlagt. Die in Aussicht gestellten Steuererleichterungen wurden teilweise verwirklicht und der minimale Einkommenssteuersatz von 30% auf 29% gesenkt.

Die Geldmenge Sterling  $M_3$  lag im Februar um 14,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand. In der gleichen Zeitspanne nahm die monetäre Basis ( $M_0$ ) jedoch lediglich um 3,5%, d.h. deutlich weniger stark als das Preisniveau zu. Zusammen mit den relativ zur Inflationsrate nach wie vor hohen Geldmarktsätzen deutet dies auf eine eher restriktive Geldpolitik in Grossbritannien hin. Da die Zinsen auf Bankdepósitos, ähnlich wie 1979/80, über den Renditen auf Obligationen privater Schuldner liegen, werden Vermögen in Richtung höher verzinslicher Sparformen umgeschichtet. Diejenigen Geldmengenaggregate wie Sterling  $M_3$ , welche auch zinstragende Aktiven enthalten, wachsen daher überdurchschnittlich stark.

Die britischen Währungsbehörden orientieren sich im Fiskaljahr 1986/87 wieder vorwiegend am Geldmengenaggregat Sterling  $M_3$ . Der für das Fiskaljahr 1986/87 geplante Zuwachs für Sterling  $M_3$  von 11–15% liegt deutlich über dem letztjährigen Ziel von 5–9%, das im Herbst 1985 ausser

Kraft gesetzt wurde. Für  $M_0$  wurde ein Wachstumsziel von 2–6% festgelegt (Vorjahr: 3–7%).

### Frankreich

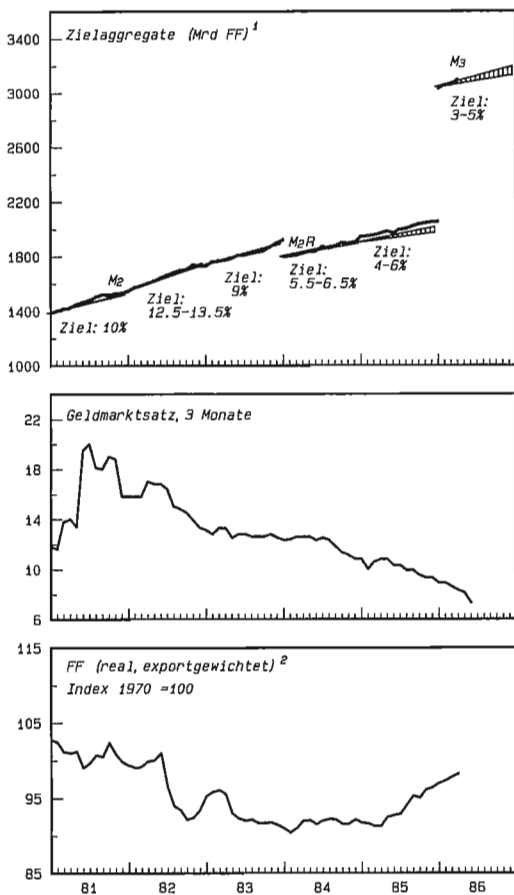
Das Wachstum des *realen Bruttoinlandprodukts* beschleunigte sich im vierten Quartal leicht auf 2,4%. Während der private Konsum erstmals seit zwei Jahren wieder zunahm und auch das Exportvolumen stieg, stagnierten die Investitionen. Die Industrieproduktion verharrte im ersten Quartal 1986 auf dem entsprechenden Vorjahresniveau. Aufgrund von Unternehmer-Umfragen sowie der von der OECD berechneten vorlaufenden Konjunkturindikatoren wird in den kommenden Monaten jedoch mit einer Erhöhung der Industrieproduktion gerechnet.

Die Leistungsbilanz schloss im vierten Quartal 1985 mit einem Überschuss von 6,1 Mrd. Francs, nachdem sie in der Vorperiode annähernd ausgeglichen gewesen war. Das günstige Ergebnis ist auf das geringere Handelsbilanzdefizit sowie die wachsenden Überschüsse bei den Dienstleistungen und den Faktoreinkommen zurückzuführen.

Die Arbeitslosenquote nahm im ersten Quartal wieder leicht auf 10,2% zu, nachdem sie sich im letzten Vierteljahr 1985 etwas zurückgebildet hatte. Zu Sorge gibt neben der Höhe auch die Struktur der Arbeitslosigkeit Anlass. Rund ein Viertel der erwerbsfähigen Bevölkerung unter 25 Jahren ist ohne Arbeit, und mehr als die Hälfte der Arbeitslosen sind bereits seit mehr als einem Jahr stellenlos. Die Jahresteuersatzrate bildete sich von 4,7% im Dezember 1985 auf 2,5% im April zurück.

Die nach der Parlamentswahlen vom März neu gebildete französische Regierung legte ein Ergänzungsbudget zum Haushalt 1986 vor. Im laufenden Fiskaljahr sind zusätzliche Staatsausgaben in der Höhe von 22 Mrd. Francs vorgesehen. Im Vordergrund stehen die Senkung der Sozialabgaben der Unternehmer zur Förderung der Beschäftigung jugendlicher Arbeitnehmer sowie Subventionen an die Stahlindustrie und den Renault-Konzern. Den zusätzlichen Ausgaben stehen Mehreinnahmen aus der Privatisierung staatlicher Betriebe sowie Einsparungen bei an-

Grafik 6: Frankreich



<sup>1</sup> Saisonbereinigt;  $M_2R = M_2$  minus ausländische Bank-einlagen; Ziele 1985: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

deren Ausgabenkategorien wie den Löhnen im öffentlichen Sektor gegenüber, so dass das Budgetdefizit unverändert bleibt. Zur Förderung der Repatriierung im Ausland angelegter Gelder enthält die Vorlage neben der Lockerung von Devisenbestimmungen eine Steuer- und Zollamnestie. Für das Jahr 1987 stellte die Regierung zusätzlich zur Privatisierungspolitik eine Senkung der Einkommenssteuer für natürliche und juristische Personen sowie die Befreiung grosser Vermögen von der Vermögenssteuer in Aussicht.

Gemäss Regierungsprogramm sollen bis Ende 1986 sämtliche Devisenkontrollen bei kommerziellen Transaktionen beseitigt werden. Als erstes wurden die Beschränkung von Auslandinvestitionen französischer Staatsbürger und der Zwang, Exporterlöse innerhalb von zwei Wochen in einheimische Währung umzutauschen, aufgehoben. Ferner wurden Terminverkäufe von französischen Franken bis zu drei Monaten zugelassen und die Steuerbefreiung der Anleihen internationaler Organisationen, die bisher nur für Franc-Anleihen gegolten hatte, auch auf Fremdwährungsanleihen ausgeweitet.

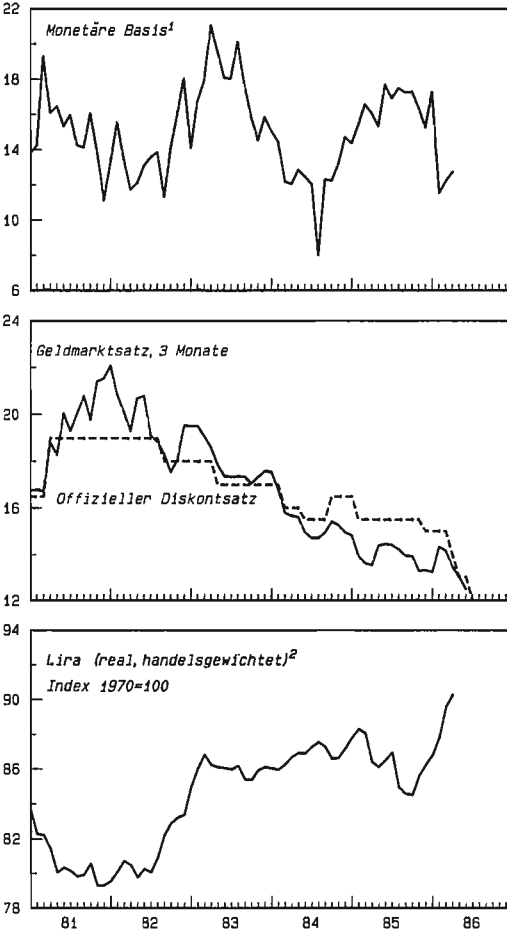
Am 6. April wurde der Franc anlässlich der Neufestsetzung der Paritäten im EWS um 3% abgewertet; gegenüber der D-Mark entspricht dies einem Abwertungssatz von rund 6%. Angesichts der festen Haltung der französischen Währung nach dem Realignment sowie der Fortschritte bei der Inflationbekämpfung senkte die *Banque de France* ihren Interventionsatz am 29. April 1986 um einen weiteren Viertelprozentpunkt auf 7,5%; es handelte sich um die vierte Satzsenkung seit Jahresbeginn. Infolge des seit Jahresbeginn rascheren als geplanten Wachstums der Geldmenge  $M_3$  wurden jedoch gleichzeitig die Mindestreservesätze leicht angehoben.

### Italien

Auch in Italien zeichnete sich eine Verbesserung des konjunkturellen Klimas ab. Das *reale Bruttoinlandprodukt* stieg im ersten Quartal wie in der Vorperiode mit einer Jahresrate von schätzungsweise 2%, während die Industrieproduktion beschleunigt zunahm. Dank der erdölpreisbedingten Stärkung der Ertragskraft der Unternehmen rechnet das italienische Schatzamt mit einer Zunahme des Wachstums des realen Bruttoinlandprodukts auf rund 3,5% im Jahre 1986.

Die Exporte nahmen im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode ab und übertrafen den entsprechenden Vorjahreswert noch um rund 5%. Da die Importe zurückgingen, sank das Handelsbilanzdefizit im Vorjahresvergleich von 8200 Mrd. auf 5680 Mrd. Lire.

Die Lage auf dem italienischen Arbeitsmarkt hat

**Grafik 7: Italien**

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode  
(Quelle: Banca d'Italia)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

sich trotz der steigenden Beschäftigung nicht verbessert. Im Januar 1986 betrug die Arbeitslosenquote 11,2% gegenüber 10,5% im entsprechenden Vorjahresmonat. Fortschritte wurden indessen bei der Inflationsbekämpfung erzielt. Die Jahresteuersatzrate sank von 9% im Dezember 1985 auf 6,6% im April 1986.

Das Geldmengenwachstum schwächte sich im ersten Quartal 1986 leicht ab; die monetäre Basis lag aber im März immer noch mehr als 12% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Parallel

zur Abschwächung der Teuerung bildeten sich die Zinssätze zurück, nachdem sie zu Beginn des Jahres spürbar angezogen hatten. Im April betrug die Verzinsung der Schatzanweisungen mit Laufzeiten von drei Monaten knapp 13%, gegenüber 14,5% im Januar. Der Diskontsatz wurde im März und April in zwei Schritten um insgesamt zwei Prozentpunkte auf 13% herabgesetzt und damit an die sinkenden Geldmarktsätze angepasst. Im April lockerten die Währungsbehörden ferner die Anfang des Jahres zum Schutz der Lira eingeführten Devisenbeschränkungen und kündigten weitere Liberalisierungsschritte an.

### Japan

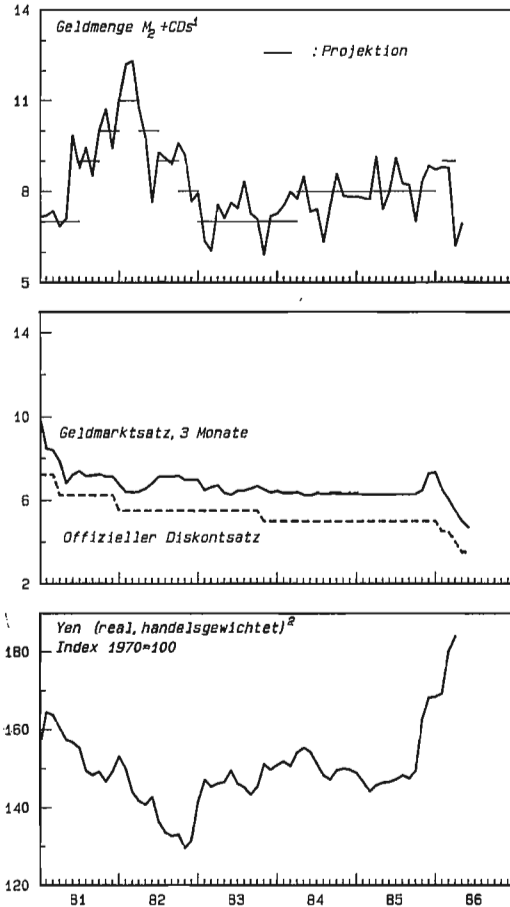
Das *reale Bruttosozialprodukt* stieg im vierten Quartal 1985 gemäss revidierten Angaben mit einer Jahresrate von 7,2%. Die hohe Wachstumsrate ist in erster Linie auf den starken Lageraufbau sowie die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen zurückzuführen. Höhere Detailhandelsumsätze sowie ein Anstieg der Zahl der neubegonnenen Bauten im ersten Quartal deuten auf eine weitere Erstarbung der Binnennachfrage hin. Hingegen schwächte sich die Auslandnachfrage – vor allem aus dem Mittleren und Nahen Osten sowie dem asiatischen Raum – ab. Die nominalen Ausfuhren lagen im ersten Quartal um 9% tiefer als vor Jahresfrist. Infolge der starken Aufwertung des Yens gegenüber dem Dollar übertrafen sie jedoch auf Dollarbasis den entsprechenden Vorjahresstand um 18%. Da gleichzeitig die in Dollar gemessenen Importe wegen der tieferen Rohstoffpreise stagnierten, vergrößerte sich der Leistungsbilanzüberschuss von 9,4 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1985 auf 15,6 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1986.

Die Arbeitslosenquote bildete sich zwischen Dezember 1985 und März 1986 leicht auf 2,7% zurück. Sie war damit ungefähr gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Jahresteuersatzrate sank von durchschnittlich 1,9% im vierten Quartal 1985 auf 1,4% im ersten Vierteljahr 1986.

Angesichts der nachlassenden Auslandnachfrage kündigte die japanische Regierung ein Massnahmenpaket zur Stützung der Binnenkonjunktur an. Vorgesehen sind eine teilweise Anpassung



**Grafik 8: Japan**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

staatlich festgesetzter Preise an den Rückgang des Erdölpreises und des Dollarkurses sowie die zeitliche Vorverlegung öffentlicher Investitionsvorhaben.

Die *Bank von Japan* setzte angesichts der markanten Höherbewertung des Yen gegenüber dem Dollar – zwischen September 1985 und April 1986 erhöhte er sich um 40% – ihren etwas expansiveren geldpolitischen Kurs fort. Im ersten Quartal beschleunigte sich die Jahreswachstumsrate der

Geldmenge  $M_2 + CD$  auf durchschnittlich 9%, und die Zinssätze bildeten sich weiter zurück. Die japanische Zentralbank senkte zudem den Diskontsatz zwischen Januar und April in drei Schritten auf 3½%.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)		1985a)				1986a)
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
USA	3,4	6,5	2,2	6,6	4,7	2,9	1,9	2,1	2,1	2,2
BRD	1,6	2,7	2,4	3,2	2,7	0,4	3,5	3,3	2,4	–
Grossbritannien b)	3,3	2,5	3,3	2,5	2,7	2,6	4,3	3,1	2,9	2,5
Frankreich b)	0,9	1,9	1,1	2,0	1,3	0,3	1,3	1,5	2,1	2,5
Italien b)	– 1,2	2,6	2,3	3,4	2,7	1,8	3,3	1,9	2,3	–
Japan	3,4	5,0	4,6	4,4	5,7	4,5	4,7	4,8	4,4	4,0
Schweiz b)	0,7	2,1	3,2	2,0	1,9	2,0	3,4	3,2	4,0	–

a) provisorisch    b) BIP

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

	1983	1984	1985	1985		1986		1986			April
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März		
USA	3,2	4,3	3,5	3,4	3,5	3,1	3,9	3,2	2,2	1,6	
BRD	3,3	2,4	2,2	2,3	1,8	0,7	1,3	0,7	0,1	–0,2	
Grossbritannien	4,6	5,0	6,0	6,3	5,5	4,9	5,5	5,1	4,2	3,0	
Frankreich	9,6	7,4	5,8	5,6	4,8	3,5	4,2	3,4	3,0	2,5	
Italien	15,0	10,8	8,6	8,5	8,5	7,6	8,0	7,6	7,3	6,6	
Japan	1,9	2,2	2,1	2,1	1,9	1,4	1,4	1,8	1,1	–	
Schweiz	2,9	2,9	3,4	3,2	3,1	1,5	2,2	1,3	0,9	1,0	

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

	1983	1984	1985	1985		1986		1986			April
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März		
USA	9,6	7,5	7,1	7,0	6,9	7,0	6,6	7,2	7,1	7,0	
BRD	9,2	9,2	9,1	9,3	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,0	
Grossbritannien b)	12,3	12,7	13,1	13,1	13,1	13,2	13,3	13,3	13,2	13,3	
Frankreich b), d)	8,9	10,2	10,5	10,6	10,1	10,2	10,2	10,2	10,3	10,4	
Italien b)	9,9	10,4	10,6	10,7c)	11,1c)	11,2c)	11,2	–	–	–	
Japan	2,6	2,7	2,6	2,6	2,9	–	2,7	2,6	2,7	2,9	
Schweiz	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	

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

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)		1985a)				1986a)
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
USA	– 4,6	– 107,4	– 117,7	– 32,5	– 25,5	– 24,2	– 27,7	– 29,3	– 36,6	–
BRD	4,1	6,3	13,3	1,2	3,0	1,9	3,2	4,3	4,3	7,1
Grossbritannien	3,8	1,5	3,8	– 0,4	0,6	– 0,5	1,8	1,5	1,3	1,3
Frankreich b)	– 3,5	– 0,8	0,4	0,5	– 0,2	– 0,7	0,4	0,0	0,6	–
Italien b)	0,5	– 4,2	– 4,6	0,8	– 1,6	–	–	–	–	–
Japan	20,8	35,0	49,2	8,7	11,6	9,4	12,1	11,7	16,1	15,6
Schweiz b)	3,4	3,7	4,5	0,7	1,0	1,4	1,0	0,7	1,4	1,7

a) provisorisch    b) nicht saisonbereinigt

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

### 1. Überblick

Der seit 1983 andauernde Konjunkturaufschwung setzte sich fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im vierten Quartal 1985 gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt und auf Jahresbasis hochgerechnet um mehr als 5% zu; der Zuwachs gegenüber dem Vorjahresquartal betrug 4%. Das BIP-Wachstum ging im ersten Quartal 1986 weiter. Im industriellen Bereich erhöhte sich das Produktionsvolumen gegenüber dem Vorjahr um 1%. Die Zahl der Beschäftigten stieg weiter an, und die Kapazitätsauslastung verbesserte sich trotz bedeutender Erweiterungsinvestitionen erneut. Parallel zur prosperierenden Wirtschaft hielt die Expansion der Einfuhren an.

Wie in anderen Ländern setzte sich die Verlagerung der Auftriebskräfte vom Export zur Inlandnachfrage fort. Das Ausfuhrvolumen nahm im ersten Quartal 1986 auf saisonbereinigter Basis erneut ab. Es lag zudem nur noch geringfügig über dem Vorjahresstand. Nach den Konsumgüterimporten, der Entwicklung der realen Detailhandelsumsätze sowie der Ergebnisse der Konsumentenumfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen zu schliessen, dürften die Konsumausgaben auch in den ersten Monaten des Jahres 1986 kräftig angestiegen sein. Da die sinkenden Erdölpreise – sie führen zu einem realen Einkommenszuwachs der Haushalte – den Konsum zusätzlich beleben, wird dessen dominierender Einfluss auf die Schweizer Konjunktur in den kommenden Monaten eher noch zunehmen. Die Investitionstätigkeit war auch im ersten Quartal 1986 rege; die Investitionsgüterimporte lagen real rund 13% über dem Vorjahresstand und nahmen saisonbereinigt auch gegenüber dem Vorquartal zu. Das kräftige Wachstum der Investitionen wird gemäss der KOF-Investitionsumfrage auch in den nächsten Monaten anhalten.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge erhöhte sich seit Beginn des Jahres in Übereinstimmung mit dem Geldmengenziel von 2%. Auf dem Geldmarkt kam der Zinsrückgang Mitte Februar zum Stillstand, während die langfristigen Sätze weiterhin nach unten tendierten. Im März 1986 lag die

Rendite eidgenössischer Obligationen bei 4,2% gegenüber 4,9% vor Jahresfrist. Der Quartalsultimo wurde bei Girobeständen von 11,7 Mrd. Franken (Vorjahr: 11,9 Mrd.) abgewickelt.

Der handelsgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens stieg im ersten Quartal 1986 real und nominell erneut. Bedeutende Kursgewinne ergaben sich gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund. Die neunte Leitkursanpassung der EWS-Währungen vom 7. April 1986 hatte hingegen keine nachhaltigen Auswirkungen auf deren Frankenkurse.

Der markante Rückgang des Erdölpreises sowie die Höherbewertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar bewirkten eine deutliche Abschwächung der Teuerung. So lag der Index der Konsumentenpreise im April lediglich um 1% über dem Vorjahresniveau. Auf der Grosshandelsstufe gingen die Preise in den ersten Monaten des Jahres 1986 sogar zurück.

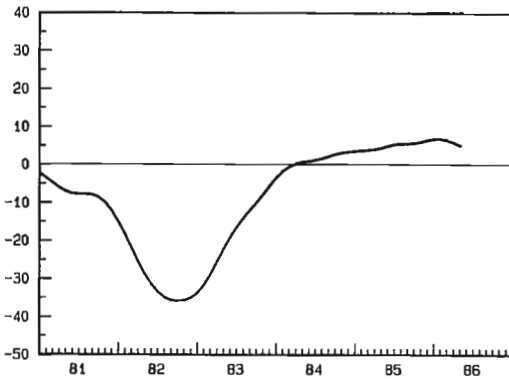
### 2. Der realwirtschaftliche Bereich

#### *Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion*

Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im vierten Quartal 1985 gegenüber dem Vorjahr um 4% zu; die höchste seit dem dritten Quartal 1980 registrierte Wachstumsrate. Mit Ausnahme der Lagerinvestitionen trugen sämtliche Nachfragekomponenten zum Wachstum bei.

Gemäss dem von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) berechneten Sammelindikator «Geschäftsgang» und dem Index der industriellen Produktion setzte sich im ersten Quartal 1986 der Konjunkturaufschwung in der Industrie unvermindert fort. Die Kapazitätsauslastung stieg weiter an, obwohl in den letzten Quartalen bedeutende Erweiterungsinvestitionen vorgenommen worden waren. Sie liegt zurzeit bei 87%, was etwa dem Stand von Mitte 1980 entspricht. Nicht weiter erhöht hat sich hingegen der Anteil der Überzeit am Total der geleisteten Arbeitsstunden.

Die Investitionsgüterindustrie konnte ihre Position weiter festigen. Hingegen verlor die Konjunk-

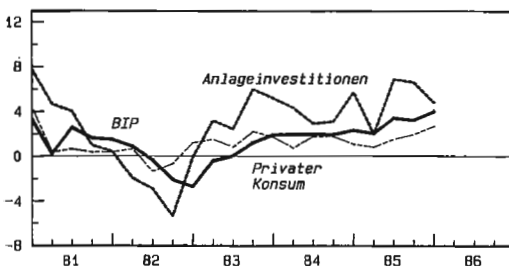
**Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>**

<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 Fertigfabrikatelager – zusammensetzt.

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

tur in einzelnen Zweigen der Konsumgüterindustrie wegen der andauernden realen Frankenaufwertung etwas an Schwung. In den baunahen Branchen setzte sich der Konsolidierungsprozess weiter fort.

Bei den Auftragseingängen in der Industrie zeichnet sich seit der Jahreswende eine Wachstumsverlangsamung ab. Im vierten Quartal 1985 lagen die Auftragseingänge rund 3% über dem Stand des entsprechenden Vorjahresquartals (im dritten Quartal hatte der Zuwachs noch 6% und in den beiden vorangegangenen Quartalen je 7%)

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

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

Quelle: Bundesamt für Statistik

betragen. Dieselbe Entwicklung ist etwas abgeschwächt auch bei den Auftragsbeständen festzustellen. Gemäss dem KOF-Konjunkturtest hielten die Stabilisierungstendenzen auch im ersten Quartal 1986 an. Die Auftragsbestände gelten, bezogen auf die Produktionsmöglichkeiten, aber weiterhin als genügend, und die Lager sind gut auf die Nachfrage abgestimmt. In den nächsten Monaten wird gemäss verschiedener vorlaufender Indikatoren der Aufschwung in der Industrie insgesamt anhalten.

### Privater Konsum

Der durch die günstige Realeinkommensentwicklung beeinflusste private Konsum stellt mittlerweile die wichtigste Konjunkturstütze dar. Im vierten Quartal 1985 lag er real um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert, was dem höchsten Quartalszuwachs seit 1980 entspricht. Der Anstieg der Detailhandelsumsätze und der Importe von Konsumgütern um real 4,2% bzw. 5,4% im ersten Quartal 1986 deutet auf ein weiterhin starkes Wachstum des privaten Konsums hin. Angesichts der positiven Umsatzentwicklung wurden die Lagerbestände im Detailhandel aufgestockt. Für die Monate April bis Juni rechnen die Detailhändler mit weiter steigenden Umsätzen. Auch der vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) ermittelte Index der Konsumentenstimung hat sich Anfang Jahr nochmals kräftig verbessert.

Die rege Konsumnachfrage widerspiegelt sich auch im Fremdenverkehr. In den Monaten Januar bis März lag die Zahl der Logiernächte in den Hotelbetrieben um insgesamt 5,7% über dem Vorjahreswert. Dabei erhöhten sich die Übernachtungen inländischer Gäste um 3,0% und diejenigen von ausländischen Touristen sogar um 8,0%. Die starke Nachfrage aus dem Ausland ist dabei in erster Linie den europäischen – insbesondere französischen, britischen und deutschen – Gästen zu verdanken.

### Investitionen

Das Wachstum der Anlageinvestitionen hat sich im vierten Quartal 1985 infolge des geringeren

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

	1982	1983	1984	1985	1986					1986 1. Q.
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Import von Investitionsgütern, real	- 5,8	7,3	3,6	8,7	2,5	4,1	12,4	10,4	13,8	13,1
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 3,6	7,2	- 6,4	- 15,0	8,8	- 24,4	- 19,9	11,8	- 22,8	- 4,0
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,7	- 5,7	6,9	- 2,3	4,9	- 5,6	- 18,1	- 0,3	13,6	1,3
Geplante Industrielle Bauten <sup>1</sup>										
Raumvolumen	- 22,5	17,4	- 8,0	34,4	- 3,7	6,4	55,9	- 7,7	96,4	29,5
Anzahl Projekte	16,3	11,8	31,5	12,6	53,2	7,9	24,4	2,2	16,5	12,9

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

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Zuwachses der Bauinvestitionen real nochmals leicht abgeschwächt und betrug im Vorjahresvergleich 4,8%. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen demgegenüber kräftig und übertrafen den entsprechenden Vorjahreswert um real 10%. Der Anstieg der Investitionsgüterimporte sowie der nach wie vor hohe inländische Bestellungseingang im ersten Quartal 1986 deuten auf eine weiterhin rege Investitionstätigkeit im Ausrüstungsbereich hin.

Gemessen am Auftragseingang und an den Bauvorhaben schwächte sich die Wohnbaunachfrage im vierten Quartal 1985 ab, während die Investitionstätigkeit im gewerblich-industriellen Bereich erneut zunahm. Aufgrund der jährlich von der KOF durchgeführten Investitionsumfrage dürften

die Bauinvestitionen der Industrie im Jahre 1986 kräftig steigen. Rund ein Viertel der Unternehmen – und damit doppelt so viele wie 1985 – bezeichneten die Kapazitätserweiterung als Hauptziel.

### **Aussenhandel und Bilanz der laufenden Transaktionen**

Das Wachstum der realen Exporte kam im ersten Quartal 1986 im Vergleich zur Vorjahresperiode beinahe zum Erliegen. Während die Ausfuhr von Investitionsgütern noch um 5,7% zunahm, schrumpfte jene von Rohstoffen und Halbfabrikaten um 0,4% sowie jene von Konsumgütern um 2,5%. Die Ausfuhrpreise verharrten praktisch auf dem Niveau des Vorjahresquartals (+0,4%). Die

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

	1982	1983	1984	1985a)	1986a)					1986a) 1. Q.
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Reale Ausfuhr	- 4,4	0,0	6,4	9,1	7,1	7,4	15,5	7,7	6,4	0,9
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	- 3,3	6,5	9,8	7,9	8,1	7,3	12,2	8,5	4,1	- 0,4
Investitionsgüter	- 4,6	- 4,0	3,1	10,7	4,4	3,7	18,1	12,1	10,4	5,7
Konsumgüter	- 5,4	- 2,7	6,4	8,8	8,8	12,6	16,6	1,9	4,3	- 2,5
Ausfuhrpreise	5,2	2,4	4,5	1,9	4,9	3,9	0,8	2,2	0,8	0,4
Reale Einfuhr	- 1,8	4,8	7,3	5,2	8,5	2,7	7,1	7,7	4,5	6,1
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	- 3,4	4,9	10,1	7,6	10,1	7,4	10,7	7,9	4,6	0,8
Investitionsgüter	- 5,9	7,3	3,6	8,7	2,5	4,1	12,4	10,4	13,7	13,1
Konsumgüter	3,0	1,0	9,6	2,5	14,5	1,8	4,9	3,8	0,8	5,4
Einfuhrpreise	- 1,1	- 0,8	4,0	4,7	5,1	7,3	8,2	1,1	0,9	- 6,0

a) provisorische Werte

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

**Tabelle 4: Die laufenden Transaktionen mit dem Ausland<sup>1</sup> (Ertragsbilanz)**

	1982	1983	1984a)	1985*)	1984a)				1986*)	
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Warenexporte	55,0	55,8	62,9	69,0	17,3	16,6	17,7	16,2	18,6	16,6
Spezialhandel	52,7	53,7	60,7	66,6	16,7	16,0	17,1	15,6	18,0	16,0
Übrige Warenexporte <sup>2</sup>	2,3	2,1	2,3	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dienstleistungsexporte	14,6	16,0	17,4	19,8	3,4	4,8	4,7	6,0	4,3	5,0
Faktoreinkommen aus dem Ausland <sup>3</sup>	24,3	23,4	26,6	28,6	6,9	7,4	7,3	7,0	6,9	7,0
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	1,7	2,0	2,2	2,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Total Einnahmen	95,5	97,2	109,1	119,9	28,2	29,4	30,3	29,9	30,4	29,2
Warenimporte	60,7	63,6	71,9	77,6	18,8	19,1	19,9	18,8	19,8	19,1
Spezialhandel	58,1	61,1	69,0	74,8	18,1	18,4	19,3	18,1	19,0	18,3
Übrige Warenimporte <sup>2</sup>	2,6	2,6	2,9	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Dienstleistungsimporte	8,0	8,2	9,2	10,0	1,9	1,5	2,6	3,9	2,0	1,5
Faktoreinkommen an das Ausland <sup>3</sup>	15,1	13,4	15,0	16,3	3,9	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,7	3,9	4,1	4,5	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
Total Ausgaben	87,5	89,1	100,2	108,4	25,6	25,7	27,8	27,9	27,0	25,8
Saldo der laufenden Transaktionen	8,0	8,1	8,9	11,5	2,5	3,7	2,5	1,9	3,4	3,4

a) provisorisch

\*) vorläufige Schätzung

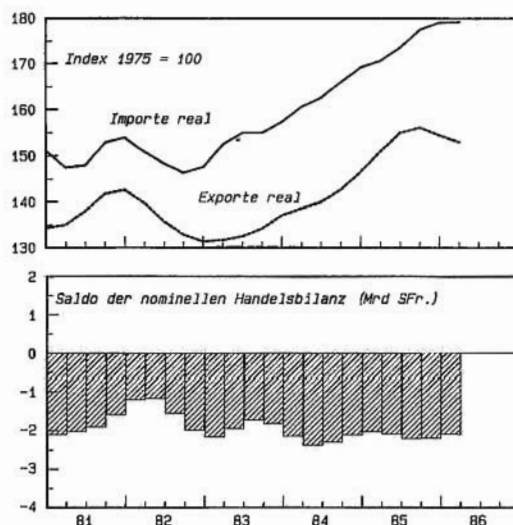
<sup>1</sup> in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen<sup>2</sup> inklusive elektrische Energie<sup>3</sup> Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Metallindustrie als wichtigster Erzeuger von Schweizer Exportgütern konnte ihre Ausfuhr gegenüber dem Vorjahr bei leicht sinkenden Verkaufspreisen real um 4,9% steigern. Demgegenüber musste die chemische Industrie insgesamt eine Einbusse von 4,5% hinnehmen.

Nach Ländern gegliedert gingen die Exporte in die Vereinigten Staaten gegenüber dem Vorjahr nominell um 12,1% zurück. Der Anteil der Entwicklungsländer an der gesamten Schweizer Ausfuhr nahm im ersten Quartal auf 16,4% ab (Vorquartal: 18,0%). Hingegen erhöhte sich jener der EG-Staaten auf 56,5% (Vorquartal: 51,6%).

Im Gegensatz zum Export nahm der Import im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr real wieder stark zu. Den bedeutendsten Zuwachs verzeichneten die Energieträger (14,3%). Infolge verstärkter Lageraufstockung nahmen insbesondere die Einfuhren von Heizöl (41,6%), Dieselöl (24,5%) und Benzin (8,9%) überdurchschnittlich

**Grafik 11: Aussenhandel<sup>1</sup>**<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

stark zu. Auch bei den Investitionsgütern (13,1%) und den Konsumgütern (5,4%) ergaben sich hohe Zuwachsraten, während die Importe von Rohstoffen stagnierten. Die Dollarabwertung wie auch die Energiepreisreduktion bewirkten eine Senkung der Importgüterpreise gegenüber dem Vorjahr um 6%.

Während der Anteil der Importe aus den Entwicklungsländern an der gesamten schweizerischen Einfuhr weiterhin sank, erhöhte sich jener aus dem EG-Raum auf rund 70%, wovon 31% auf die Bundesrepublik Deutschland entfallen. Im Handelsverkehr mit den Vereinigten Staaten gingen die Importe nominell noch stärker zurück als die Exporte.

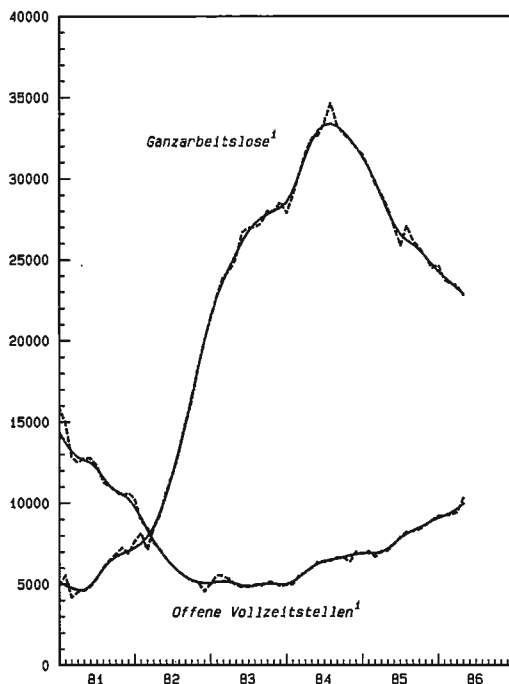
Aufgrund der stagnierenden nominellen Importe einerseits sowie der leicht erhöhten Exporte andererseits ging das Handelsbilanzdefizit gegenüber dem Vorjahr auf 2,3 Mrd. Franken zurück.

Die Bilanz der laufenden Transaktionen mit dem Ausland (Ertragsbilanz) schloss im ersten Quartal 1986 mit einem gegenüber dem Vorquartal unveränderten Aktivüberschuss von 3,4 Mrd. Franken. Dies entspricht dem ersten Rückgang im Vorjahresvergleich seit 1984. Das tiefere Ergebnis gegenüber dem ersten Quartal 1985 beruht vor allem auf dem zinsbedingten Rückgang der Kapitalerträge aus dem Ausland.

## Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um 0,9% zu. Wie schon in den Vorquartalen erhöhte sich die Zahl

Grafik 12: Arbeitsmarkt



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt  
(Nicht saisonbereinigt)

	1982	1983	1984	1985	1985		1986				
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	-1,1 <sup>2</sup>	-1,3	-0,4	0,8	0,9	1,0	0,9	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>3,4</sup>	0,4	0,6	1,0	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Ganzarbeitslose <sup>4</sup>	13 220	26 288	32 061	27 025	22 977	24 763	28 948	24 476	27 225	25 142	23 750
Kurzarbeiter <sup>4</sup>	36 611	48 930	11 232	2 133	712	1 604	2 144	1 951	2 934	1 546	1 285
Offene Vollzeitstellen <sup>4</sup>	6 352	5 591	6 269	7 898	8 578	8 327	9 256	8 493	9 263	9 913	10 568

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

<sup>2</sup> Nach Korrektur der Verschiebung des Erhebungsmonats im Bauhauptgewerbe vom 2. auf den 3. Monat des Quartals

<sup>3</sup> Verhältnis von Ganzarbeitslosen zur erwerbstätigen Wohnbevölkerung von 1980 in Prozent

<sup>4</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

der Arbeitsplätze in der Industrie (+0,9%) – wenn auch nur noch geringfügig – stärker als im Dienstleistungssektor (+0,8%). Das Baugewerbe beschäftigte dagegen weniger Personen als vor Jahresfrist (-2,2%), da der Abbau der personellen Kapazitäten im Bauhauptgewerbe durch den Beschäftigungsanstieg im Baunebengewerbe nicht wettgemacht wurde. Nach Branchen aufgegliedert wies die Maschinen- und Apparateindustrie erneut den höchsten Zuwachs auf.

Wie üblich stieg die Zahl der Arbeitslosen zu Beginn des Jahres. Mit durchschnittlich 26 948 Personen im ersten Quartal 1986 lag sie jedoch um rund ein Fünftel unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Arbeitslosenquote sank von 0,9% im Januar auf 0,8% im April. Während die Zahl der Kurzarbeiter im Vorjahresvergleich markant zurückging, nahm das Angebot an offenen Stellen weiter zu. Im ersten Quartal entfielen auf eine offene Stelle drei Arbeitslose; vor Jahresfrist hatte dieses Verhältnis noch eins zu fünf betragen.

### Preise und Löhne

Die durchschnittliche Jahresteuersatzrate bildete sich im ersten Quartal 1986 auf 1,5% zurück. Im April lag der Index der Konsumentenpreise 1,0% über dem entsprechenden Vorjahreswert (April 1985: 3,6%). Die markante Teuerungsabnahme ist vor allem auf den Rückgang des Ölprei-

ses auf den Weltmärkten und die Dollarabwertung zurückzuführen. Die Inlandgüterpreise stiegen noch um 2,9%, dagegen sanken die Preise importierter Güter um 3,6%. Dies weist darauf hin, dass die gegenwärtige Trendwachstumsrate des Preisniveaus deutlich höher liegt als bei 1,0%.

Auf der Grosshandelsstufe lagen die Preise im April 3,9% unter ihrem Vorjahresstand. Der Rückgang im Vergleich zum Vormonat (-0,4%) verteilt sich ungleich auf Importwaren (-1,9%) und Inlandwaren (-0,2%).

Die Löhne lagen im ersten Quartal nach der Berechnung des Biga um 3,8% höher als im Vorjahresquartal.

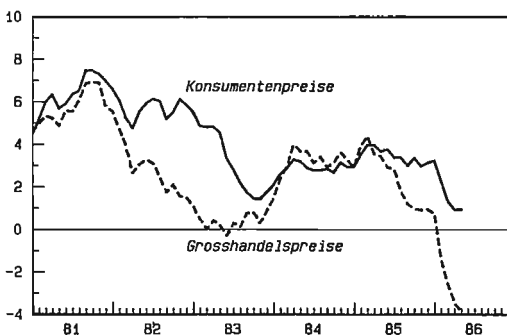
## 3. Der monetäre Bereich

### Geldmengenaggregate

Seit Jahresbeginn bewegt sich die bereinigte Notenbankgeldmenge auf einem mit dem Geldmengenziel von 2% kompatiblen Wachstumspfad. Bei der Festlegung dieses Zielpfades wird jeweils den saisonalen Einflüssen sowie allfälligen Irregularitäten Rechnung getragen. Dies schliesst jedoch nicht aus, dass zum Teil die monatlichen Jahresraten der bereinigten Notenbankgeldmenge von der für das ganze Jahr angestrebten Durchschnittsrate abweichen können. Dies traf insbesondere im Monat Januar zu, als wegen des Basiseffekts die bereinigte Notenbankgeldmenge erwartungsgemäss lediglich 0,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau lag. In den darauf folgenden Monaten waren erneut höhere Wachstumsraten zu verzeichnen, so dass im Durchschnitt der Monate Februar bis April der Zuwachs gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode 1,8% betrug.

Die Giro Guthaben abzüglich Ultimokredite und der Notenumlauf nahmen um 5,1% bzw. 0,7% zu. Beim Notenumlauf war in den vergangenen Monaten ein beschleunigtes Wachstum zu beobachten, nachdem es sich im Verlaufe des Jahres 1985 stark verlangsamt hatte. Im vierten Quartal 1985 betrug der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr lediglich 0,3%; im Januar wurde sogar eine Abnahme um 0,2% verzeichnet.

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



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

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit



Die tieferen Geldmarktsätze führten zu Umschichtungen zwischen Termi- und Sichtguthaben, so dass sich auf saisonbereinigter Basis das Wachstum von  $M_1$  beschleunigte; bei  $M_2$  war demgegenüber eine Verlangsamung des Zuwachses zu beobachten.  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  lagen im ersten Quartal 1986 3,7%, 4,9% bzw. 5,7% über dem entsprechenden Vorjahresquartal.

## Finanzmärkte

### Geldmarkt

Der schweizerische Geldmarkt zeigte zwischen Februar und April Zeichen einer leichten Anspannung. Dies äusserte sich hauptsächlich in verhältnismässig hohen Tagesgeldsätzen, die auch während des Monats selten unter 2% fielen. Die übrigen Eurofrankensätze waren zwar in der ersten Hälfte des Monats Februar noch um rund  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt gesunken, stiegen dann aber bis Ende April wieder auf das Januarniveau, d.h. auf 4,1% für Dreimonatsdepots. Da die Zinssätze auf Dollaranlagen bis in den Monat April kontinuierlich weiter sanken, nahm das Zinsgefälle zu den Vereinigten Staaten deutlich ab.

Der Bund emittierte im Berichtszeitraum monatlich Geldmarktbuchforderungen mit einer Laufzeit

von drei Monaten. Daneben gab er im März noch sechsmonatige Buchforderungen heraus. Die Renditen der Buchforderungen lagen durchschnittlich um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt unter den Eurofrankensätzen für vergleichbare Laufzeiten.

Die Girobestände der Banken bei der Nationalbank betragen im Durchschnitt der Monate Februar bis April 1986 7,9 Mrd. Franken und lagen damit um 0,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Am Quartalsultimo, der bei Girobeständen von 11,7 Mrd. Franken (Vorjahr: 11,9 Mrd.) abgewickelt wurde, herrschten eher angespannte Verhältnisse, die sich in relativ hohen Tagesgeldsätzen äusserten.

### Devisenmarkt

Die Abwertung des amerikanischen Dollars gegenüber dem Schweizer Franken setzte sich im Laufe der Monate Februar bis Mai fort. Der Dollarkurs schwankte zwischen rund Fr. 2.00 und Fr. 1.80 und lag im Mittel rund 80 Rappen unter dem Durchschnittswert der entsprechenden Vorjahresperiode. Hingegen änderten sich die Wechselkurse des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark, der italienischen Lira und dem Yen nur unwesentlich. Während sich der französische Franken gegenüber dem Schweizer Franken

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

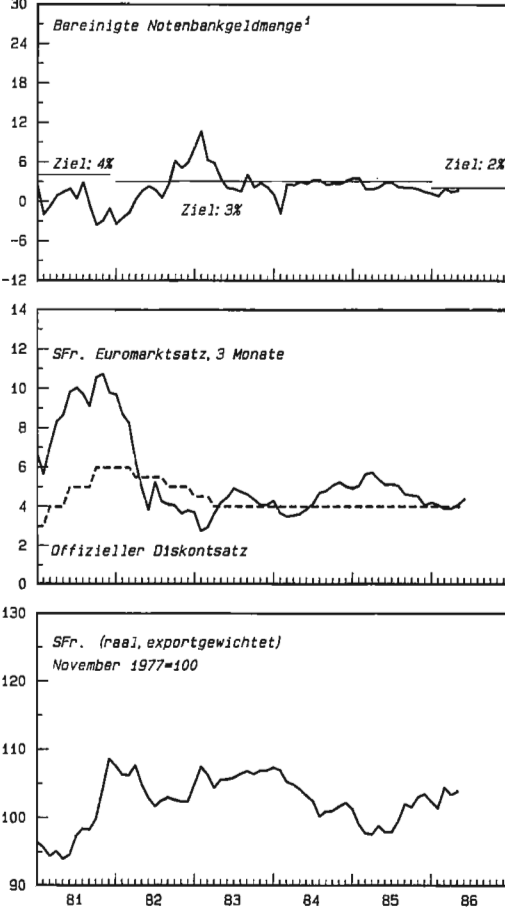
	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Ultimo- kredite <sup>1</sup>	BNBGM <sup>1,3</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1982	22 064	0,7	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1985 1. Q.	23 838	3,6	7853	0,4	578	31 113	2,4
1985 2. Q.	23 520	1,8	7954	6,7	612	30 862	2,7
1985 3. Q.	23 263	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4. Q.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1. Q.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 Januar	24 209	- 0,2	8567	5,4	710	32 066	0,9
1986 Februar	23 662	0,4	7775	3,0	206	31 231	2,0
1986 März	23 892	0,9	7923	0,5	432	31 383	1,5
1986 April	23 797	0,9	7936	- 1,1	257	31 476	1,8
1986 Mai	23 778	1,2	7882	- 0,2	239	31 421	2,0

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

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

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

Grafik 14: Schweiz



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

leicht abwertete, erholte sich das britische Pfund trotz anhaltend tiefer Erdölpreise weitgehend von seiner vorübergehenden Schwäche im Monat Januar. Die neunte Leitkursanpassung der EWS-Währungen vom 6. April 1986 zeitigte keine nachhaltigen Auswirkungen auf die Frankenkurse der EWS-Währungen, weil diese in den vorangegangenen Handelstagen vorweggenommen worden waren.

Im Vergleich zur Vorjahresperiode stieg der reale Frankenkurs im ersten Quartal gegenüber allen

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 <sup>2</sup>	0,0	7,3	4,9
1984 4. Q.	3,5	7,3	5,9
1985 1. Q. <sup>2</sup>	- 0,5	7,1	5,0
1985 2. Q. <sup>2</sup>	- 1,0	8,6	5,0
1985 3. Q. <sup>2</sup>	0,3	7,2	4,4
1985 4. Q. <sup>2</sup>	1,5	6,4	5,1
1986 1. Q. <sup>2</sup>	3,7	4,9	5,7
1986 Januar <sup>2</sup>	2,4	6,4	6,1
1986 Februar <sup>2</sup>	4,8	5,5	6,0
1986 März <sup>2</sup>	3,9	2,7	5,0
1986 April <sup>2</sup>	3,9	5,0	5,7

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate. Revidierte Zahlen; vgl. Quartalsheft 1/1985, «Revision der Geldmengenstatistik» Tabelle 2, sowie Monatsbericht der SNB, Tabellen 11 und 12, Fürstentum Liechtenstein = Ausland

<sup>2</sup> provisorisch

M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

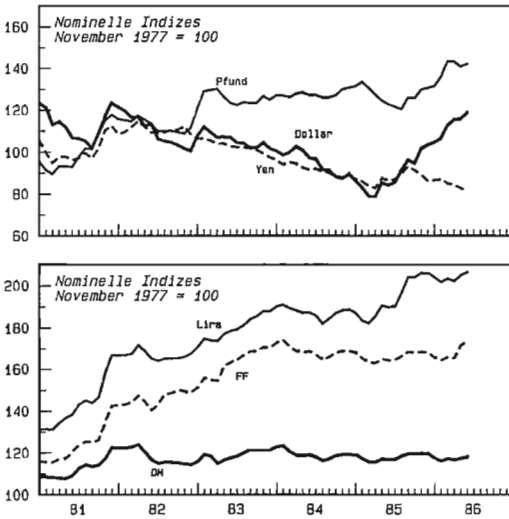
M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

wichtigen Handelspartnern der Schweiz mit Ausnahme Frankreichs. Mit 36,9% fiel die reale Aufwertung gegenüber den Vereinigten Staaten am stärksten aus und hielt sich mit 1% gegenüber der Bundesrepublik Deutschland in Grenzen. Der mit den Ausfuhranteilen der wichtigsten Handelsländer gewichtete Index des realen Frankenkurses lag um 5,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

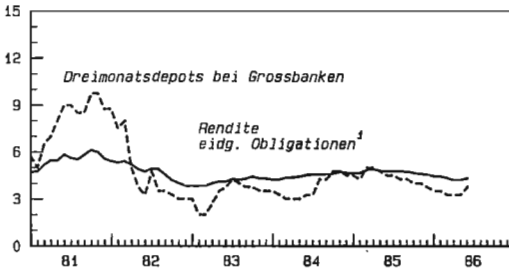
### Kapitalmarkt

Am Obligationenmarkt nahmen die Schuldner ihre Couponsätze im Februar und März um je ¼ Prozentpunkt zurück. Seither lauten die Zinssätze auf 4¼% für Schuldner der öffentlichen Hand und 4½% für die meisten anderen Schuldner. Die im März im Auktionsverfahren emittierte Obligationenanleihe des Bundes war mit einem Coupon von 4¼% ausgestattet. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Preis von 101% festgelegt, was bei einer Laufzeit von 15

**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

Jahren eine Rendite von 4,16% ergibt. Am Sekundärmarkt bildete sich die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (berechnet unter Berücksichtigung der Kündbarkeit) im Zeitraum von Anfang Februar bis Mitte März um rund  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt zurück und schwankte dann bis Ende April um 4,2%.

Gross- sowie Kantonalbanken reduzierten im März ihre Vergütungen auf Kassenobligationen um durchschnittlich  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt auf 4 $\frac{1}{4}$ % (Laufzeit 3–4 Jahre) bzw. 4 $\frac{1}{2}$ % (5–6 Jahre). Die

Zinssätze auf Kassenobligationen mit Laufzeiten von 7 und 8 Jahren blieben, ebenso wie der Sparheftzins, unverändert.

Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligationen belief sich im ersten Quartal (ohne Konversion) auf 9,3 Mrd. Franken (1. Quartal 1985 6,0 Mrd.). Gleichzeitig wurden 1,0 Mrd. (1,3 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass die Nettobeanspruchung rund 8,3 Mrd. Franken (4,7 Mrd.) betrug. Gemessen an der Nettobeanspruchung betrug der Anteil inländischer Schuldner 27%.

### Kapitalexport

Die von der Nationalbank erteilten Kapitalexportbewilligungen beliefen sich im ersten Quartal 1986 auf 14,1 Mrd. Franken, was einen Anstieg um 23% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal (bzw. Gleichstand mit dem vierten Quartal 1985) bedeutet.

Die Ausgabe öffentlicher Anleihen ausländischer Schuldner nahm im Berichtsquartal gegenüber der Vorjahresperiode um 72% auf 6,7 Mrd. Franken zu. Dieser markante Anstieg ist einerseits auf den weiterhin sehr aktiven Markt für langfristige Währungs-Swaps und andererseits auf die zunehmende Bedeutung von Null-Coupon-Anleihen sowie Anleihen mit unbestimmter Laufzeit («quasi perpetuums») zurückzuführen. Die bewilligten Notes-Emissionen lagen mit 5,7 Mrd. Franken nur rund 3% über dem Stand des Vorjahresquartals, während die Kredite um 19% auf 1,7 Mrd. Franken zurückgingen. Anteilsmässig fielen die Emissionen öffentlicher Anleihen mit 48% im ersten Quartal wiederum am stärksten ins Gewicht, gefolgt von den Notes mit 40%.

Die Gliederung der Kapitalexporte nach Länder- bzw. Schuldnergruppen zeigt für das erste Quartal 1986 einen Anteil der Industrieländer von 85%, gegenüber 77% in der entsprechenden Vorjahresperiode. 30% der bewilligten Kapitalexporte gingen an japanische Schuldner. Von Bedeutung war der Rückgang des Anteils der Wandel-Notes an den Notes-Emissionen japanischer Schuldner von 62% im Vorjahresquartal auf 5% im Berichts-

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

	Anleihen <sup>1</sup>	Notes	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985 <sup>2</sup>	17 265,2	19 134,9	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1984 3. Q.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
1984 4. Q.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1. Q.	3 902,1	5 514,5	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2. Q.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3. Q.	4 086,7	3 664,2	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4. Q. <sup>2</sup>	6 532,2	5 550,0	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1. Q. <sup>2</sup>	6 706,5	5 708,3	1 145,1	534,7	14 094,6

<sup>1</sup> inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

<sup>2</sup> provisorisch

quartal; 22% der von japanischen Schuldern emittierten Notes waren mit Optionsscheinen versehen. Ebenfalls auf hohem Niveau bewegte sich die Marktpräsenz amerikanischer Schuldner (25%). Der Anteil der Entwicklungsländer, der schon im Jahr 1985 nur noch knapp 5% betragen hatte, fiel auf unter 4%. Der Anteil der Staatshandelsländer betrug 2%, während die internationalen Entwicklungsorganisationen 9% des Marktvolumens beanspruchten.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Das anhaltende Realwachstum und die sinkenden Zinssätze prägten die Entwicklung der Bankbilanzen. Das Bilanzwachstum der 71 Banken ist, wenn man die Einflüsse des rückläufigen Dollarkurses vernachlässigt, seit einem annähernden Stillstand im Jahre 1983 schrittweise angestiegen und liegt seit Anfang 1986 wieder über 10%. Das nicht wechselkursbereinigte Wachstum der Bilanzen betrug Ende März 7,1%, während die Treuhandgeschäfte wegen ihres hohen Dollaranteils 13,5% unter dem Vorjahresstand lagen.

Ein zu pessimistisches Bild der Konjunkturlage ergibt das Wachstum des gesamten Kreditvolumens, das Ende März wegen der tiefer bilanzierten Dollarbestände nur 6,8% erreichte. Das anhaltend kräftige Wirtschaftswachstum kommt besser zum Ausdruck in der Entwicklung der Inlandkredite: Seit rund zwei Jahren vergaben die Banken im Inland pro Quartal annähernd kon-

stante Kreditbeträge, die ungefähr viermal so hoch waren wie die entsprechenden Werte des Rezessionsjahres 1982. Diese stetige Kreditfähigkeit führte zu einem seit Ende 1984 fast unverändert bei 10% verharrenden Wachstum der Inlandkredite (Ende März 1986: 10%). Dabei handelt es sich real um die stärkste Kreditzunahme seit dem Boom der frühen siebziger Jahre. Zeichen einer Abschwächung sind jedoch bei den Auslandskrediten zu erkennen: Der Rückgang im Fremdwährungsbereich ist zwar weitgehend wechselkursbedingt, doch auch die Frankenkredite lagen – im Einklang mit der schwächeren Exportnachfrage – unter dem Vorjahresstand (–0,9%).

Da der Geldzufluss aus dem Publikum nicht ganz mit der Kreditvergabe Schritt hielt, reduzierten die Banken ihre Bestände an Finanzanlagen (Nettoguthaben im Interbankgeschäft, Geldmarkt- und Wertpapiere sowie liquide Mittel). Diese Anlagen spielen eine Art konjunkturelle Pufferrolle und waren zuletzt stark geöffnet worden, als 1982 bis 1984 bei kräftigem Zustrom von Publikumsgeldern relativ wenig Kredite vergeben wurden. Im ersten Quartal 1986 bauten die Banken gegenüber dem Vorjahr vor allem ihre Nettoguthaben im Interbankgeschäft ab, während die Bestände an Geldmarkt- und anderen Wertpapieren zunahmen. Ebenfalls über dem Vorjahresstand lagen Ende März die liquiden Mittel der Banken (6,8%). Die erhöhte Liquiditätshaltung ist eine Folge der ausgeweiteten Geschäftstätigkeit, die gleichzeitig auch zu einem höheren gesetzlichen Liquiditätsminimum führt. Da den Banken weniger Fran-

kenliquidität als im Vorjahr zur Verfügung stand (-6,4%), griffen sie erneut stark auf Fremdwährungsliquidität zurück. Der Anteil der Fremdwährungen an den liquiden Mitteln erreichte mit knapp 30% den Höchststand der letzten Jahre. Auch das Wachstum der Publikumsgelder (März 1986: 4,3%) ist wechselkursbedingt gegen unten verzerrt. Die Frankenpublikumsgelder weisen seit einem halben Jahr Wachstumsraten von rund 8% (März: 8,3%) gegenüber gut 5% in der ersten Hälfte 1984 auf.

Innerhalb der Publikumsgelder kam es im ersten Quartal zu bedeutenden Verlagerungen. Aufgrund der tieferen kurzfristigen Zinssätze flossen Beträge aus auslaufenden Festgeldern vermehrt

auf Spar- und Depositenkonti. Zum ersten Mal seit zwei Jahren übertraf im Inland das Wachstum der Spargelder (6,3%) dasjenige der Franken-Festgelder (1,1%). Auch die Sichteinlagen wuchsen im Frankenbereich angesichts der tieferen Zinssätze rascher (März: 9,8%, Dezember 1985: 6,9%). Die stärkste Zunahme erlebten freilich die Kassenobligationen (16,0%), da deren Ausgabesätze nur verzögert an die sinkenden Marktsätze angepasst wurden.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance  
du 6 juin 1986\*

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

#### 1. Aperçu

##### *Evolution de la conjoncture*

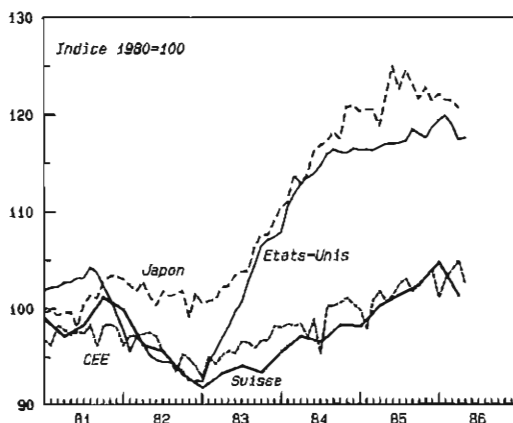
Au premier trimestre de 1986, la chute des prix pétroliers et la baisse des taux d'intérêt ont donné un nouvel élan à la conjoncture dans les pays de l'OCDE. L'expansion économique s'est maintenue dans les grandes nations industrialisées, et de nombreux pays ont révisé à la hausse leurs prévisions de croissance pour 1986. L'OCDE s'attend à une progression moyenne de 3¼% du produit national brut réel de la zone, alors qu'elle prévoyait 2¾% à la fin de 1985.

En Europe et au Japon, la consommation privée et les investissements ont remplacé les exportations en tant que principal soutien de la conjoncture. Aux Etats-Unis, les premiers effets positifs de l'affaiblissement du dollar sont apparus dans les chiffres du commerce extérieur. La hausse des exportations et la baisse des importations de biens et de services ont réduit le fort déficit de la balance courante, déficit qui avait fortement contribué à ralentir la croissance de l'économie américaine en 1985.

Dans la plupart des grands pays industrialisés, l'emploi n'a pas augmenté autant que la population active. Les taux de chômage se sont élevés au premier trimestre dans nombre de pays, notamment en Italie, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

D'un mois à l'autre, les prix moyens à la consommation dans les pays de l'OCDE ont diminué, en

### Graphique 1: Production industrielle



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

février et en mars, sous l'effet de la chute des prix pétroliers et du recul continu des prix des matières premières. Pour l'ensemble de la zone, le taux annuel de renchérissement a passé de 4,3% en janvier à 3,1% en mars.

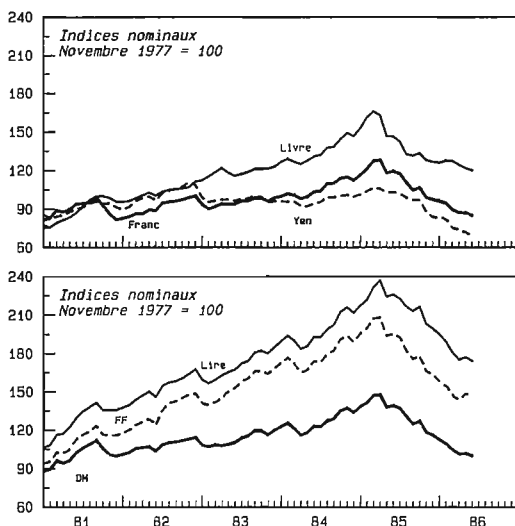
#### *Politique économique*

Les taux d'intérêt ont fléchi dans la zone de l'OCDE, du fait de la politique monétaire plus expansionniste des grands pays industrialisés; presque partout, la croissance des agrégats monétaires a été supérieure aux rythmes choisis comme objectifs. Ce mouvement des taux d'intérêt a été soutenu par une réduction coordonnée des taux officiels de l'escompte aux Etats-Unis, au Japon et en République fédérale d'Allemagne.

Le nouveau gouvernement français, issu des élections de mars 1986, a assoupli le contrôle des changes et annoncé des allègements fiscaux; sur ce plan, il suit l'exemple de l'Allemagne

\* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1986.

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



fédérale et du Royaume-Uni, qui ont réduit, cette année déjà, les taux d'imposition du revenu. Si le désir d'alléger la charge fiscale des ménages et des entreprises est présent, la première priorité des Etats européens reste la compression des déficits budgétaires.

### **Marchés des changes**

Le mouvement de repli du dollar des Etats-Unis a continué de février à mai. En l'espace de trois mois, la monnaie américaine a fléchi de 16% face au yen. Sa dépréciation a été un peu moins forte par rapport au mark allemand, au franc français, à la livre sterling et à la lire italienne. Du premier trimestre de 1985 à la période correspondante de cette année, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a baissé d'environ 20% en termes nominaux et réels.

Le 7 avril, les parités des monnaies participant au Système monétaire européen (SME) ont été modifiées dans le cadre du neuvième ajustement des cours-pivots. Le mark allemand et le florin néerlandais ont été réévalués de 3%, le franc belge et la couronne danoise, de 1%. Le franc français a été dévalué de 3%, alors que les parités de la lire italienne et de la livre irlandaise

restaient inchangées. Ce réajustement a été justifié par la différence d'inflation de 10%, qui s'était accumulée entre la France et la République fédérale d'Allemagne depuis la dernière grande modification des parités au printemps de 1983, ainsi que par le déficit commercial constant de la France vis-à-vis des autres pays de la Communauté, de l'Allemagne fédérale en particulier.

### **Endettement international et coopération monétaire**

Deux thèmes ont dominé les discussions des ministres des finances du Groupe des Dix, le 8 avril, et du Comité intérimaire du Fonds monétaire international (FMI), les 9 et 10 avril; l'un était la mise en œuvre du plan Baker, et l'autre, les propositions visant à améliorer le système monétaire international.

L'initiative Baker, lancée au mois d'octobre 1985, a reçu ces derniers mois un soutien de principe des banques créancières, parmi lesquelles figurent les grandes banques suisses, du FMI et de la Banque mondiale ainsi que de diverses banques régionales de développement. Les quinze pays endettés, retenus par le Trésor des Etats-Unis, ont gardé cependant une attitude réservée face à cette initiative. Jusque-là, aucun accord de crédit n'a été négocié, sur la base du plan Baker, entre une banque créancière et un pays endetté, de sorte que l'initiative n'a pas encore été mise à l'épreuve.

Les propositions en vue de modifier le système monétaire international ont constitué le second grand volet des débats. Les rapports que le Groupe des Dix et le Groupe des vingt-quatre pays en développement ont présentés sur la réforme du système monétaire international ont servi de base à la discussion. Les participants se sont prononcés en principe en faveur d'un système de changes flottants, tout en soulignant la nécessité de parvenir à des relations de change plus stables. Pour atteindre ce but, la France, l'Italie, la Belgique et la majorité des pays en développement ont suggéré l'introduction de zones cibles, alors que les Etats-Unis, la République fédérale d'Allemagne, le Royaume-Uni, le Japon et la Suisse proposaient avant tout une

meilleure harmonisation des politiques économiques avec, au besoin, des interventions concertées sur les marchés des changes. La nécessité de renforcer la coordination sur le plan des politiques économiques a été réaffirmée lors de la réunion que les chefs d'Etat et de gouvernement des sept principaux pays ont tenue à Tokyo, du 4 au 6 mai.

## 2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

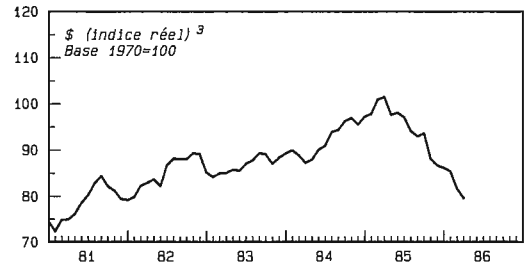
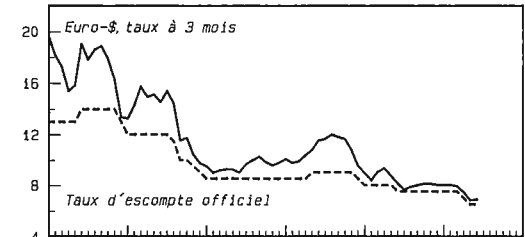
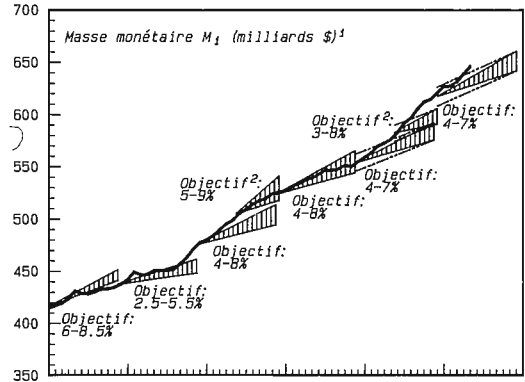
### Etats-Unis

La croissance du *produit national brut réel* des Etats-Unis s'est accélérée grâce à la demande intérieure toujours soutenue, à la diminution des importations et à l'augmentation des exportations. Après avoir été de 0,7% en taux annualisé au dernier trimestre de 1985, elle a passé à 3,7%, selon des chiffres provisoires, durant les trois premiers mois de 1986. La consommation privée a été un important soutien de la conjoncture; après avoir stagné au quatrième trimestre, elle a progressé d'environ 4% en taux annualisé. Les dépenses publiques et la reconstitution des stocks ont eu elles aussi des effets stimulants, alors que les investissements en biens d'équipement et les constructions industrielles diminuaient. Le recul des investissements industriels a été cependant compensé en partie par une demande accrue dans la construction de logements.

Le déficit de la balance commerciale a passé de 31,3 milliards de dollars au premier trimestre de 1985 à 43,5 milliards un an plus tard. En valeur, les exportations ont augmenté par rapport aux trois mois précédents, mais diminué de 4% vis-à-vis du trimestre correspondant de 1985. Quant aux importations, elles ont augmenté de 11% en comparaison annuelle.

L'emploi a progressé à un rythme plus lent au premier trimestre. Dans l'industrie, il a diminué en raison notamment des difficultés économiques auxquelles se heurte le secteur pétrolier. Le taux de chômage s'est élevé de 6,6% en janvier à 7% en avril.

### 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)

Après avoir augmenté quelque peu vers la fin de 1985 et en janvier, le taux annuel de renchérissement a repris son mouvement de baisse. Au mois d'avril, les prix à la consommation dépassaient de 1,6% le niveau enregistré un an plus tôt.

Au premier trimestre, la croissance de la masse monétaire  $M_1$  est sortie du triangle hachuré qui correspond à l'objectif de 4 à 7% fixé par le *Système de Réserve Fédérale*, mais est restée à

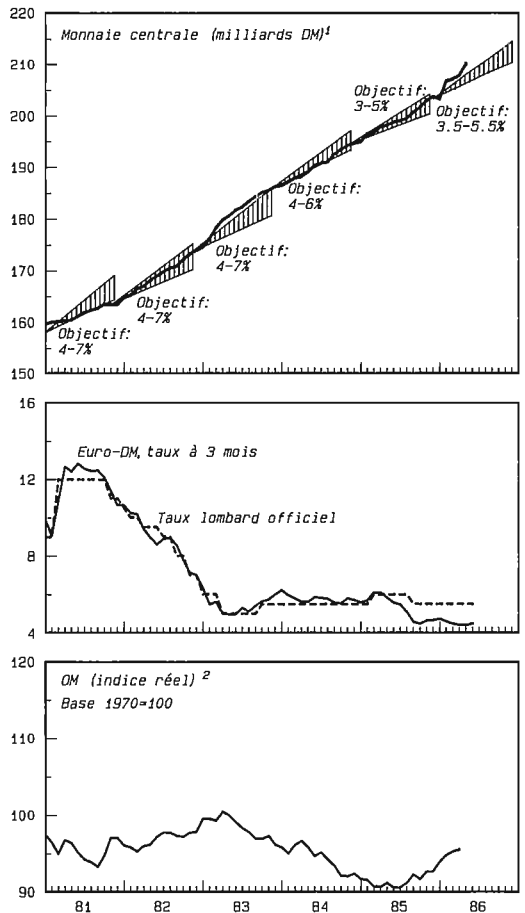


l'intérieur du corridor délimité par deux droites parallèles (voir graphique 3). Quant à  $M_2$  et à  $M_3$ , agrégats qui répondent à des définitions plus larges, elles ont évolué, l'une à la limite inférieure de l'objectif de 6 à 9% et l'autre à l'intérieur de cette fourchette. L'expansion de  $M_1$  a été plus forte que celles des autres agrégats, du fait notamment de transferts engendrés par l'évolution des taux d'intérêt. Si les taux à long terme ont été nettement orientés à la baisse à partir du mois d'octobre 1985, les rémunérations à court terme, longtemps stables, n'ont fléchi qu'au début du mois de mars. La banque centrale américaine a soutenu ce mouvement en réduisant son taux de l'escompte, en deux étapes, de 7½ à 6½%. Au début de mai, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-dollars s'inscrivait à 6¾%, soit un point au-dessous de son niveau du début de l'année.

### République fédérale d'Allemagne

L'amélioration de la conjoncture a continué au premier trimestre en République fédérale d'Allemagne. La croissance en un an du *produit national brut réel* a cependant faibli en raison du net ralentissement de l'expansion des exportations; selon de premières estimations, elle a été de quelque 2%. L'emploi a continué sa progression, mais à un rythme pas assez vigoureux pour permettre une diminution notable du taux de chômage. En avril, ce taux était à 9,2%. Un net raffermissement de la demande intérieure est attendu au cours de l'année, la consommation privée devenant, selon des prévisions, le principal moteur de la conjoncture. Des effets stimulants viendront non seulement des allègements fiscaux introduits au début de l'année, mais aussi de la baisse des prix du pétrole, mouvement qui engendre une hausse du pouvoir d'achat des ménages. Comme précédemment, des impulsions devraient découler également des investissements en biens d'équipement et, dans une mesure accrue, des constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat. Dans l'ensemble, les principaux instituts de recherches économiques s'attendent à une accélération de la croissance économique, le rythme d'expansion passant, selon leurs prévisions, de 2,4% en 1985 à 3,5% cette année.

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

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

Après avoir augmenté de plus de 10% en 1985, les ventes à l'étranger ont stagné en valeur, au premier trimestre, à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Toutefois, comme les importations ont diminué en valeur, à la suite de baisses de prix, l'excédent de la balance commerciale s'est accru fortement pour atteindre 22,2 milliards de marks, soit près du double du solde du premier trimestre de 1985. Le déficit étant resté inchangé du côté des invisibles, l'excédent de la balance des transactions courantes a augmenté à 19 milliards de marks.

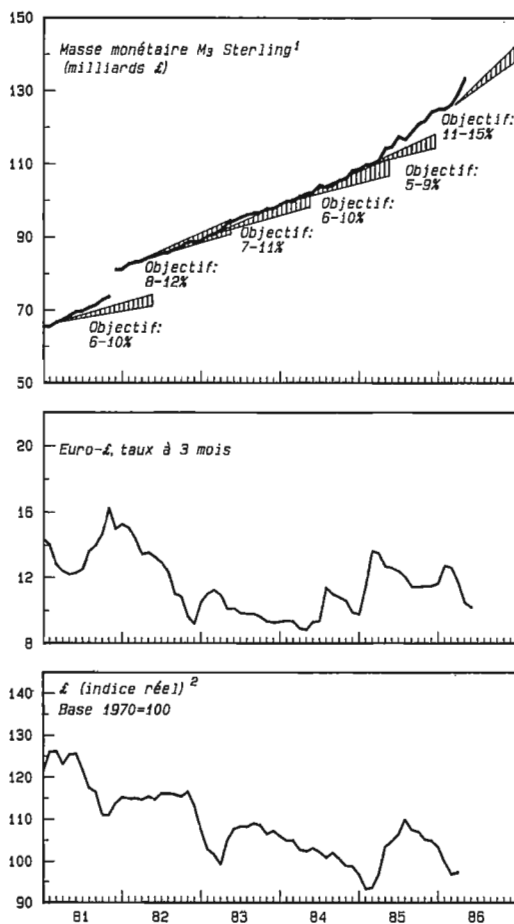
Les pressions inflationnistes ont faibli sensiblement au premier trimestre, grâce à la baisse des prix du pétrole et à la revalorisation du mark. Les prix à la consommation ayant diminué d'un mois à l'autre, en février et en mars, le taux annuel de renchérissement a passé de 1,3% en janvier à 0,1% seulement en mars; au mois d'avril, les prix à la consommation étaient même inférieurs de 0,2% au niveau enregistré un an auparavant.

Au premier trimestre, la croissance de la monnaie centrale a été supérieure à l'objectif de 3½ à 5½%, fixé pour 1986. Par rapport au dernier trimestre de 1985 et en rythme annuel, elle était de près de 7% en mars. A la faveur d'une action concertée avec les autorités monétaires américaines et japonaises, la *Banque fédérale d'Allemagne* a ramené son taux de l'escompte de 4 à 3½% au début de mars. Mais, contrairement au Système de Réserve Fédérale et à la Banque du Japon, les autorités monétaires allemandes ont renoncé, six semaines plus tard, à une nouvelle baisse du taux de l'escompte. Un nouveau repli des taux allemands à court terme ne semblait pas indiqué, l'expansion de la monnaie centrale étant supérieure à l'objectif et le mark étant entré, après le réajustement opéré au sein du SME, dans une phase de faiblesse face au franc français.

### Royaume-Uni

Selon des estimations provisoires, le *produit intérieur brut réel* dépassait au premier trimestre d'environ 2,5% son niveau de la période correspondante de 1985. La consommation privée, qui a augmenté de 3,7%, est restée le principal soutien de la croissance. Les exportations ont par contre continué leur mouvement de recul; au premier trimestre, elles étaient inférieures, en valeur, de quelque 9% au résultat des trois premiers mois de 1985. Comme les importations ont reculé à peu près dans la même proportion, le déficit de la balance commerciale s'est maintenu approximativement à son niveau du premier trimestre de 1985, soit à 1,3 milliard de livres. En revanche, la balance courante a enregistré un excédent de 863 millions de livres, contre 374 millions un an auparavant.

Graphique 5: Royaume-Uni



<sup>1</sup> Données cvs; modification d'ordre statistique au mois de novembre 1981; objectifs: du mois de février au mois de mars de l'année suivante (source: Banque d'Angleterre)

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

Les résultats de l'enquête conduite en mars par la Confederation of British Industries montrent que le climat s'est amélioré dans l'industrie au cours des premiers mois de l'année. Les entrées de commandes ont augmenté, et les perspectives d'exportations sont jugées avec plus d'optimisme. De plus, la chute des prix pétroliers devrait agir favorablement sur le bénéfice de la plupart des entreprises. Dans ces conditions, les investissements industriels, qui avaient progressé de 7% en termes réels en 1985, devraient continuer de croître au premier semestre.

En dépit de la conjoncture globalement bonne et de la hausse de l'emploi, la situation ne s'est guère améliorée sur le marché du travail. Le taux de chômage a encore augmenté légèrement pour atteindre 13,2% en moyenne au premier trimestre. En revanche, le taux de renchérissement a reculé nettement, passant à 3% en avril.

Pour l'exercice budgétaire qui a pris fin en mars, les comptes se sont soldés par un déficit de 5,9 milliards de livres, soit un montant nettement inférieur tant au déficit de l'exercice précédent (10 milliards) qu'à celui du budget (7 milliards). Les dépenses ont pu être cantonnées dans les limites fixées, et les recettes ont augmenté plus que prévu. La part du déficit public au produit intérieur brut a reculé de 3 à 1,6%. Le budget de l'exercice 1986/87, entré en vigueur au début d'avril, montre que la politique budgétaire reste axée sur la consolidation des finances publiques. La croissance des dépenses devrait se limiter à un peu moins de 5%, ce qui correspond à peu près au taux d'inflation prévu. Comme on s'attend à une nette diminution des recettes provenant des taxes pétrolières, le budget se solde toutefois par un déficit de 7,1 milliards de livres, montant aussi élevé que celui de l'exercice précédent. La promesse d'alléger les impôts a été partiellement tenue et le taux d'imposition minimal sur le revenu a été ramené de 30 à 29%.

Au mois de février, la masse monétaire  $M_3$  sterling était supérieure de 14,8% au niveau enregistré un an plus tôt. Quant à la base monétaire  $M_0$ , elle ne s'est accrue que de 3,5% en l'espace d'un an, soit à un rythme bien inférieur à l'augmentation des prix. Cette croissance très modérée et les taux d'intérêt à court terme, toujours élevés quand on les compare à la hausse des prix, incitent à penser que la politique monétaire britannique est plutôt restrictive. Comme les rémunérations servies sur les dépôts bancaires sont supérieures aux rendements des obligations de débiteurs du secteur privé – situation qui avait déjà pu être observée dans la période 1979/80 –, des transferts sont effectués vers les formes d'épargne bénéficiant d'une meilleure rémunération. Les agrégats monétaires qui, comme  $M_3$  sterling, englobent des actifs productifs d'intérêt croissent donc plus vite que la moyenne.

Pour la période correspondant à l'exercice budgétaire 1986/87, les autorités monétaires britanniques ont choisi d'axer de nouveau leur politique sur  $M_3$  sterling principalement. L'objectif de croissance de 11 à 15%, assigné à  $M_3$  sterling pour cette période, est très supérieur à celui de 5 à 9% qui avait été fixé pour l'exercice précédent et abandonné en automne 1985. Une fourchette de 2 à 6% a été fixée pour l'expansion de  $M_0$  (1985/86: 3 à 7%).

### France

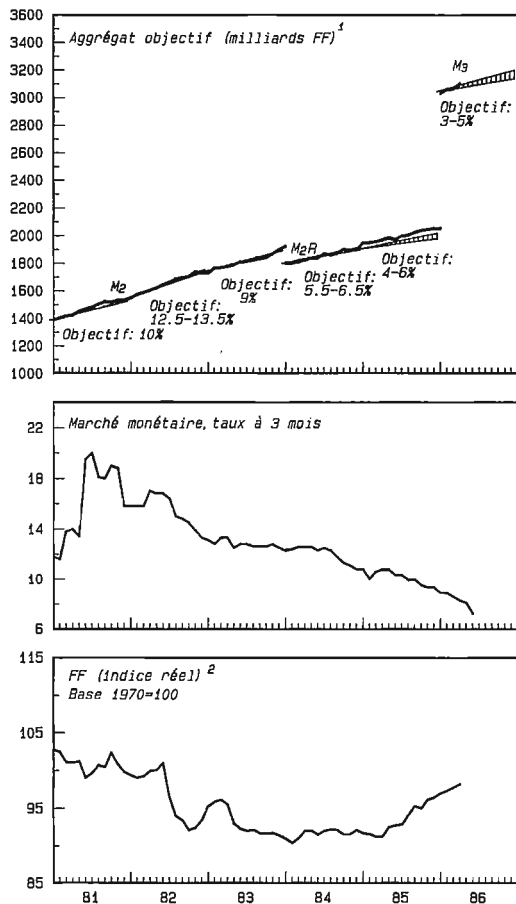
La croissance du *produit intérieur brut réel* s'est légèrement accélérée pour atteindre 2,4% au quatrième trimestre. La consommation privée a augmenté pour la première fois depuis deux ans, et les exportations ont elles aussi progressé en volume. Les investissements ont toutefois stagné. Au premier trimestre, la production industrielle s'inscrivait à son niveau de la période correspondante de 1985. Elle devrait cependant s'élever ces prochains mois, selon des enquêtes effectuées auprès des entreprises et les indicateurs avancés, calculés par l'OCDE.

Au quatrième trimestre de 1985, la balance des transactions courantes s'est soldée par un excédent de 6,1 milliards de francs français, après avoir été presque équilibrée au cours de la période précédente. Ce bon résultat est dû au déficit plus faible de la balance commerciale et aux excédents croissants des services et des revenus de facteurs.

Le taux de chômage, qui avait fléchi légèrement au dernier trimestre de 1985, a augmenté de nouveau pour s'inscrire à 10,2%. Le chômage est préoccupant, par son ampleur et, surtout, par sa structure. Un quart environ de la population active de moins de 25 ans est sans travail, et plus de la moitié des chômeurs sont sans emploi depuis plus d'un an. Quant au taux annuel de renchérissement, il a reculé, passant de 4,7% en décembre 1985 à 2,5% en avril.

Le nouveau gouvernement français, issu des élections législatives de mars, a présenté un projet de loi de finances rectificative, complétant le budget de 1986. Pour l'année budgétaire en

Graphique 6: France



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: Banque de France)

cours, il prévoit un supplément de dépenses de 22 milliards de francs français, en vue principalement de réduire les charges sociales des entreprises – une mesure destinée à promouvoir l'emploi des jeunes – et de fournir des subventions à la sidérurgie et à la Régie Renault. La hausse des dépenses sera compensée par des recettes accrues, tirées de la privatisation d'entreprises publiques, et par des économies réalisées dans d'autres catégories de dépenses, telles les sa-

lares des employés du secteur public. Le déficit budgétaire restera donc inchangé. Afin d'encourager le rapatriement des capitaux placés à l'étranger, ce projet prévoit, outre une levée partielle du contrôle des changes, une amnistie fiscale et douanière. Pour 1987, le gouvernement a l'intention également de diminuer les impôts sur le revenu des personnes physiques et morales et d'abolir l'impôt sur les grandes fortunes.

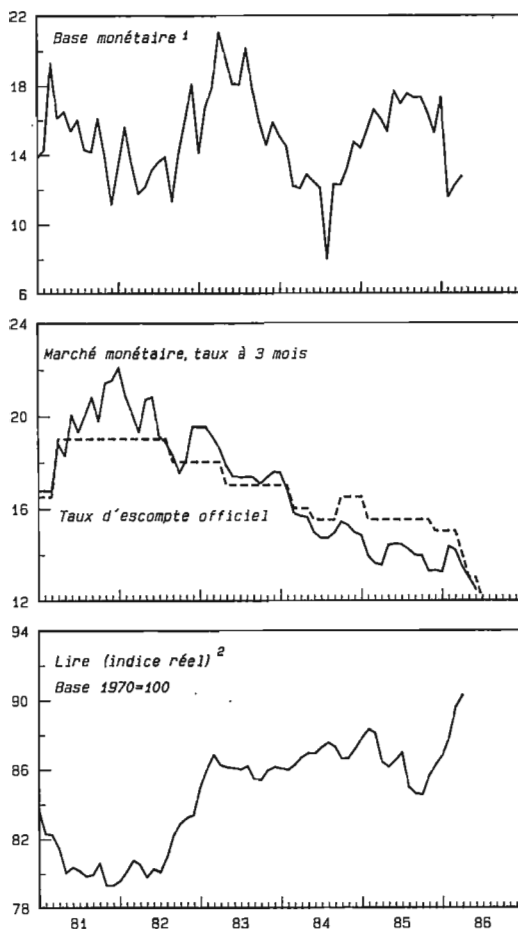
Dans son programme, le gouvernement envisage de démanteler le contrôle des changes, d'ici la fin de l'année, pour les transactions commerciales. Des premiers pas ont déjà été franchis dans cette voie. Ainsi, les investissements que les résidents font à l'étranger ne sont plus soumis à un plafond et l'obligation de convertir dans les quinze jours en francs français les recettes à l'exportation a été supprimée. En outre, les ventes à terme de francs français jusqu'à trois mois ont été autorisées et l'exonération fiscale, accordée jusqu'ici uniquement aux emprunts d'organisations internationales, libellés en francs français, a été étendue à ceux qui sont émis en monnaies étrangères.

Le 6 avril, dans le cadre du réajustement des parités du Système monétaire européen, le franc français a été dévalué de 3%; par rapport au mark allemand, sa dévaluation est cependant d'environ 6%. Etant donné la fermeté de la monnaie française après cette opération et les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation, la *Banque de France* a ramené son taux d'intervention, le 29 avril, de 7,75% à 7,5%; il s'agit de la quatrième réduction depuis le début de l'année. La croissance de l'agrégat monétaire  $M_3$  au cours des premiers mois de l'année ayant été un peu plus rapide que prévu, les taux des réserves minimales ont été relevés quelque peu.

### Italie

Une amélioration de la conjoncture s'est dessinée en Italie également. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la croissance du *produit intérieur brut réel* a été d'environ 2% au premier trimestre, soit approximativement le taux enregistré au dernier trimestre de

Graphique 7: Italie



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Banque d'Italie)

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

1985, mais l'expansion de la production industrielle s'est accélérée. Grâce à la hausse des bénéfices des entreprises – un effet de la baisse des prix du pétrole –, le Trésor italien escompte une expansion du produit intérieur brut réel d'environ 3,5% en 1986.

Au premier trimestre, les exportations ont diminué par rapport aux trois mois précédents, mais augmenté de quelque 5% par rapport à la période correspondante de 1985. Comme les im-

portations ont fléchi, le déficit de la balance commerciale s'est réduit de 8200 milliards de liras au premier trimestre de 1985 à 5680 milliards un an plus tard.

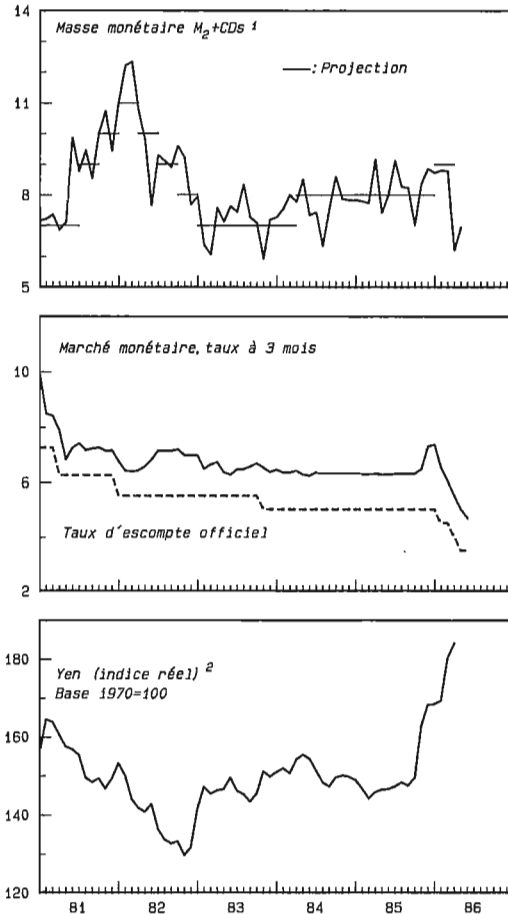
Sur le marché du travail, la situation ne s'est pas améliorée, bien que l'emploi ait augmenté. Le taux de chômage atteignait 11,2% au mois de janvier, contre 10,5% un an auparavant. En revanche, des succès ont été obtenus dans la lutte contre l'inflation. Le taux annuel de renchérissement a diminué de 9% en décembre 1985 à 6,6% en avril 1986.

La croissance de la masse monétaire a faibli légèrement au premier trimestre; au mois de mars toutefois, la base monétaire dépassait encore de plus de 12% le niveau observé un an auparavant. Après avoir nettement augmenté au début de l'année, les taux d'intérêt ont diminué parallèlement à la baisse du renchérissement. Le rendement des bons du Trésor à trois mois s'inscrivait à près de 13% au mois d'avril, contre 14,5% en janvier. Le taux officiel de l'escompte a été réduit de 15 à 13% en deux étapes, franchies l'une en mars et l'autre en avril; il a été ainsi adapté au recul des taux à court terme. En avril, les autorités monétaires ont assoupli des dispositions qu'elles avaient introduites au début de l'année pour soutenir la lire, et ont annoncé de nouvelles déréglementations.

## Japon

Selon des chiffres révisés, le *produit national brut réel* du Japon s'est accru à un rythme annuel de 7,2% au quatrième trimestre de 1985. Cette vive expansion est le fruit principalement d'une forte reconstitution des stocks et d'une augmentation des investissements en biens d'équipement. La progression du chiffre d'affaires du commerce de détail ainsi que le nombre accru des constructions mises en chantier au premier trimestre indiquent un nouveau raffermissement de la demande intérieure. Quant à la demande étrangère, elle a faibli, tendance qui peut être attribuée surtout aux pays du Proche-Orient, du Moyen-Orient et de la zone asiatique. En valeur, les exportations ont fléchi de 9% du premier trimestre de 1985 à la période corres-

### 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)

pondante de 1986. Etant donné la forte revalorisation du yen face à la monnaie américaine, la valeur en dollars des exportations s'est accrue cependant de 18%. Les importations ayant stagné en dollars, du fait de la baisse des prix des matières premières, l'excédent de la balance courante a passé de 9,4 milliards de dollars au premier trimestre de 1985 à 15,6 milliards un an plus tard.

Entre décembre 1985 et mars 1986, le taux de chômage a fléchi pour s'inscrire à 2,7%; il a ainsi

retrouvé approximativement le niveau observé un an auparavant. Le taux annuel de renchérissement a diminué de 1,9% en moyenne au quatrième trimestre de 1985 à 1,4% au trimestre suivant.

Etant donné l'affaiblissement de la demande étrangère, le gouvernement japonais a annoncé un train de mesures en vue de stimuler la conjoncture intérieure. Il prévoit d'adapter partiellement des prix administrés à la baisse des cours du pétrole et du dollar et d'avancer la réalisation de projets d'investissements publics.

En raison de la nette revalorisation du yen par rapport au dollar – 40% entre septembre 1985 et avril 1986 –, la Banque du Japon a maintenu le caractère légèrement expansionniste de sa politique monétaire. Au premier trimestre, la croissance annuelle de la masse monétaire  $M_2 + CD$  s'est accélérée pour atteindre 9% en moyenne et les taux d'intérêt ont continué leur mouvement de repli. Entre janvier et avril, la banque centrale japonaise a réduit son taux de l'escompte à 3½%, en trois étapes.

## Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)		1985a)			1986a)	
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	3,4	6,5	2,2	6,6	4,7	2,9	1,9	2,1	2,1	2,2
Rép. féd. d'Allemagne	1,6	2,7	2,4	3,2	2,7	0,4	3,5	3,3	2,4	-
Royaume-Uni b)	3,3	2,5	3,3	2,5	2,7	2,6	4,3	3,1	2,9	2,5
France b)	0,9	1,9	1,1	2,0	1,3	0,3	1,3	1,5	2,1	2,5
Italie b)	- 1,2	2,6	2,3	3,4	2,7	1,8	3,3	1,9	2,3	-
Japon	3,4	5,0	4,6	4,4	5,7	4,5	4,7	4,8	4,4	4,0
Suisse b)	0,7	2,1	3,2	2,0	1,9	2,0	3,4	3,2	4,0	-

a) Chiffres provisoires    b) BIP

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

	1983	1984	1985	1985		1986		1986		
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	3,2	4,3	3,5	3,4	3,5	3,1	3,9	3,2	2,2	1,6
Rép. féd. d'Allemagne	3,3	2,4	2,2	2,3	1,8	0,7	1,3	0,7	0,1	-0,2
Royaume-Uni	4,6	5,0	6,0	6,3	5,5	4,9	5,5	5,1	4,2	3,0
France	9,6	7,4	5,8	5,6	4,8	3,5	4,2	3,4	3,0	2,5
Italie	15,0	10,8	8,6	8,5	8,5	7,6	8,0	7,6	7,3	6,6
Japon	1,9	2,2	2,1	2,1	1,9	1,4	1,4	1,8	1,1	-
Suisse	2,9	2,9	3,4	3,2	3,1	1,5	2,2	1,3	0,9	1,0

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

	1983	1984	1985	1985		1986		1986		
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	9,6	7,5	7,1	7,0	6,9	7,0	6,6	7,2	7,1	7,0
Rép. féd. d'Allemagne	9,2	9,2	9,1	9,3	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,0
Royaume-Uni b)	12,3	12,7	13,1	13,1	13,1	13,2	13,3	13,3	13,2	13,3
France b), d)	8,9	10,2	10,5	10,6	10,1	10,2	10,2	10,2	10,3	10,4
Italie b)	9,9	10,4	10,6	10,7c)	11,1c)	11,2c)	11,2	-	-	-
Japon	2,6	2,7	2,6	2,6	2,9	-	2,7	2,6	2,7	2,9
Suisse	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7

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

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)		1985a)			1986a)	
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	- 4,6	- 107,4	- 117,7	- 32,5	- 25,5	- 24,2	- 27,7	- 29,3	- 36,6	-
Rép. féd. d'Allemagne	4,1	6,3	13,3	1,2	3,0	1,9	3,2	4,3	4,3	7,1
Royaume-Uni	3,8	1,5	3,8	- 0,4	0,6	- 0,5	1,8	1,5	1,3	1,3
France b)	- 3,5	- 0,8	0,4	0,5	- 0,2	- 0,7	0,4	0,0	0,6	-
Italie b)	0,5	- 4,2	- 4,6	0,8	- 1,6	-	-	-	-	-
Japon	20,8	35,0	49,2	8,7	11,6	9,4	12,1	11,7	16,1	15,6
Suisse b)	3,4	3,7	4,5	0,7	1,0	1,4	1,0	0,7	1,4	1,7

a) Chiffres provisoires    b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Aperçu

La phase d'essor dans laquelle l'économie suisse est entrée en 1983 s'est maintenue. Du troisième au quatrième trimestre de 1985, le *produit intérieur brut réel* a augmenté de plus de 5% en taux annualisé, après correction des variations saisonnières; par rapport au quatrième trimestre de 1984, son expansion a été de 4%. La croissance a continué au premier trimestre de l'année en cours. Dans l'industrie, le volume de la production a progressé de 1% en comparaison annuelle. Le nombre des personnes occupées a augmenté, et le taux d'utilisation des capacités s'est élevé, bien que d'importants investissements d'extension aient été entrepris. Sous l'effet de la conjoncture favorable, les importations ont continué de croître.

Comme dans d'autres pays, les impulsions venant de la demande intérieure ont gagné en vigueur, alors que celles qui découlent des exportations fléchissaient. Au premier trimestre, les exportations ont diminué en volume, après correction des variations saisonnières. Elles ne dépassaient, en volume toujours, que de peu leur niveau de la période correspondante de 1985. Tant l'évolution des importations de biens de consommation et du chiffre d'affaires du commerce de détail en termes réels que les résultats de l'enquête effectuée auprès des consommateurs par l'Office fédéral des questions conjoncturelles incitent à penser que les dépenses de consommation ont continué d'augmenter vigoureusement durant les premiers mois de 1986. Comme le recul des prix pétroliers engendre une hausse réelle des revenus des ménages, le rôle dominant que joue la consommation dans la conjoncture suisse aura plutôt tendance à se renforcer au cours des prochains mois. Quant aux investissements, ils sont restés très vigoureux au premier trimestre; les importations de biens d'équipement se sont accrues d'environ 13% par rapport aux trois premiers mois de 1985 et, en données corrigées des variations saisonnières, elles ont progressé également par rapport au trimestre précédent. D'après une enquête du Centre de recherches conjoncturelles

de l'EPFZ, les investissements devraient continuer à croître fortement ces prochains mois.

Depuis le début de l'année, la monnaie centrale ajustée a augmenté à un rythme correspondant à l'objectif monétaire de 2%. La baisse des rémunérations servies sur le marché monétaire a pris fin à la mi-février, mais le mouvement de repli des taux à long terme a continué. Le rendement moyen des emprunts fédéraux s'établissait à 4,2% en mars, contre 4,9% un an auparavant. A l'échéance trimestrielle, les avoirs en comptes de virements s'inscrivaient à 11,7 milliards de francs, contre 11,9 milliards l'année dernière.

Au premier trimestre de 1986, le cours du franc suisse, pondéré par les exportations, s'est raffermi, tant en termes réels que nominaux. Face au dollar des Etats-Unis et à la livre sterling, la revalorisation a été importante. Le neuvième réaligement des cours-pivots, qui a eu lieu au sein du SME le 6 avril, n'a eu aucun effet durable sur le cours du franc.

Le renchérissement a nettement diminué grâce notamment à la chute des prix du pétrole et de la hausse du franc suisse face au dollar. Au mois d'avril, l'indice des prix à la consommation ne dépassait que de 1% le niveau observé un an auparavant. L'indice des prix de gros a même reculé au cours des premiers mois de l'année.

### 2. Evolution de l'économie

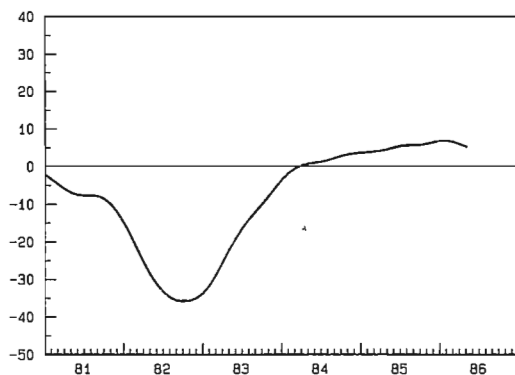
#### *Produit intérieur brut et production industrielle*

En termes réels, le produit Intérieur brut a augmenté de 4% du quatrième trimestre de 1984 à la période correspondante de 1985; un taux aussi élevé n'avait plus été observé depuis le troisième trimestre de 1980. Excepté les stocks, toutes les composantes de la demande ont contribué à cette expansion.

Tant l'indicateur composite du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ sur la marche des affaires que l'indice de la production industrielle incitent à penser que l'essor a gardé toute sa vigueur dans l'industrie au premier tri-



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



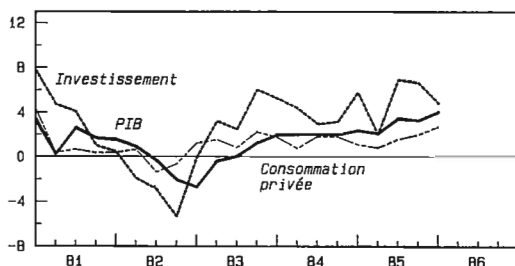
<sup>1</sup> Série lissée; l'Indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).

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

mestre. Bien que d'importants investissements d'extension aient été réalisés ces derniers trimestres, le taux d'utilisation des capacités a continué de progresser pour atteindre 87%, soit à peu près son niveau du milieu de 1980. La part des heures supplémentaires au total des heures travaillées n'a cependant plus augmenté.

L'industrie des biens d'équipement a encore pu renforcer sa position. Du fait de la hausse persistante du franc en termes réels, l'activité a faibli légèrement dans certaines branches de l'industrie des biens de consommation. Le processus

**Graphique 10: Produit intérieur brut réel<sup>1</sup>**



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

Source: Office fédéral de la statistique

de consolidation s'est poursuivi dans les branches liées à la construction.

La croissance des commandes passées à l'industrie a ralenti. Au quatrième trimestre de 1985, les entrées de commandes dépassaient de 3% leur niveau de la période correspondante de 1984, alors que l'expansion atteignait encore 6% au troisième trimestre et 7% au premier semestre. Dans les carnets de commandes, on note aussi un ralentissement, quoique plus atténué. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la tendance à la stabilisation a persisté au cours du premier trimestre de 1986. Néanmoins, les carnets de commandes sont toujours considérés comme satisfaisants, eu égard au potentiel de production, et les stocks sont bien adaptés à la demande. Selon plusieurs indicateurs avancés, l'essor de l'industrie devrait se maintenir dans l'ensemble ces prochains mois.

### **Consommation privée**

Bénéficiant de la hausse réelle des revenus, la consommation privée est devenue le principal moteur de la croissance économique. Au quatrième trimestre de 1985, elle dépassait de 2,7%, en termes réels, son niveau de la même période de 1984, enregistrant ainsi son taux d'accroissement le plus élevé depuis 1980. La tendance devrait se maintenir; au premier trimestre de 1986, le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé de 4,2% en termes réels, et les importations de biens de consommation se sont accrues de 5,4% en volume. Etant donné l'évolution de leurs ventes, les détaillants ont relevé leurs stocks. Pour les mois d'avril à juin, ils escomptent de nouvelles hausses du chiffre d'affaires. Depuis le début de l'année, l'indice du climat de consommation, calculé par la Commission pour les questions conjoncturelles, a marqué une fois encore une forte progression.

Le secteur touristique a bénéficié lui aussi de l'essor de la consommation. Au premier trimestre, le nombre des nuitées dans l'hôtellerie était supérieur de 5,7% au résultat des trois premiers mois de 1985; les nuitées de la clientèle suisse se sont accrues de 3%, et celles des hôtes

étrangers, de 8%. La vive progression des nuitées étrangères peut être attribuée aux touristes européens, en particulier français, britanniques et allemands.

### Investissements

Au quatrième trimestre de 1985, la croissance des investissements a ralenti à cause de l'expansion plus faible des constructions; en comparaison annuelle, elle a passé à 4,8% en termes réels. En revanche, la progression des investissements en biens d'équipement est restée très vigoureuse puisqu'elle a atteint 10% en termes réels. La croissance des importations de biens d'équipement au premier trimestre de 1986 et la hausse des commandes passées par des résidents donnent à entendre que les investissements en biens d'équipement devraient continuer à croître à un rythme rapide.

D'après les entrées de commandes et les projets de construction, la demande a faibli, au quatrième trimestre, dans le secteur de la construction de logements; en revanche, une nouvelle progression a pu être observée pour les constructions industrielles et artisanales. Selon une enquête annuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les constructions industrielles devraient croître vigoureusement en 1986. Pour près d'un quart des entreprises – soit deux fois plus qu'en 1985 –, l'extension des capacités est un objectif principal.

### Commerce extérieur et balance des transactions courantes

En comparaison annuelle, la croissance des exportations, en volume, a presque cessé au premier trimestre de 1986. Si les ventes à l'étranger de biens d'investissement ont encore progressé de 5,7%, celles de matières premières et de produits semi-ouvrés ont fléchi de 0,4% et celles de biens de consommation, de 2,5%. Les valeurs moyennes à l'exportation n'ont presque pas varié puisqu'elles n'ont augmenté que de 0,4% par rapport au premier trimestre de 1985. La métallurgie, qui vient en tête pour les exportations, a pu augmenter ses livraisons à l'étranger de 4,9% en volume, les prix de vente diminuant légèrement. Les exportations de l'industrie chimique ont toutefois reculé de 4,5%.

La répartition par pays montre que les exportations vers les Etats-Unis ont régressé de 12,1% en valeur par rapport au premier trimestre de 1985. La part des pays en développement au total des exportations suisses a faibli, passant de 18% au quatrième trimestre de 1985 à 16,4% le trimestre suivant. En revanche, celle des pays de la CEE a augmenté de 51,6 à 56,5%.

Contrairement aux exportations, les importations ont continué à croître vigoureusement en termes réels. Du premier trimestre de 1985 à la période correspondante de 1986, les achats à l'étranger de produits énergétiques ont augmenté de 14,3%, enregistrant ainsi le taux d'expansion le

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

	1982	1983	1984	1985	1986					1986
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Importations de biens d'équipement (volume)	- 5,8	7,3	3,6	8,7	2,5	4,1	12,4	10,4	13,8	13,1
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	- 3,6	7,2	- 6,4	- 15,0	8,8	- 24,4	- 19,9	11,8	- 22,8	- 4,0
Logements construits, dans 96 villes	6,7	- 5,7	6,9	- 2,3	4,9	- 5,6	- 18,1	- 0,3	13,6	- 1,3
Projets de constructions industrielles <sup>1</sup>										
- volume des projets	- 22,5	17,4	- 8,0	34,4	- 3,7	6,4	55,9	- 7,7	96,4	29,5
- nombre de projets	16,3	11,8	31,5	12,6	53,2	7,9	24,4	2,2	16,5	12,9

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

plus fort; du fait d'une reconstitution accélérée des stocks, les importations d'huile de chauffage se sont accrues de 41,6%, celle de diesel, de 24,5%, et celles d'essence, de 8,9%. Des taux d'expansion élevés ont été observés aussi pour

les achats à l'étranger de biens d'investissement (13,1%) et pour ceux de biens de consommation (5,4%). Par contre, les importations de matières premières ont stagné. La baisse des cours du dollar et des produits énergétiques a entraîné

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

	1982	1983	1984	1985a)	1986a)					
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Exportations, volume	-4,4	0,0	6,4	9,1	7,1	7,4	15,5	7,7	6,4	0,9
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	-3,3	6,5	9,8	7,9	8,1	7,3	12,2	8,5	4,1	-0,4
biens d'équipement	-4,6	-4,0	3,1	10,7	4,4	3,7	18,1	12,1	10,4	5,7
biens de consommation	-5,4	-2,7	6,4	8,8	8,8	12,6	16,6	1,9	4,3	-2,5
Valeurs moyennes à l'exportation	5,2	2,4	4,5	1,9	4,9	3,9	0,8	2,2	0,8	0,4
Importations, volume	-1,8	4,8	7,3	5,2	8,5	2,7	7,1	7,7	4,5	6,1
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	-3,4	4,9	10,1	7,6	10,1	7,4	10,7	7,9	4,6	0,8
biens d'équipement	-5,9	7,3	3,6	8,7	2,5	4,1	12,4	10,4	13,7	13,1
biens de consommation	3,0	1,0	9,6	2,5	14,5	1,8	4,9	3,8	0,8	5,4
Valeurs moyennes à l'importation	-1,1	-0,8	4,0	4,7	5,1	7,3	8,2	1,1	0,9	-6,0

a) Chiffres provisoires

<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

Source: Direction générale des douanes fédérales

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

	1982	1983	1984a)	1985*)	1986					
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
<b>Recettes</b>										
Exportations de marchandises	55,0	55,8	62,9	69,0	17,3	16,6	17,7	16,2	18,6	16,6
Commerce spécial	52,7	53,7	60,7	66,6	16,7	16,0	17,1	15,6	18,0	16,0
Autres exportations de marchandises <sup>2</sup>	2,3	2,1	2,3	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Exportations de services	14,6	16,0	17,4	19,8	3,4	4,8	4,7	6,0	4,3	5,0
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	24,3	23,4	26,6	28,6	6,9	7,4	7,3	7,0	6,9	7,0
Transferts sans contrepartie	1,7	2,0	2,2	2,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Total</b>	<b>95,5</b>	<b>97,2</b>	<b>109,1</b>	<b>119,9</b>	<b>28,2</b>	<b>29,4</b>	<b>30,3</b>	<b>29,9</b>	<b>30,4</b>	<b>29,2</b>
<b>Dépenses</b>										
Importations de marchandises	60,7	63,6	71,9	77,6	18,8	19,1	19,9	18,8	19,8	19,1
Commerce spécial	58,1	61,1	69,0	74,8	18,1	18,4	19,3	18,1	19,0	18,3
Autres importations de marchandises <sup>2</sup>	2,6	2,6	2,9	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Importations de services	8,0	8,2	9,2	10,0	1,9	1,5	2,6	3,9	2,0	1,5
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	15,1	13,4	15,0	16,3	3,9	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1
Transferts sans contrepartie	3,7	3,9	4,1	4,5	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
<b>Total</b>	<b>87,5</b>	<b>89,1</b>	<b>100,2</b>	<b>108,4</b>	<b>25,6</b>	<b>25,7</b>	<b>27,8</b>	<b>27,9</b>	<b>27,0</b>	<b>25,8</b>
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>11,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>

a) Chiffres provisoires

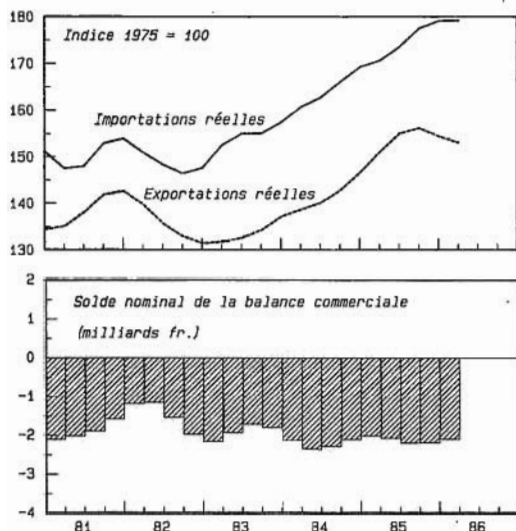
\*) Selon de premières estimations

<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

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

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

<sup>1</sup> Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

une diminution de 6% des valeurs moyennes à l'importation, par rapport au premier trimestre de 1985.

Si la part des pays en développement à l'ensemble des importations suisses a continué de régresser, celle des pays de la CEE a augmenté à environ 70%, dont 31% revenaient à la République fédérale d'Allemagne. Dans les échanges commerciaux avec les Etats-Unis, les importations ont reculé encore plus fortement que les exportations, en valeur.

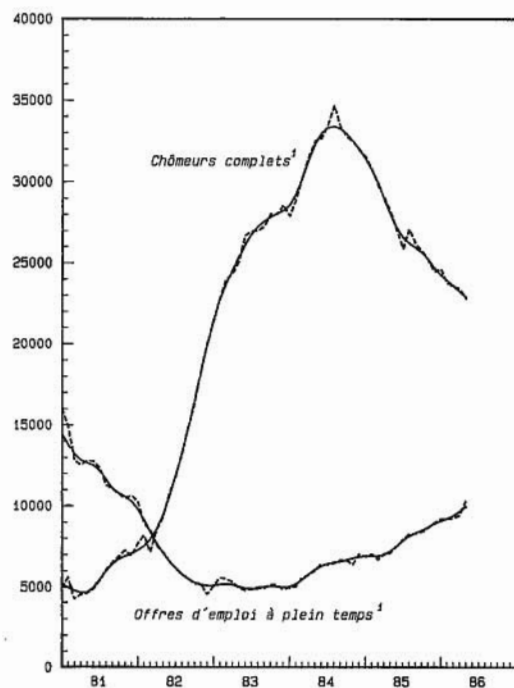
Etant donné la stagnation des importations et la légère hausse des exportations en valeur, le déficit de la balance commerciale a diminué, par rapport au premier trimestre de 1985, pour s'établir à 2,3 milliards de francs.

Au premier trimestre de 1986, la balance des transactions courantes (balance des revenus) s'est soldée par un excédent de 3,4 milliards de francs, montant qui correspond approximativement au résultat du trimestre précédent. En comparaison annuelle, le solde a toutefois fléchi, enregistrant ainsi sa première diminution depuis 1984. Ce recul s'explique surtout par la baisse

des revenus des capitaux placés à l'étranger, une conséquence de l'évolution des taux d'intérêt.

**Emploi et marché du travail**

Par rapport au premier trimestre de 1985, l'emploi a progressé de 0,9%. Comme les trimestres précédents, sa progression a été plus forte dans l'industrie (0,9%) que dans le secteur des services (0,8%). Dans la construction, il a fléchi toutefois de 2,2%, le recul observé dans le secteur principal n'ayant été que partiellement compensé par l'augmentation qui a eu lieu dans la branche des travaux d'aménagement et de parachèvement. La répartition par branches montre que le taux d'accroissement le plus fort a été enregistré de nouveau dans l'industrie des machines et appareils.

**Graphique 12: Marché du travail**

<sup>1</sup> 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)

	1982	1983	1984	1985	1986						
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	-1,1 <sup>2</sup>	-1,3	-0,4	0,8	0,9	1,0	0,9	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>3, 4</sup>	0,4	0,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Chômeurs <sup>4</sup>	13 220	26 288	32 061	27 025	22 977	24 763	26 948	24 476	27 225	25 142	23 750
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>4</sup>	36 611	48 930	11 232	2 133	712	1 604	2 144	1 951	2 934	1 546	1 285
Offres d'emploi à plein temps <sup>4</sup>	6 352	5 591	6 269	7 898	8 578	8 327	9 256	8 493	9 263	9 913	10 568

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente<sup>2</sup> Après correction du fait que le mois de relevé dans le secteur principal de la construction a été déplacé du 2e au 3e mois du trimestre<sup>3</sup> Nombre de chômeurs complets en % de la population active de 1980<sup>4</sup> En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

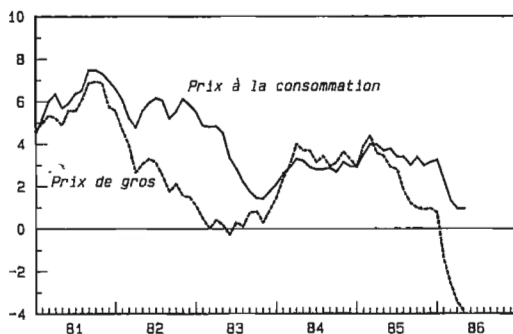
Source: La Vie économique, OFIAMT

Comme de coutume, le nombre des chômeurs a augmenté au début de l'année. En moyenne, 26 948 personnes étaient sans emploi au premier trimestre de 1986, soit environ un cinquième de moins qu'un an plus tôt. Le taux de chômage s'est réduit, passant de 0,9% en janvier à 0,8% en avril. Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a diminué nettement d'une année à l'autre, et les places vacantes ont augmenté. Il y avait une place vacante pour trois chômeurs au premier trimestre de 1986, alors que la proportion était encore de une à cinq un an auparavant.

### Prix et salaires

Au premier trimestre, le taux annuel de renchérissement a fléchi à 1,5% en moyenne. L'indice des prix à la consommation dépassait en avril de 1% le niveau observé un an auparavant (avril 1985: 3,6%). Le net recul du renchérissement peut être attribué principalement à la chute des prix du pétrole sur les marchés internationaux et à la baisse du cours du dollar. Les prix des marchandises indigènes ont augmenté encore de 2,9%, alors que ceux des biens importés enregistraient une diminution de 3,6%. Ces chiffres montrent que la tendance à la hausse des prix est actuellement bien supérieure à 1%.

En avril, les prix de gros étaient inférieurs de 3,9% à leur niveau du même mois de 1985. De

**Graphique 13: Evolution des prix<sup>1</sup>**<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente

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

mars à avril, ils ont fléchi de 0,4%, les prix des marchandises importées reculant de 1,9%, et ceux des biens indigènes, de 0,2%.

Quant aux salaires, ils ont augmenté de 3,8%, selon des calculs de l'OFIAMT, entre le premier trimestre de 1985 et la période correspondante de l'année en cours.

### 3. Évolution monétaire

#### Agrégats monétaires

Depuis le début de l'année, l'expansion de la monnaie centrale ajustée a suivi un sentier de croissance conforme à l'objectif de 2%. Les influences saisonnières et d'éventuelles irrégularités sont prises en compte dans la détermination de ce sentier. Cela n'exclut toutefois pas que des valeurs mensuelles peuvent parfois différer de la valeur moyenne servant d'objectif pour l'année entière. Une telle situation s'est produite au mois de janvier où, en raison d'un effet de base, la croissance annuelle de la monnaie centrale ajustée ne s'est inscrite qu'à 0,9%, conformément aux prévisions. Par la suite, des taux de croissance plus élevés ont de nouveau été enregistrés, de sorte que l'expansion annuelle moyenne a atteint 1,8% durant les mois de février à avril.

Les avoirs en comptes de virements, déduction faite des crédits destinés aux financements des échéances, ont progressé de 5,1% et les billets en circulation, de 0,7%. La croissance des billets en circulation s'est accélérée au cours des derniers mois, après avoir nettement ralenti en 1985. Au quatrième trimestre de 1985, elle s'était inscrite en effet à 0,3%, par rapport à la période

correspondante de 1984; en janvier, un recul de 0,2% avait même été enregistré.

La baisse des taux à court terme a provoqué des transferts entre les dépôts à terme et à vue et, partant, une accélération de la croissance de  $M_1$  en données corrigées des variations saisonnières; par contre, l'expansion de  $M_2$  a faibli. Au premier trimestre de 1986,  $M_1$  a progressé de 3,7%,  $M_2$ , de 4,9% et  $M_3$ , de 5,7%, par rapport au niveau observé un an auparavant.

#### Marchés monétaire et financier

##### Marché monétaire

Le marché monétaire suisse a montré des signes de légère tension entre les mois de février et d'avril. Cette situation s'est surtout traduite par des rémunérations relativement élevées de l'argent au jour le jour, qui, même en-dehors des échéances, n'ont guère baissé au-dessous de 2%. Les taux des autres dépôts sur le marché des euro-francs ont certes reculé de ¼ de point durant la première quinzaine de février. Mais ils ont augmenté jusqu'à la fin du mois d'avril pour atteindre de nouveau leur niveau du mois de janvier, soit 4,1% pour les fonds à trois mois.

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>
1982	22 064	0,7	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1985 1er trim.	23 838	3,6	7853	0,4	578	31 113	2,4
1985 2e trim.	23 520	1,8	7954	6,7	612	30 862	2,7
1985 3e trim.	23 263	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4e trim.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1er trim.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 janv.	24 209	- 0,2	8567	5,4	710	32 066	0,9
1986 févr.	23 662	0,4	7775	3,0	206	31 231	2,0
1986 mars	23 892	0,9	7923	0,5	432	31 383	1,5
1986 avril	23 797	0,9	7936	- 1,1	257	31 476	1,8
1986 mai	23 778	1,2	7882	- 0,2	239	31 421	2,0

<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>
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 <sup>2</sup>	0,0	7,3	4,9
1984 4e trim.	3,5	7,3	5,9
1985 1er trim. <sup>2</sup>	- 0,5	7,1	5,0
1985 2e trim. <sup>2</sup>	- 1,0	8,6	5,0
1985 3e trim. <sup>2</sup>	0,3	7,2	4,4
1985 4e trim. <sup>2</sup>	1,5	6,4	5,1
1986 1er trim. <sup>2</sup>	3,7	4,9	5,7
1986 janv. <sup>2</sup>	2,4	6,4	6,1
1986 févr. <sup>2</sup>	4,8	5,5	6,0
1986 mars <sup>2</sup>	3,9	2,7	5,0
1986 avril <sup>2</sup>	3,9	5,0	5,7

<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, et Bulletin mensuel BNS tableaux 11 et 12; Principauté de Liechtenstein = territoire étranger

<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

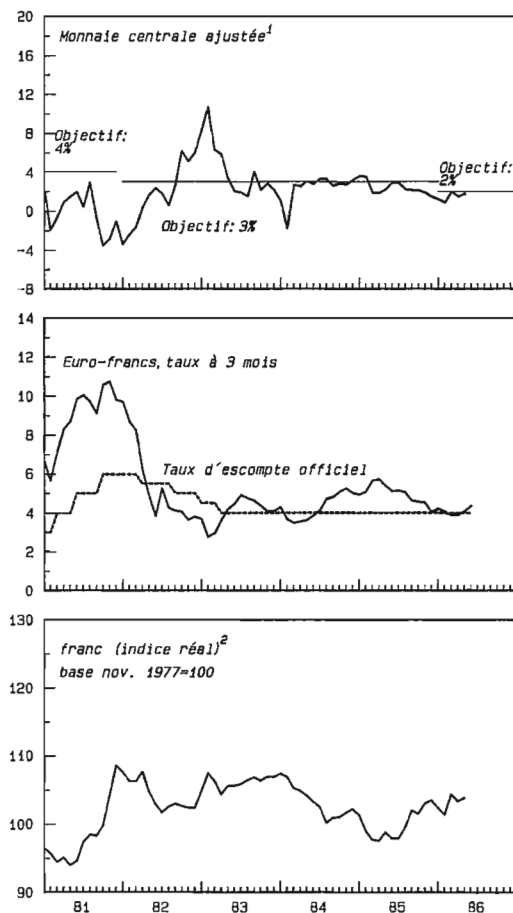
Comme les taux servis sur les dépôts en dollars ont constamment diminué jusqu'en avril, l'écart entre les taux des placements en francs et ceux en dollars s'est réduit sensiblement.

Au cours de la période considérée, la Confédération a placé chaque mois des créances comptables à trois mois. En outre, elle a émis des créances comptables à six mois en mars. Les rendements des créances comptables ont été en moyenne d'un demi-point inférieurs à ceux des dépôts de même durée sur le marché des euro-francs.

Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale ont totalisé 7,9 milliards de francs en moyenne entre les mois de février et d'avril 1986 et dépassaient ainsi de 0,7% leur niveau observé un an auparavant. A l'échéance trimestrielle, ils ont atteint 11,7 milliards de francs, contre 11,9 milliards à fin mars 1985. Une certaine tension a régné sur le marché à ce moment; il en a résulté des taux relativement élevés de l'argent au jour le jour.

### Marché des changes

Par rapport au franc suisse, le dollar s'est continuellement déprécié durant les mois de février à mai. Ayant oscillé entre fr. 2.- et fr. 1.80, il s'est inscrit en moyenne 80 centimes au-dessous de son cours moyen enregistré à la même période de l'an dernier. Par contre, le franc n'a quasiment pas varié face au mark allemand, à la lire italienne et au yen. De son côté, le franc français a perdu un peu de terrain vis-à-vis de notre monnaie. Malgré la baisse continue des prix du pé-

**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

trole, la livre sterling s'est redressée et a presque compensé sa faiblesse temporaire du mois de janvier. Le neuvième réajustement des cours-pivots qui a été opéré le 6 avril 1986 au sein du SME n'a pas eu d'influence durable sur les cours du franc dans les pays membres du SME, car il avait été anticipé au cours des jours ouvrables précédents.

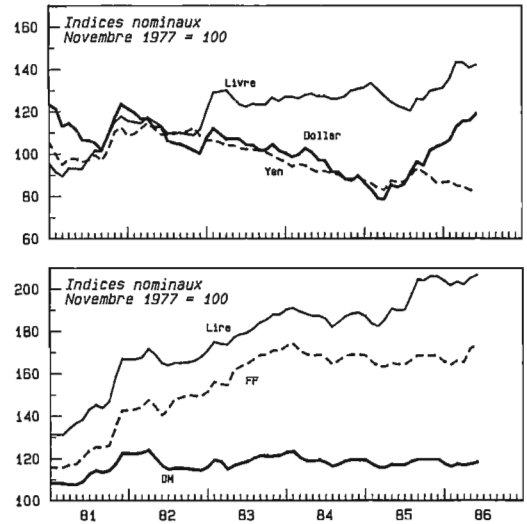
Par rapport à la période correspondante de 1985, le cours réel du franc s'est revalorisé au premier trimestre face aux monnaies de tous nos principaux partenaires commerciaux, à l'exception de la France. En termes réels, la plus forte hausse, soit 36,9%, a été enregistrée vis-à-vis du dollar; en s'établissant à 1%, l'augmentation est restée mesurée face au mark allemand. Pondéré par les exportations vers nos principaux partenaires commerciaux, le cours réel du franc a dépassé de 5,2% son niveau du premier trimestre de 1985.

### Marché des capitaux

Sur le marché des obligations, les débiteurs ont réduit, en février et en mars, d'un quart de point les coupons de leurs titres. Depuis, les taux des emprunts des collectivités publiques s'élèvent à 4¼% et ceux de la plupart des autres débiteurs, à 4½%. L'emprunt, émis en mars par la Confédération selon le système des enchères, a été assorti d'un coupon de 4¼%. Sur la base des souscriptions reçues, le prix d'émission a été fixé à 101%, ce qui, pour une durée de 15 ans, correspond à un rendement de 4,16%. Sur le marché secondaire, le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a diminué d'un quart de point environ entre le début du mois de février et la mi-mars, pour fluctuer ensuite aux alentours de 4,2% jusqu'à fin avril.

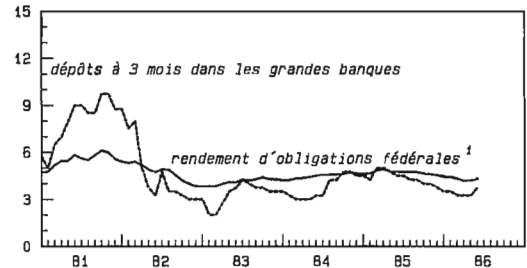
En mars, les grandes banques et les banques cantonales ont réduit d'un quart de point en moyenne les rémunérations de leurs obligations de caisse, les ramenant ainsi à 4¼% pour les titres de 3 et 4 ans et à 4½% pour ceux de 5 et 6 ans. Les taux servis sur les obligations de caisse de 7 et 8 ans ainsi que les taux des fonds d'épargne n'ont pas été modifiés.

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

Le prélèvement d'argent frais par l'émission publique d'obligations (sans les conversions) s'est inscrit à 9,3 milliards de francs au premier trimestre, contre 6 milliards un an auparavant. Comme les remboursements se sont élevés à 1 milliard (premier trimestre 1985: 1,3 milliard), le montant net prélevé sur le marché a atteint 8,3 milliards de francs (4,7 milliards). De cette somme, 27% revenaient à des débiteurs suisses.



### Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées au premier trimestre de 1986 ont porté sur 14,1 milliards de francs, soit le même montant qu'au dernier trimestre de 1985, mais 23% de plus qu'un an auparavant.

Par rapport au premier trimestre de 1985, les émissions publiques d'emprunts de débiteurs étrangers ont augmenté de 72% pour atteindre 6,7 milliards de francs. Cette hausse marquée s'explique par le nombre toujours considérable d'emprunts assortis de swaps de monnaies, à long terme, et par l'importance croissante des obligations à coupon zéro et des emprunts de durée illimitée («quasi permanents»). Atteignant 5,7 milliards de francs, les émissions de «notes» ne se sont accrues que de 3% environ. Quant aux crédits, ils ont reculé de 19% pour s'établir à 1,7 milliard de francs. Avec 48% au premier trimestre de 1986, la part des émissions publiques d'emprunts est restée prédominante; celle des «notes» s'est inscrite à 40%.

La répartition par pays ou par groupes de débiteurs montre que la part des pays industrialisés a passé de 77% au premier trimestre de 1985 à 85% au premier trimestre de 1986. 30% des exportations totales de capitaux soumises à autorisation revenaient à des débiteurs japonais. Dans ce dernier groupe, il convient de relever la très forte contraction de la part des titres convertibles au total des «notes»; cette part a reculé en effet de 62% au premier trimestre de 1985 à 5%

un an plus tard. En outre, 22% des «notes» émises par des emprunteurs japonais étaient assortis d'un droit d'option. Avec une part de 25%, les débiteurs américains ont aussi occupé une place importante sur le marché. La part des pays en développement, qui s'inscrivait déjà à un peu moins de 5% en 1985, est tombée au-dessous de 4%. Quant aux économies à planification centralisée et aux organisations internationales de développement, elles ont prélevé 2 et 9%.

### Bilans bancaires et crédits

La persistance de la croissance en termes réels et la baisse des taux d'intérêt ont influé sur l'évolution des bilans bancaires. Après la quasi-stagnation de 1985, l'expansion des bilans des 71 banques s'est accélérée graduellement – abstraction faite des effets découlant de la baisse du dollar – pour se chiffrer de nouveau au-dessus de 10% depuis le début de l'année. A fin mars, l'accroissement annuel de la somme des bilans atteignait 7,1% en données non corrigées des variations de cours. Quant aux fonds fiduciaires, ils ont reculé de 13,5% en raison de la part élevée des placements en dollars.

En ne s'établissant qu'à 6,8% à fin mars, du fait de l'évaluation des positions en dollars, le taux d'expansion des crédits tend à donner une image trop pessimiste de la conjoncture en Suisse. L'évolution des crédits à la clientèle suisse donne une meilleure idée de la vigueur de

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

	Emprunts <sup>1</sup>	«Notes»	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985 <sup>2</sup>	17 265,2	19 134,9	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1984 3e trim.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
1984 4e trim.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1er trim.	3 902,1	5 514,5	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2e trim.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3e trim.	4 086,7	3 664,2	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4e trim. <sup>2</sup>	6 532,2	5 550,0	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1er trim. <sup>2</sup>	6 706,5	5 708,3	1 145,1	534,7	14 094,6

<sup>1</sup> Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

l'activité économique. Depuis près de deux ans, les banques ont accordé chaque trimestre à des résidents environ les mêmes montants de crédits, des sommes quatre fois plus élevées que celles des trimestres correspondants de 1982, qui fut une année de récession. Aussi les crédits octroyés à la clientèle suisse ont-ils augmenté depuis la fin de 1984 à la cadence presque ininterrompue de 10% (fin mars 1986: 10%). Il s'agit du taux de croissance réel le plus élevé depuis l'essor des crédits observés au début des années septante. Par contre, des signes de ralentissement sont apparus dans les crédits à la clientèle étrangère; certes, la diminution des crédits en monnaies étrangères est due en grande partie aux fluctuations des cours de change, mais les crédits en francs tendent aussi à la baisse (-0,9%), en raison de l'affaiblissement des exportations.

Comme l'afflux des fonds de la clientèle n'a pas été suffisant pour financer tous les crédits, les banques ont diminué leurs placements financiers (avoirs nets en banque, papiers monétaires, papiers-valeurs et liquidités). Entre 1982 et 1984, ces placements avaient augmenté considérablement lorsque les crédits ne représentaient qu'une part relativement faible des montants importants déposés par la clientèle. Pour les banques, ils remplissent donc une fonction de régulation. Par rapport au premier trimestre de 1985, les banques ont surtout diminué leurs avoirs nets découlant d'opérations interbancaires et ont augmenté leurs positions en papiers monétaires et en autres titres. A fin mars, les liquidités détenues par les banques atteignaient un niveau de 6,8% supérieur à celui de l'année précédente. Cette évolution a résulté de la croissance du volume d'affaires, qui a entraîné une augmentation des liquidités minimales exigées par la loi. Comme les banques ont disposé de moins de liquidités en francs, la baisse s'étant inscrite à 6,4% en l'espace d'un an, elles ont de nouveau fortement recouru à celles en monnaies étrangères. S'inscrivant à près de 30% du total des liquidités, la part des monnaies étrangères a été la plus forte de ces dernières années. Les fluctuations des cours de change ont aussi ralenti la croissance des fonds de la clientèle, puisque celle-ci s'établissait à 4,3% à la fin du mois de mars. A la même date, la croissance annuelle des

fonds libellés en francs se chiffrait à 8,3%. Durant les six derniers mois, ces fonds se sont accrus à un rythme annuel de 8% environ, contre plus de 5% au cours du premier semestre de 1984.

La structure des fonds de la clientèle s'est profondément modifiée durant le premier trimestre. En raison de la baisse des taux à court terme, les montants provenant du remboursement de dépôts à terme fixe ont été toujours plus réinvestis dans des comptes d'épargne et de dépôts. Pour la première fois depuis deux ans, la croissance des fonds d'épargne a été supérieure à celle des dépôts à terme fixe en francs, les premiers augmentant de 6,3% et les seconds, de 1,1%. Stimulée par la baisse des taux d'intérêt, l'expansion annuelle des dépôts à vue en francs a passé de 6,9% à fin décembre 1985 à 9,8% à fin mars 1986. La plus forte augmentation, soit 16%, a été enregistrée par les obligations de caisse, car la baisse de leurs rémunérations n'a suivi qu'avec retard celle des autres taux.

## Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

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

---

A la fin des années soixante-dix, après une longue période de laxisme et d'inflation, la plupart des pays industrialisés modifièrent fondamentalement leurs politiques économiques, mettant l'accent sur la discipline budgétaire, la rigueur monétaire et favorisant l'initiative privée. L'évolution économique récente montre combien cette nouvelle orientation était judicieuse. L'inflation a fortement reculé et l'expansion économique repose désormais sur des bases apparemment plus solides. Certes, des déséquilibres fondamentaux demeurent et la route sera longue avant qu'elle ne débouche sur une croissance stable, durable et non inflationniste. Au milieu de la présente décennie, le bilan du retour à une orthodoxie économique et monétaire plus affirmée ne peut encore être complètement tiré, mais les progrès réalisés depuis cinq ans portent à un optimisme mesuré.

Après avoir survolé les principales tendances qui caractérisent l'économie mondiale à l'heure actuelle, je retiendrai votre attention plus particulièrement sur l'endettement international, sur la conjoncture de notre pays et sur la politique monétaire.

### La situation économique mondiale

Entre la situation économique de 1980 et celle d'aujourd'hui, le contraste est frappant. Dans les pays de l'OCDE, le taux d'inflation dépassait alors 12%; le deuxième choc pétrolier venait de se produire et les gouvernements semblaient incapables de contrôler l'expansion des dépenses publiques. Depuis lors, le renchérissement annuel s'abaisse à moins de 5%, le prix du pétrole tombe et, dans nombre de pays, la part du déficit budgétaire dans le produit national se réduit. Ces résultats n'ont cependant pu être atteints qu'au prix de lourds sacrifices tant étaient profonds les déséquilibres à corriger.

L'économie mondiale a subi entre 1981 et 1983 une longue récession dont les effets n'ont pas tous disparu. Longtemps, la reprise a été hésitante et asymétrique, ne semblant trouver sa source qu'aux Etats-Unis où l'expansion était soutenue par un déficit budgétaire et un endettement public grandissant. Elle ne paraissait alors pas pouvoir s'étendre durablement à l'économie mondiale.

Ces deux dernières années, en 1985 surtout, cette image a changé. La croissance a été mieux répartie, faiblissant aux Etats-Unis et s'accélégrant en Europe et au Japon. Cette évolution pourrait n'être qu'un retour de balancier provoqué par des facteurs temporaires tels que la surévaluation du dollar. Le développement est sans doute plus fondamental, reposant sur trois éléments nouveaux: une activité en reprise de l'économie américaine, des investissements plus vigoureux, particulièrement en Europe, et, plus récemment, la chute du prix du pétrole.

Aux Etats-Unis, les perspectives d'activité sont meilleures qu'il y a une année, même si elles restent marquées par des incertitudes et entachées de difficultés particulières telles que l'endettement excessif de certains secteurs. Toutefois, l'économie américaine fait preuve depuis plusieurs années d'un dynamisme certain tant sur le plan technologique que sur celui de la création d'emplois. Jusqu'à présent certes, ce phénomène a surtout affecté les services ou les activités de pointe, mais, après la correction du cours du dollar, il devrait progressivement s'étendre au secteur industriel lui-même. Cette probabilité devrait être renforcée par les nombreuses mesures de déréglementation et d'encouragement à la concurrence déjà prises qui ont rendu l'économie américaine plus souple et en ont amélioré la capacité d'adaptation.

En Europe et au Japon, la croissance, sans être spectaculaire, a été mieux équilibrée que par le passé. L'année 1985 a en effet vu se produire

\* Berne, le 25 avril 1986

une reprise de l'investissement industriel, particulièrement en Europe. Ces pays ont pu ainsi assurer une certaine relève dans le soutien à la conjoncture, rôle que l'économie américaine avait cessé de jouer dès l'été 1984. De plus, l'expansion en Europe et, dans une mesure encore relativement faible au Japon, intervient sans impulsion budgétaire et dans un mouvement de désinflation rapide. Cette évolution est d'autant plus réjouissante que les pays dont la croissance semble la plus assurée sont aussi ceux qui accordent priorité à l'orthodoxie des politiques économiques et monétaires. Ces succès-là ne peuvent qu'encourager les autres pays à s'engager plus résolument dans une voie qui porte déjà des fruits.

Aujourd'hui – phénomène normal après les chocs des années soixante-dix – c'est surtout le prix du pétrole qui frappe l'opinion. A supposer que la baisse intervenue soit durable et que le prix s'établisse à un niveau stable, quels peuvent en être les effets sur la croissance et l'équilibre économique mondial? A court terme, la réponse n'est pas claire, les gains et les pertes pouvant se compenser. Dans les pays industrialisés, les consommateurs – l'Etat s'il modifie la fiscalité – y gagnent alors que les producteurs nationaux d'énergie et les fabricants de biens fortement demandés par les pays pétroliers voient baisser la rentabilité de leurs investissements. Dans ces conditions, il convient de relever combien les variations brutales tant à la hausse qu'à la baisse de prix importants nuisent au bien-être économique. Maintenir une évolution harmonieuse de la structure des prix devrait donc rester un objectif essentiel de la politique économique, de la lutte contre l'inflation en particulier. A long terme cependant, la baisse du prix du pétrole sera certainement bénéfique. Une énergie meilleure marché augmentera en effet le potentiel de production des pays industrialisés, allégera le fardeau des pays en développement importateurs de pétrole et compensera en partie les pertes essuyées par certains pays producteurs en leur fournissant l'occasion de développer leurs exportations non pétrolières.

Cette meilleure répartition et cette meilleure qualité de la croissance économique dans le monde confirment trois principes essentiels qui avaient

été soit oubliés soit contestés. Tout d'abord, un déficit budgétaire accru ne constitue en rien un facteur indispensable à la reprise conjoncturelle et à la poursuite de l'expansion. Au contraire, lorsque l'endettement public devient trop important, il freine les investissements et réduit par là le dynamisme de l'économie. Deuxièmement, le secteur privé constitue le fondement essentiel de l'équilibre et du développement économiques. Redonner la première place à l'initiative des individus ainsi qu'à la concurrence intérieure et internationale est donc une tâche fondamentale pour les responsables des politiques économiques. Troisièmement, le combat anti-inflationniste n'entraîne pas de récession durable. Au contraire, l'absence d'inflation est à la base d'une croissance économique stable.

En dépit de la plus grande discipline observée actuellement dans la conduite des politiques économiques, certains problèmes fondamentaux demeurent: un trop fort chômage, notamment en Europe, un déficit budgétaire trop important, spécialement aux Etats-Unis. Les déséquilibres qui subsistent, en s'aggravant même dans certains cas, renforcent la volatilité des changes et les pressions protectionnistes. Que la première soit nuisible et qu'une plus grande stabilité du cours des devises soit désirable, il faut le souligner avec force, car, à mettre en évidence le côté positif des changes flexibles, on en arrive parfois à sous-estimer les effets négatifs de l'instabilité des changes. Après d'autres pays, les Etats-Unis viennent de subir durement les conséquences des mouvements de leur monnaie. Sa trop forte appréciation a littéralement asphyxié l'expansion américaine en paralysant de nombreux secteurs industriels et en évinçant les produits nationaux au profit des biens importés. A l'inverse, la baisse accélérée du dollar depuis le printemps 1985 pourrait faire renaître le spectre du renchérissement. Cette surévaluation de la devise américaine a par ailleurs exacerbé des tendances protectionnistes toujours latentes, à un moment où, plus que jamais, le libre-échange des marchandises, des services et des capitaux peut seul assurer l'équilibre de l'économie mondiale. La protection ne corrige pas, ou seulement d'une façon illusoire, les problèmes de balances des paiements qui pèsent si lourd à l'heure actuelle tant sur les économies industrialisées que

sur les pays endettés. Si des mesures d'ajustement sont nécessaires, il ne faut pas qu'elles prennent une forme protectionniste.

Dans ces conditions, les pays industrialisés doivent corriger en premier lieu leurs propres déséquilibres et faire converger leurs politiques économiques, budgétaires surtout, plus qu'ils ne le font actuellement. D'une rigueur monétaire maintenue avec constance et de l'équilibre des finances publiques devraient résulter des changes et des prix plus stables, des balances courantes mieux équilibrées et des taux d'intérêt réels plus bas. C'est ainsi que ces pays auront la meilleure chance d'assurer une croissance durable et de faire échec aux pressions protectionnistes dans le monde. Certains progrès ont été accomplis dans ce sens en 1985. Les ministres et les gouverneurs du Groupe des Dix ont clairement exprimé, au mois de juin à Tokyo, la nécessité d'une meilleure convergence des politiques économiques nationales. Ils se sont déclarés prêts à se soumettre à une surveillance mutuelle accrue, préfigurant, en quelque sorte, la déclaration du Groupe des Cinq publiée au mois de septembre à New York par laquelle les pays concernés sont convenus de rapprocher leurs politiques économiques et, dans l'immédiat, d'intervenir sur le marché des changes pour corriger la surévaluation du dollar. Les récentes assises du FMI à Washington ont confirmé que c'est par la voie de la convergence des politiques économiques que l'on doit viser à améliorer le fonctionnement du système monétaire international et non pas par la convocation d'une conférence particulière dont on ne voit pas, dans les circonstances présentes, quels pourraient en être les objectifs réalistes.

### **La dette internationale et l'initiative Baker**

La correction des déséquilibres qui affectent le monde développé est aussi nécessaire pour atténuer les effets négatifs de la dette internationale. Sur ce plan, les chiffres sont frappants. Entre 1970 et 1984, la dette des pays en développement a décuplé. Des erreurs de jugement ou de gestion expliquent en grande partie cette situation. D'une part, les responsables gouvernementaux dans ces pays ont surestimé la capa-

cité de leur économie à servir la dette extérieure. D'autre part, les capitaux prêtés n'ont pas été investis de la manière la plus productive. Le gaspillage et le désordre administratif aidant, une partie d'entre eux a été purement et simplement consommée, une autre a été replacée dans les pays industrialisés. Ces fuites de capitaux ont été fortement encouragées par des politiques hautement inflationnistes et des taux de change surévalués, les citoyens des pays en cause cherchant à protéger leurs épargnes contre la dépréciation et la dévaluation future de leur monnaie nationale. L'expression fuite des capitaux est ambiguë, car elle recouvre à la fois des placements d'origine criminelle ou moralement répréhensibles et des mouvements de fonds parfaitement explicables bien que regrettables sur le plan économique.

En adhérant à la *convention de diligence*, les banques suisses se sont engagées d'une part à ne pas aider activement la sortie de capitaux hors des pays étrangers, d'autre part à prendre toutes les mesures possibles *pour connaître le véritable détenteur des fonds*. Cependant le contrôle est loin d'être parfait, en partie parce que certains gestionnaires de fortunes professionnels entretiennent des relations privilégiées avec les banques. La récente décision du Conseil fédéral de bloquer les fonds détenus en Suisse par l'ancien président philippin Marcos a fait apparaître clairement aux yeux du public cette faiblesse de la convention de diligence. Pour la rendre plus étanche, il serait donc souhaitable de reconsidérer le rôle que jouent dans ce domaine les personnes tenues au secret professionnel.

Mais quelles qu'en soient ses origines, le surendettement international est une réalité. Pour pouvoir remplir leurs obligations, les pays débiteurs doivent dégager un excédent commercial suffisant, et donc, à plus long terme, accroître leurs exportations. Si, pour ce faire, une plus grande ouverture des marchés du monde industrialisé est nécessaire, ces pays doivent de leur côté développer des productions efficaces et appuyées par un taux du change réaliste. Une telle remise en ordre implique des corrections plus profondes, au niveau des marchés et des entreprises, que celles qui sont appliquées en premier ressort pour parer à un état de cessation de

palements. Ces mesures d'urgence ne peuvent tendre en effet qu'à rétablir les grands équilibres macroéconomiques tels que celui des finances publiques ou du commerce extérieur. Les pays endettés doivent maintenant s'attacher à restructurer leurs économies en vue d'une meilleure croissance. Dans la ligne d'une stratégie suivie dès 1982, l'initiative Baker relance fort opportunément l'idée de mesures à plus long terme, d'une réforme des structures mettant l'accent sur l'économie de marché – la reprivatisation, la libéralisation, la promotion des investissements nationaux et étrangers. Si ces efforts sont entrepris, ces pays pourront bénéficier de concours financiers officiels et de prêts bancaires accordés sur la base des programmes établis.

Les banques centrales des pays industrialisés ont accueilli favorablement l'initiative Baker, tout en soulignant qu'il incombe aux banques de leurs pays respectifs de décider dans chaque cas si elles sont d'accord, sous leur propre responsabilité, d'allouer des nouveaux crédits. C'est là en effet une tâche de banquiers commerciaux et non de banques centrales. Ces dernières, et parmi elles la Banque nationale, assument une tâche plus générale, à savoir le maintien des conditions nécessaires au bon fonctionnement des marchés monétaires et financiers internationaux.

Le FMI et la Banque mondiale se sont aussi engagés positivement dans ces processus de remise en ordre. Ce développement nous paraît d'autant plus opportun que nous entretenons d'étroits contacts avec les institutions de Bretton Woods. Depuis de longues années en effet, la Banque nationale est un observateur apprécié lors des réunions du Fonds monétaire international. Plus important encore, la Suisse a pleinement adhéré aux Accords généraux d'emprunts en 1984 devenant ainsi un membre à part entière du Groupe des Dix. Au cours des années, nous avons également pu développer de bonnes relations avec la Banque mondiale qui demeure le plus grand emprunteur sur le marché suisse des capitaux. Le résultat du vote sur l'entrée de la Suisse aux Nations Unies ne remet pas en cause l'étroitesse de notre collaboration avec les institutions monétaires et financières internationales. Serait-il possible, en dépit de la décision claire

du 16 mars, d'envisager pour un proche avenir l'adhésion de la Suisse aux Accords de Bretton Woods? Ce n'est pas l'avis de la Banque nationale, car un nouveau vote négatif du peuple suisse nuirait fortement aux excellentes relations de notre pays tant avec le FMI qu'avec la Banque mondiale. Ces relations sont importantes pour notre économie et il convient de ne pas les mettre en danger par une précipitation inconsidérée.

### **Conjoncture, inflation et politique monétaire en Suisse**

Je me tourne maintenant vers la situation de l'économie suisse pour constater qu'elle est bonne dans l'ensemble. La croissance est vigoureuse, le renchérissement modéré et le taux de chômage très faible par comparaison avec l'étranger. En outre, malgré une légère flambée durant le premier semestre de l'an dernier, les taux d'intérêt ont retrouvé un niveau relativement bas. De plus, en dépit des fluctuations brutales du dollar, le franc suisse a évolué dans d'étroites limites face aux monnaies européennes et il n'y a pas lieu de le considérer comme menacé de surévaluation. Notre politique monétaire reçoit ainsi la consécration des faits. Sa stabilité et celle de la politique monétaire de nos principaux partenaires expliquent en grande partie le bon comportement du franc suisse.

Les influences extérieures, auxquelles l'économie suisse est très sensible à court terme, ont été particulièrement fortes l'an passé. A la croissance économique en Europe s'est ajoutée, spécialement durant le premier semestre, la surévaluation du dollar, conjonction qui explique l'augmentation substantielle du PNB. En 1985, le développement de nos exportations a été mieux réparti géographiquement qu'en 1984 où il s'était essentiellement concentré sur les Etats-Unis. De ce fait, l'activité industrielle suisse est devenue moins dépendante d'une conjoncture nationale particulière, ce qui la rend plus solide. En outre, cette meilleure répartition géographique montre que les efforts de restructuration consentis par nos industries d'exportation au tournant de cette décennie ont porté leurs fruits. Mais, vu le dynamisme des innovations technologiques, le pro-

cessus d'adaptation n'est jamais achevé. La restructuration permanente a toujours été une force de l'économie suisse et elle doit le demeurer à l'avenir.

Les influences externes se sont aussi fait sentir sur le front des prix l'an passé, le taux de renchérissement moyen s'étant légèrement accéléré. Ce mouvement n'avait cependant qu'un caractère temporaire; notre taux d'inflation est en effet tombé au-dessous de 2% durant le premier trimestre de cette année. Si la tendance à une certaine hausse de prix paraît faiblir, elle n'a pas encore été éliminée. A long terme, seule une croissance monétaire limitée peut contenir les pressions inflationnistes. C'est là une tâche permanente de la Banque nationale. Nous savons par expérience que l'inflation, qui se fait parfois oublier, peut réapparaître sournoisement si l'on ne reste pas vigilant. Dès que l'inflation s'apaise, les banques centrales sont tentées de donner une trop forte impulsion monétaire à l'activité. Lorsque la hausse des prix se ravive, il est trop tard et seule une austérité accrue permet d'éteindre le nouveau foyer. C'est pourquoi nous poursuivons une politique monétaire sans à-coup visant à maintenir des prix stables dans la moyenne durée.

A cette fin, la Banque nationale entend maintenir son contrôle sur la monnaie centrale ajustée comme elle l'a pratiqué depuis le début de cette décennie. Elle part de l'hypothèse raisonnable que le taux de croissance réel de l'économie suisse s'établira bon an mal an autour de 2% ces prochaines années. Dans ces conditions, et aussi longtemps que notre économie enregistre encore un certain taux de renchérissement, son produit national brut nominal s'élèvera à un taux supérieur à 2% par an. Pour que la politique monétaire ait la rigueur requise par l'objectif de stabilité des prix, le rythme de croissance moyen de la monnaie centrale devra rester notablement au-dessous de celui du produit national brut nominal. Une croissance monétaire annuelle de 2% nous paraît optimale dans les circonstances présentes. C'est d'ailleurs pourquoi, l'an passé, profitant de la bonne conjoncture, nous avons progressivement resserré les rênes monétaires pour nous rapprocher de notre objectif de croissance à moyen terme. D'entente avec le Conseil

fédéral, la Direction générale de la Banque nationale a fixé à 2% la croissance de la monnaie centrale ajustée pour 1986. Une fois encore, il faut rappeler que cet objectif a le caractère d'une ligne directrice. La Banque nationale entend s'y tenir sauf développements imprévus du cours des changes ou de la demande de monnaie.

Sur ce dernier point, le degré de rigueur de notre politique fait parfois l'objet d'interrogations. En fixant notre objectif, nous ne tiendrions pas assez compte de la croissance séculaire de la vitesse de circulation de la monnaie centrale. Cette accélération est rendue possible par le développement des techniques monétaires qui permettent aux agents économiques de régler plus de transactions avec relativement moins de billets. Une telle évolution se produit en Suisse comme ailleurs, mais elle est lente car une population ne change ses habitudes de paiements qu'insensiblement et n'accroît que progressivement son recours au chèque et à la carte de crédit. Pour déterminer son objectif de moyenne durée, la Banque nationale la prend d'ailleurs en considération.

La mise en œuvre d'un réseau informatisé de paiements interbancaires, le système SIC (Swiss Interbank Clearing), est un autre développement qui pourrait avoir une influence sur la rigueur de notre politique monétaire. Ce système, en accélérant la fréquence des compensations et en informant d'une façon continue chaque banque sur le solde de son compte à la Banque nationale, devrait permettre une meilleure gestion des liquidités bancaires. Nous sommes favorables à cette rationalisation et à l'utilisation du dernier cri de la technique. La Banque nationale doit cependant veiller à ce que les comptes de virements ne diminuent pas jusqu'au point où les banques ne pourraient fréquemment plus faire face, lors de la clôture, aux écarts entre les paiements reçus et à effectuer. Il n'entre pas dans les tâches de la Banque nationale de couvrir ce genre de risque en fournissant automatiquement la monnaie légale qui pourrait manquer au système. Si nous sommes disposés exceptionnellement, et selon notre jugement, à aider une banque confrontée à un problème passager de liquidité, nous ne sommes pas prêts à signer un chèque en blanc à l'ensemble du système ban-

caire. Si nous le faisons, nous perdrons la maîtrise de la monnaie centrale et par conséquent celle du moyen de maintenir la stabilité des prix. Face à ces perspectives, la Banque nationale se préoccupe d'assurer la sécurité et le bon fonctionnement des paiements interbancaires. Elle est d'avis qu'elle doit avoir la haute main sur un système tel que SIC dans lequel les transactions sont réglées avec de la monnaie centrale. La Banque nationale est prête à assumer une telle responsabilité qui permettra de faciliter les opérations de paiements comme la Constitution et la loi lui en font d'ailleurs devoir.

Dans l'environnement économique actuel, le paysage et le relief se modifient rapidement. Les points que j'ai abordés en témoignent. Il est donc indispensable que les responsables de la politique économique restent attentifs à la route qu'ils suivent, mais qu'ils ne perdent pas de vue leur destination. Sur cette route, la Banque nationale avance avec prudence mais aussi avec détermination. Elle applique sa politique en alliant la souplesse à la fermeté. Et surtout, elle ne perd pas de vue la tâche à laquelle elle est prédestinée: maintenir la stabilité des prix dans une économie d'équilibre et de progrès.



# Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank\*

Pierre Languetin, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Ende der siebziger Jahre, nach einer längeren Periode der Nachgiebigkeit und Inflation, haben die meisten Industrienationen ihre Wirtschaftspolitik grundlegend geändert. Das Hauptgewicht wurde wieder vermehrt auf Budgetdisziplin sowie eine restriktive Geldpolitik gelegt, und die private Initiative wurde gefördert. Die jüngste wirtschaftliche Entwicklung zeigt, wie sinnvoll diese Neuorientierung war. Die Teuerung ist stark zurückgegangen, und das Wirtschaftswachstum scheint künftig auf eine solidere Basis gestellt. Dennoch bleiben wesentliche Ungleichgewichte bestehen, und es ist noch ein langer Weg bis zu einem stabilen, dauerhaften und inflationsfreien Wachstum. Mitte dieses Jahrzehnts lässt sich die Bilanz der Rückkehr zu einer disziplinierten Geld- und Wirtschaftspolitik noch nicht vollständig ziehen, doch die in den letzten fünf Jahren erzielten Fortschritte geben Anlass zu vorsichtigem Optimismus.

Nach einem kurzen Überblick über die wichtigsten Tendenzen in der heutigen Weltwirtschaft möchte ich mich im folgenden insbesondere der internationalen Verschuldung, der Konjunktur in unserem Land und der Geldpolitik widmen.

## Die weltwirtschaftliche Lage

Der Unterschied zwischen der Wirtschaftslage von 1980 und der heutigen Situation ist frappant. In den OECD-Ländern überstieg die Inflationsrate zu jener Zeit 12%; der zweite Ölschock war eben eingetreten, und die Regierungen schienen ausserstande, die Zunahme der öffentlichen Ausgaben in den Griff zu bekommen. Seither ist die jährliche Teuerung auf weniger als 5% gesunken, der Ölpreis ist im Fallen begriffen, und in zahlreichen Ländern ist der Anteil des Budgetdefizits am Sozialprodukt rückläufig. Diese Erfolge

haben jedoch grosse Opfer erfordert, denn die Ungleichgewichte, die korrigiert werden mussten, waren schwerwiegend. Zwischen 1981 und 1983 wurde die Weltwirtschaft von einer lang andauernden Rezession getroffen, deren Folgen noch nicht vollständig verschwunden sind. Während längerer Zeit vollzog sich die Erholung nur zögernd und ungleichmässig; sie schien einzig und allein von den Vereinigten Staaten auszugehen, wo der Aufschwung von einem sich ausweitenden Budgetdefizit und der wachsenden öffentlichen Verschuldung getragen wurde. Deshalb schien er sich auch nicht dauerhaft auf die Weltwirtschaft ausdehnen zu können.

In den letzten zwei Jahren, insbesondere im Jahre 1985, hat sich dieses Bild gewandelt. Das Wachstum war besser verteilt; es schwächte sich in den USA ab, während es sich in Europa und Japan beschleunigte. Man könnte diese Entwicklung lediglich als Zurückschlagen des Pendels betrachten, ausgelöst durch vorübergehende Faktoren wie die Überbewertung des Dollars. Sie ist jedoch zweifellos grundlegenderer Art und beruht auf drei neuen Elementen: einer Wiederbelebung der amerikanischen Wirtschaft, vermehrter Investitionstätigkeit, vor allem in Europa, und – neuerdings – dem Preissturz beim Öl.

In den Vereinigten Staaten sind die Konjunkturaussichten besser als vor einem Jahr, auch wenn sie mit Unsicherheiten und mit spezifischen Schwierigkeiten wie der Überschuldung einzelner Industriezweige belastet sind. Seit mehreren Jahren legt die amerikanische Wirtschaft jedoch eine stärkere Dynamik sowohl im technologischen Bereich wie auch bei der Schaffung von Arbeitsplätzen an den Tag. Zwar betraf diese Entwicklung bisher vorwiegend den Dienstleistungssektor oder die Spitzentechnologie, doch nach der Kurskorrektur des Dollars dürfte sie nach und nach auch auf den eigentlichen Industriebereich übergreifen. Die Chancen dürften sich noch erhöhen dank der zahlreichen

\* gehalten in Bern am 25. April 1986

bereits eingeführten Massnahmen zur Deregulierung und Wettbewerbsförderung, welche die Flexibilität und die Anpassungsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft verbessert haben.

In Europa und Japan ist das Wachstum zwar nicht aufsehenerregend, aber ausgeglichener als früher. Im Jahr 1985 wurde namentlich in Europa ein eigentlicher Aufschwung bei den industriellen Investitionen beobachtet. So haben diese Länder für eine gewisse Ablösung als Stütze der Weltkonjunktur gesorgt, eine Rolle, die die amerikanische Wirtschaft seit dem Sommer 1984 nicht mehr innehat. Zudem vollzieht sich das Wachstum in Europa, und in einem noch relativ beschränkten Ausmass in Japan, ohne vom Budget ausgehende Impulse und bei raschem Rückgang der Inflation. Diese Entwicklung ist um so erfreulicher, als die Länder, deren Wachstum am gesichertesten erscheint, gleichzeitig jene sind, die einer disziplinierten Wirtschafts- und Geldpolitik Priorität einräumen. Diese Erfolge sind dazu angetan, andere Länder zu ermutigen, ihre Wirtschaftspolitik mit mehr Engagement in die gleiche Richtung zu orientieren.

Heute – und dies ist eine normale Erscheinung nach den Ölschocks der siebziger Jahre – ist vor allem die Entwicklung des Erdölpreises beeindruckend. Wenn einmal angenommen wird, dass der eingetretene Preisrückgang von Dauer ist und der Preis sich auf einem neuen, stabilen Niveau einpendelt, welches wären die Auswirkungen auf das Wachstum und das weltwirtschaftliche Gleichgewicht? Kurzfristig gesehen ist die Antwort nicht eindeutig; Vor- und Nachteile dürften sich etwa die Waage halten. In den Industrienationen profitieren die Konsumenten – oder der Staat, wenn er steuerliche Anpassungen vornimmt – während die inländischen Energieproduzenten und die Hersteller von Gütern, für die eine grosse Nachfrage aus den Ölländern besteht, die Rentabilität ihrer Investitionen schwinden sehen. In dieser Situation ist es angebracht, darauf hinzuweisen, wie sehr massive Schwankungen wichtiger Preise, sowohl nach oben wie nach unten, der Wirtschaft schaden. Die Gewährleistung einer harmonischen Entwicklung des Preisgefüges sollte somit ein wichtiges Ziel der Wirtschaftspolitik – und der Teuerungsbekämpfung im speziellen – bleiben. Auf

lange Sicht dürfte die Ölpreissenkung indessen durchaus von Vorteil sein. Tiefere Energiepreise erhöhen das Produktionspotential der Industrienationen, verringern die Last der ölimportierenden Entwicklungsländer und kompensieren teilweise die von einzelnen Produzentländern erlittenen Verluste, indem diese die Möglichkeit erhalten, ihre nicht-ölgebundenen Exporte zu fördern.

Die breitere und solidere Abstützung des weltwirtschaftlichen Wachstums bestätigt drei wesentliche Prinzipien, die entweder in Vergessenheit geraten oder bestritten worden sind. Zunächst ist ein erhöhtes Budgetdefizit keineswegs eine unerlässliche Voraussetzung für einen Konjunkturaufschwung und ein Andauern des wirtschaftlichen Wachstums. Im Gegenteil, eine allzu grosse öffentliche Schuldenlast brems die Investitionstätigkeit und vermindert somit die Dynamik der Wirtschaft. Zweitens stellt die Privatwirtschaft die hauptsächliche Grundlage für das Gleichgewicht und die Entwicklung der Gesamtwirtschaft dar. Der Einzelinitiative sowie dem Spiel der in- und ausländischen Konkurrenz wieder den ersten Platz einzuräumen, ist deshalb eine grundlegende Aufgabe der Verantwortlichen für die Wirtschaftspolitik. Drittens bringt der Kampf gegen die Inflation keine dauerhafte Rezession mit sich. Im Gegenteil, die Preisstabilität bildet die Grundlage für ein stabiles Wirtschaftswachstum.

Trotz der heute grösseren Disziplin in der Wirtschaftspolitik bleiben gewisse grundlegende Probleme bestehen: eine zu hohe Arbeitslosigkeit, namentlich in Europa, sowie übermässig hohe Budgetdefizite, vor allem in den Vereinigten Staaten. Die weiter bestehenden Ungleichgewichte, die sich in einzelnen Fällen sogar noch verschärfen, fördern sowohl Wechselkurschwankungen als auch den protektionistischen Druck. Dass solche Schwankungen schädlich sind, und dass eine grössere Stabilität der Devisenkurse wünschbar ist, kann nicht genügend betont werden, denn, wenn man die positive Seite flexibler Wechselkurse hervorhebt, unterschätzt man manchmal die negativen Auswirkungen von Wechselkursschwankungen. Nach anderen Ländern bekamen nun auch die Vereinigten Staaten die Folgen der starken Bewegun-

gen ihrer Währung auf empfindliche Weise zu spüren. Die übermässige Aufwertung des Dollars hat den wirtschaftlichen Aufschwung in Amerika buchstäblich erstickt und in zahlreichen Industriezweigen die Verdrängung einheimischer Produkte durch importierte Güter begünstigt. Umgekehrt könnte der beschleunigte Rückgang des Dollarkurses seit dem Frühling 1985 das Gespenst der Teuerung erneut heraufbeschwören. Die Überbewertung der amerikanischen Devisen hat ausserdem die stets latenten protektionistischen Tendenzen in einem Zeitpunkt verschärft, wo, mehr denn je, einzig der freie Austausch von Waren, Dienstleistungen und Kapital das Gleichgewicht der Weltwirtschaft gewährleisten kann. Protektionismus löst die gegenwärtig so schwer auf der Wirtschaft der Industriestaaten wie auch den Schuldnerländern lastenden Zahlungsbilanzprobleme nicht oder führt höchstens zu Scheinlösungen.

Anpassungsmassnahmen sind zwar notwendig, aber sie dürfen keine protektionistische Form annehmen.

In dieser Situation müssen die Industrienationen in erster Linie ihre eigenen Ungleichgewichte korrigieren und ihre Wirtschaftspolitik – vor allem auch ihre Budgetpolitik – besser als bisher einander angleichen. Eine stetige und straffe Geldpolitik sowie ein besseres Gleichgewicht bei den öffentlichen Finanzen dürften zu stabileren Wechselkursen und Preisen, ausgeglicheneren Ertragsbilanzen und niedrigeren Realzinssätzen führen. Damit haben diese Länder die beste Möglichkeit, sich ein dauerhaftes Wachstum zu sichern und den weltweiten Protektionismus in Schach zu halten. Im Jahre 1985 sind gewisse Fortschritte in dieser Richtung erzielt worden. Die Minister und Gouverneure der Zehnergruppe haben im Juni in Tokio nachdrücklich auf die Notwendigkeit einer besseren Konvergenz der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder hingewiesen. Sie haben ihre Bereitschaft erklärt, sich einer vermehrten gemeinsamen Aufsicht zu unterstellen. Damit nahmen sie gewissermassen die Erklärung vorweg, die im September von der Fünfergruppe in New York abgegeben wurde, wonach ihre Länder übereingekommen seien, ihre Wirtschaftspolitik einander anzunähern und ab sofort auf dem Devisenmarkt zu intervenie-

ren, um die Überbewertung des Dollars zu korrigieren. Die jüngsten Zusammenkünfte des Internationalen Währungsfonds in Washington haben bestätigt, dass ein verbessertes Funktionieren des internationalen Währungssystems auf dem Wege einer Konvergenz der Wirtschaftspolitik angestrebt werden soll, und nicht durch die Einberufung einer speziellen Konferenz, von der man unter den gegebenen Umständen nicht weiss, welche realistischen Ziele sie verfolgen soll.

### **Die internationale Verschuldung und die Baker-Initiative**

Eine Korrektur der Ungleichgewichte in den hochentwickelten Ländern ist ebenfalls nötig, um die negativen Auswirkungen der internationalen Verschuldung zu mildern. Die Zahlen in diesem Bereich sind frappant: Zwischen 1970 und 1984 haben sich die Schulden der Entwicklungsländer verzehnfacht. Diese Situation ist weitgehend auf Fehlurteile oder eine falsche Wirtschaftspolitik zurückzuführen. Einerseits haben die betreffenden Regierungsverantwortlichen die Kapazität ihrer Wirtschaft zur Bedienung ihrer Auslandsschuld überschätzt. Andererseits ist das geliehene Kapital oft nicht sinnvoll investiert worden. Verschwendung und administrativer Schlendrian trugen dazu bei, dass ein Teil davon ganz einfach konsumiert wurde, während ein weiterer Teil wieder in den Industrieländern angelegt wurde. Diese Kapitalflucht wurde durch eine äusserst inflationäre Politik und überbewertete Wechselkurse stark gefördert, und die Bürger der betroffenen Staaten waren darauf bedacht, ihre Ersparnisse gegen die Geldentwertung und eine künftige Abwertung ihrer nationalen Währung zu schützen. Der Ausdruck Kapitalflucht ist zweideutig, da er gleichzeitig Anlagen krimineller oder moralisch verwerflicher Herkunft und vollkommen legitime, wenn auch wirtschaftlich bedauerliche Geldbewegungen abdeckt.

Indem sie der Sorgfaltspflichtvereinbarung beigetreten sind, haben sich die Schweizer Banken verpflichtet, einerseits die Kapitalflucht aus Drittländern nicht aktiv zu unterstützen, andererseits alle denkbaren Mittel einzusetzen, um den wirtschaftlich Berechtigten der ihnen anvertrauten

Vermögenswerte zu ermitteln. Die Kontrolle ist indessen keineswegs vollkommen, nicht zuletzt, weil einige professionelle Vermögensverwalter eine Sonderbehandlung im Verkehr mit den Banken geniessen. Die vom Bundesrat unlängst verfügte Blockierung der Vermögenswerte des früheren philippinischen Präsidenten Marcos in der Schweiz hat der Öffentlichkeit diese Lücke im Sorgfaltsdispositiv der Banken deutlich vor Augen geführt. Um die Lücke zu schliessen, wäre es wünschenswert, die Rolle, welche Berufsgelohnsträger in diesem Zusammenhang spielen, neu zu überdenken.

Was immer aber die Ursachen sein mögen, die Internationale Überschuldung ist eine Realität. Um ihren Verpflichtungen nachzukommen, müssen die Schuldnerländer ausreichende Handelsüberschüsse produzieren und längerfristig ihre Exporte steigern. Dazu ist eine grössere Öffnung der Märkte der Industriestaaten notwendig. Die Schuldnerländer ihrerseits müssen, basierend auf realistischen Wechselkursrelationen, einen effizienten Produktionsapparat aufbauen. Dies bedingt eine tiefgreifende Strukturanpassung mit weitestgehenden Korrekturen in den Märkten und Unternehmen als kurzfristige Massnahmen, die vorgenommen werden, um eine Zahlungseinstellung zu vermeiden. Diese Notmassnahmen zielen nämlich lediglich auf die Wiederherstellung der makroökonomischen Gleichgewichte wie zum Beispiel der öffentlichen Finanzen oder des Aussenhandels. Die Schuldnerländer müssen nun bestrebt sein, ihre Wirtschaft im Hinblick auf bessere Wachstumschancen zu restrukturieren. Im Sinne einer seit 1982 verfolgten Strategie führt die Baker-Initiative in einem sehr geeigneten Zeitpunkt die Idee längerfristiger Massnahmen neu ein, einer Strukturreform, die das Hauptgewicht auf die Marktwirtschaft legt – Reprivatisierung, Liberalisierung, Förderung der inländischen und ausländischen Investitionen. Wenn diese Anstrengungen unternommen werden, können die betreffenden Länder auch auf offizielle Finanzhilfe sowie auf Kredite der Banken aufgrund festgelegter Programme zählen.

Die Zentralbanken der Industrienationen haben die Baker-Initiative positiv aufgenommen, wobei sie jedoch betonten, dass es Sache der Banken ihrer Länder sei, von Fall zu Fall selber zu ent-

scheiden, ob sie in eigener Verantwortung der Gewährung neuer Kredite zustimmen wollen. Dies ist in der Tat eine Aufgabe der Geschäftsbanken, nicht der Zentralbanken. Letztere, einschliesslich der Nationalbank, erfüllen eine allgemeinere Aufgabe, nämlich die Sicherung der notwendigen Bedingungen für ein einwandfreies Funktionieren der internationalen Geld- und Finanzmärkte.

Der Internationale Währungsfonds und die Weltbank haben sich ebenfalls in positivem Sinne in diesem Sanierungsprozess engagiert. Wir begrüssen diese Entwicklung, um so mehr als wir enge Beziehungen zu den Bretton-Woods-Institutionen unterhalten. Die Nationalbank ist in der Tat seit vielen Jahren ein geschätzter Beobachter bei den Zusammenkünften des Internationalen Währungsfonds. Zudem ist die Schweiz 1984 den Allgemeinen Kreditvereinbarungen vollumfänglich beigetreten und somit ein Vollmitglied der Zehnergruppe geworden. Im Lauf der Jahre haben wir auch gute Beziehungen mit der Weltbank – nach wie vor die grösste Kreditnehmerin auf dem schweizerischen Kapitalmarkt – aufgebaut. Das Ergebnis der Abstimmung über den Beitritt der Schweiz zu den Vereinten Nationen stellt unsere enge Zusammenarbeit mit den internationalen Währungs- und Finanzinstitutionen nicht in Frage. Wäre es möglich, trotz des klaren Entscheides vom 16. März, in naher Zukunft den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods ins Auge zu fassen? Die Nationalbank ist nicht dieser Meinung, denn ein erneutes negatives Abstimmungsergebnis des Schweizer Volkes würde die ausgezeichneten Beziehungen unseres Landes sowohl mit dem IWF wie auch mit der Weltbank stark belasten. Diese Beziehungen sind wichtig für unsere Volkswirtschaft, und es ist ratsam, sie nicht durch eine unüberlegte und überstürzte Handlungsweise zu gefährden.

### **Konjunktur, Inflation und Geldpolitik in der Schweiz**

Ich komme nun zur schweizerischen Wirtschaftslage und stelle fest, dass diese im grossen und ganzen gut ist: kräftiges Wachstum, mässige Teuerung und eine im Vergleich zum Ausland

äusserst niedrige Arbeitslosenquote. Zudem sind die Zinssätze, trotz eines leichten Anstiegs im ersten Semester des Vorjahres, auf ein relativ tiefes Niveau zurückgekehrt. Der Schweizer Franken hat sich, ungeachtet der extremen Schwankungen des Dollars, innerhalb enger Grenzen gegenüber den europäischen Währungen bewegt, und es besteht kein Anlass, eine Überbewertung zu befürchten. Unsere Geldpolitik wird demnach durch die Fakten legitimiert. Ihre Stetigkeit wie auch die Stetigkeit der Geldpolitik unserer wichtigsten Partner sind weitgehend verantwortlich für die Stabilität des Schweizer Frankens.

Die äusseren Einflüsse, die sich in der kurzen Frist auf die schweizerische Wirtschaft sehr spürbar auswirken, sind im vergangenen Jahr besonders stark gewesen. Das Wirtschaftswachstum in Europa ging Hand in Hand – namentlich im ersten Halbjahr – mit der Überbewertung des Dollars, ein Zusammentreffen, das die beträchtliche Steigerung unseres Bruttosozialprodukts erklärt. Im Jahre 1985 war der Zuwachs unserer Exporte besser verteilt als 1984, als er sich hauptsächlich auf die Vereinigten Staaten konzentrierte. Somit hat sich die Abhängigkeit der schweizerischen Industrie von der konjunkturellen Entwicklung eines einzelnen Landes verringert, und die Basis ist solider geworden. Ausserdem zeigt die bessere geographische Verteilung, dass die von unserer Exportindustrie beschlossenen Restrukturierungsmassnahmen Ende der siebziger und zu Beginn der achtziger Jahre Früchte getragen haben. Doch angesichts der Dynamik der technologischen Neuerungen ist der Anpassungsprozess nie abgeschlossen. Die permanente Restrukturierung war schon immer eine Stärke der schweizerischen Wirtschaft, und sie muss es auch in Zukunft bleiben.

Äussere Einflüsse sind im vergangenen Jahr auch an der Preisfront wirksam geworden, wo die durchschnittliche Teuerungsrate leichten Auftrieb erhielt. Diese Bewegung war jedoch nur vorübergehend; in der Tat ist unsere Inflationsrate im ersten Quartal dieses Jahres unter die 2%-Grenze gefallen. Auch wenn die Tendenz zu Preiserhöhungen sich abzuschwächen scheint, ist sie trotzdem noch nicht aus der Welt geschafft. Auf lange Sicht kann nur eine Begren-

zung des Geldmengenwachstums den Inflationsdruck eindämmen. Dies ist eine Daueraufgabe der Nationalbank. Wir wissen aus Erfahrung, dass die Inflation, die manchmal etwas in Vergessenheit gerät, heimlich wieder aufflackern kann, wenn wir nicht wachsam bleiben. Sobald sich die Teuerung zurückbildet, sind die Zentralbanken versucht, der Wirtschaft eine allzu starke Geldspritze zu verabreichen. Wenn dann die Preise erneut steigen, ist es zu spät, und einzig eine deutlich restriktivere Geldpolitik vermag das neu aufgeloderte Feuer wieder zu löschen. Aus diesem Grunde betreiben wir eine stetige, auf mittelfristige Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik.

Die Nationalbank beabsichtigt deshalb, ihre Kontrolle über die bereinigte Notenbankgeldmenge weiterhin – wie seit Beginn dieses Jahrzehnts – auszuüben. Sie geht von der Annahme aus, dass die reale Wachstumsrate der schweizerischen Wirtschaft sich in den kommenden Jahren im Durchschnitt um 2% bewegen wird. In diesem Fall und solange unsere Wirtschaft noch eine gewisse Inflationsrate verzeichnet, wird sich das nominelle Bruttosozialprodukt um mehr als 2% pro Jahr erhöhen. Damit die Geldpolitik genügend restriktiv ist, um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen, muss die mittlere Wachstumsrate der Notenbankgeldmenge deutlich unter jener des nominellen Bruttosozialprodukts bleiben. Ein jährliches Geldmengenwachstum von 2% schenkt uns unter den gegebenen Umständen optimal. Aus diesem Grund haben wir überdies im vergangenen Jahr, unter Ausnutzung der guten Konjunkturlage, die Geldzügel sukzessive angezogen, um uns unserem mittelfristigen Wachstumsziel anzunähern. Im Einvernehmen mit dem Bundesrat hat das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank das Wachstum für die bereinigte Notenbankgeldmenge für 1986 auf 2% festgelegt. Noch einmal muss darauf hingewiesen werden, dass dieses Ziel als Richtlinie zu verstehen ist. Die Nationalbank wird sich daran halten, sofern keine unvorhergesehene Entwicklung bei den Wechselkursen oder in der Geldnachfrage eintritt.

Was diesen letzten Punkt betrifft, so gibt der Restriktionsgrad unserer Politik zuweilen Anlass zu Fragen. Bei der Festlegung unseres Ziels

stellten wir das langfristige Wachstum der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge nicht genügend in Rechnung, wird uns zuweilen vorgeworfen. Diese Beschleunigung wird ermöglicht durch die Entwicklung des Zahlungsverkehrs, das den Wirtschaftsträgern erlaubt, mehr Transaktionen mit einer relativ kleineren Zahl von Noten durchzuführen. Eine solche Entwicklung findet wie andernorts auch in der Schweiz statt, doch sie vollzieht sich nur langsam, da ein Volk seine Zahlungsgewohnheiten nur ganz allmählich ändert und nur schrittweise dazu übergeht, Checks und Kreditkarten zu benutzen. Bei der Festlegung ihres mittelfristigen Ziels zieht die Nationalbank auch diese Entwicklung in Betracht.

Die Einführung eines elektronischen Interbanken-Zahlungssystems, SIC (Swiss Interbank Clearing), ist eine weitere Neuerung, die den Restriktionsgrad unserer Geldpolitik beeinflussen könnte. Indem der Rhythmus, mit dem Vergütungen vorgenommen werden, beschleunigt und jede Bank ständig über ihren Saldo bei der Nationalbank auf dem Laufenden gehalten wird, dürfte dieses System zu einer effizienteren Verwaltung der Bankenliquidität führen. Wir stehen einer solchen Rationalisierungsmassnahme und dem Einsatz der neusten technischen Mittel positiv gegenüber. Die Nationalbank muss indessen darüber wachen, dass die Girokonten nicht soweit abgebaut werden, dass die Banken beim Verrechnungsschluss oft nicht mehr den Ausgleich zwischen ein- und ausgehenden Zahlungen bewerkstelligen können. Es kann nicht Aufgabe der Nationalbank sein, diese Art von Risiko zu decken, indem sie der Geldwirtschaft automatisch fehlende Zahlungsmittel zur Verfügung stellt. Selbst wenn wir ausnahmsweise nach eigenem Ermessen einer Bank, die ein vorübergehendes Liquiditätsproblem hat, unter die Arme greifen, sind wir dennoch nicht bereit, einen Blankocheck zugunsten des gesamten Bankensystems auszustellen. In einem solchen Fall würden wir die Kontrolle über das Notenbankgeld verlieren und damit auch die Möglichkeit, die Preisstabilität zu erhalten. Angesichts dieser Perspektiven sorgt die Nationalbank in erster Linie dafür, dass die Sicherheit und das gute Funktionieren des Interbanken-Zahlungsverkehrs gewährleistet sind. Sie vertritt die Mei-

nung, dass sie die Kontrolle über ein System wie das SIC, in dem Notenbankgeld für die Transaktionen verwendet wird, ausüben sollte. Die Nationalbank ist bereit, eine solche Verantwortung zu übernehmen, die den Zahlungsverkehr erleichtert – wozu sie übrigens durch Verfassung und Gesetz verpflichtet ist.

Unser wirtschaftliches Umfeld ist einem raschen Wandel unterworfen; die dargelegten Beispiele haben es gezeigt. Es ist deshalb unerlässlich, dass die für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen ihre Aufmerksamkeit weiterhin auf den Weg richten, den sie begehen, aber dabei ihr Ziel nicht aus den Augen verlieren. Die Nationalbank geht mit Umsicht, aber auch mit Entschlossenheit voran auf diesem Weg. Sie verfolgt ihre Politik mit Festigkeit, gepaart mit Flexibilität. Vor allen Dingen aber hat sie ihr Augenmerk ständig auf die ihr bestimmte Aufgabe gerichtet: die Erhaltung der Preisstabilität in einer ausgeglichenen und prosperierenden Wirtschaft.

# La reproduction de billets de banque suisses

Philippe Cottier\*

La Banque nationale a récemment assoupli sa position vis-à-vis des reproductions de ses billets. Elle accorde désormais son autorisation générale dans deux cas où il n'y a aucun danger que la reproduction puisse passer pour un vrai billet. D'autre part, elle admet ne pouvoir s'opposer à certains types de reproductions ou imitations. Les lignes qui suivent présentent cette nouvelle pratique, avec ses fondements juridiques.

## 1. Introduction

Les billets de banque sont protégés, en Suisse, par plusieurs groupes de dispositions légales. Il y a d'abord les articles 240 et suivants du Code pénal<sup>1</sup>, qui répriment le faux monnayage; cela, le public le sait et le comprend. Mais, même si la personne qui reproduit un billet de banque n'a pas l'intention de commettre un faux, elle peut s'exposer à des poursuites selon l'art. 327 du Code pénal, s'il y a un danger de confusion avec le papier-monnaie véritable, ou selon la loi sur le droit d'auteur<sup>2</sup>, tant que les éléments artistiques du billet sont reconnaissables. Ce sont ces deux groupes – art. 327 et droit d'auteur –, moins connus et d'une application plus délicate, dont il sera question ici.

Il importe de bien distinguer la fausse monnaie de ce que nous appellerons les reproductions<sup>3</sup> de billets de banque. L'auteur de ces dernières n'a pas l'intention de fabriquer un faux; il compte plutôt utiliser l'image d'un billet à des fins tout à fait honorables: par exemple, attirer l'attention du client potentiel dans le cadre d'une publicité; décorer un objet; expliquer de quelle façon il faut introduire le billet dans un automate; ou encore illustrer des textes ayant trait aux banques, à l'argent, aux finances publiques. Souvent d'ailleurs, ceci implique une transformation du billet,

pour créer une image adaptée au but recherché. Cependant, la Banque nationale s'efforce d'exercer, par le biais du droit d'auteur, un contrôle sur ces reproductions, parce que certaines d'entre elles pourraient donner prétexte à de menues escroqueries.

Comment est-ce possible, avec la qualité technique des coupures actuelles? C'est précisément cette perfection, très efficace contre la fausse monnaie, qui a créé en Suisse une confiance extrêmement grande dans les billets de banque: les gens les acceptent en ne leur jetant qu'un bref coup d'œil. Aussi existe-t-il, beaucoup plus souvent qu'on ne le croit, un danger que de petits délinquants exploitent cette crédulité. Il s'agit d'une criminalité occasionnelle: c'est par hasard, lorsqu'une reproduction qui pourrait faire l'affaire parvient entre ses mains, que le délinquant conçoit l'idée de l'infraction. Les risques qu'il court sont d'ailleurs grands: l'imitation n'étant de loin pas parfaite, la victime s'apercevra rapidement de son erreur, et se souviendra peut-être de celui qui lui a remis le «billet». Mais les escrocs amateurs ne se laissent apparemment pas arrêter par cette considération.

De tels agissements, il est vrai, ne portent que sur des montants relativement modestes, et leur auteur sera puni pour escroquerie<sup>4</sup>. Toutefois une action préventive, visant à éviter que des reproductions dangereuses apparaissent, est sans nul doute préférable. C'est pour cette rai-

<sup>1</sup> Art. 240 (fabrication de fausse monnaie), 241 (falsification de la monnaie), 242 (mise en circulation de fausse monnaie), 244 (importation, acquisition et prise en dépôt de fausse monnaie), 247 (appareils de falsification et emploi illicite d'appareils), 249 (confiscation), 250 (monnaie et timbres de valeur étrangers). RS 311.0

<sup>2</sup> Loi fédérale concernant le droit d'auteur sur les œuvres littéraires et artistiques, du 7 décembre 1922. RS 231.1

<sup>3</sup> L'art. 327 parle de «contrefaçons ou imitations»; nous préférons utiliser le terme de «reproductions» qu'emploie la loi sur le droit d'auteur (art. 13, p. ex.), parce qu'il exclut toute confusion avec la fausse monnaie.

\* collaborateur au Service juridique de la Banque nationale suisse

son qu'a été établi l'article 327 du Code pénal, et que la Banque nationale fait appel au droit d'auteur.

## 2. L'article 327 du Code pénal suisse

L'art. 327 CP<sup>5</sup>, qui a été bizarrement rangé non parmi les normes sur la fausse monnaie, mais au milieu de contraventions à des dispositions de droit fédéral, réprime celui qui confectionne sans dessein de faux ou met en circulation des imitations de billets de banque qu'on pourrait confondre avec le modèle original. Il s'agit clairement d'une infraction de mise en danger, et même, puisque l'art. 327 s'applique aussi lorsque personne n'a été effectivement menacé, de mise en danger abstraite<sup>6</sup>. Celui qui crée ou diffuse des reproductions dangereuses sans avoir lui-même l'intention de tromper autrui n'est certes pas un criminel endurci, ce qui explique la peine assez modérée: les arrêts ou l'amende. La protection de l'art. 327 s'étend aussi aux billets étrangers. De 1906 à 1941, l'art. 70 de la loi sur la Banque nationale interdisait quasiment toute reproduction de billets de banque<sup>7</sup>. L'art. 327 CP, qui l'a remplacé, se limite, plus logiquement, aux contrefaçons ou imitations dangereuses.

L'art. 327 souffre cependant de deux lacunes importantes. D'abord, le critère du danger de confusion ne permet pas de délimiter clairement l'acte délictueux<sup>8</sup>. Les juges ont tendance à sous-estimer ce danger. Lorsqu'on présente à quelqu'un une imitation d'un billet de banque en lui demandant si elle est dangereuse, il recherchera des différences d'avec l'original, et il en trouvera facilement; mais si la personne n'est pas prévenue, les choses se passent fort différemment. Ensuite, l'art. 327 ne punit que des infractions intentionnelles<sup>9</sup>: l'auteur de la reproduction s'est rendu compte du danger qu'il créait, et a passé outre. Or, si l'on peut souvent parler de négligence, les cas d'intention sont en revanche très rares. De plus, la conscience de créer un danger ne laisse généralement pas de traces: si elle ne va pas de soi, elle est quasi impossible à prouver. Ainsi, il sera facile à celui qui reproduit un billet en noir et blanc, ou sur une seule face, ou qui prend la précaution d'y ajouter une surcharge, d'échapper aux poursuites en

prétendant avoir cru écarter tout péril. L'expérience montre pourtant que même ces changements considérables n'empêchent pas une utilisation frauduleuse.

## 3. Le droit d'auteur

Ces insuffisances de l'art. 327 CP ont conduit la Banque nationale à se tourner vers le droit d'auteur. Les billets suisses, par leurs qualités artistiques et graphiques, sont indiscutablement des créations originales des arts figuratifs, donc des œuvres protégées par la loi sur le droit d'au-

<sup>4</sup> Art. 148 du Code pénal suisse; la peine est la réclusion pour cinq ans au plus ou l'emprisonnement. Nous pensons qu'il y a concours, lorsqu'une personne remet une reproduction à titre de paiement, entre l'escroquerie (art. 148 CP) et la mise en circulation d'imitations dangereuses (art. 327 chiffre 1 al. 2 CP, voir note 5); dans une hypothèse comparable, Stratenwerth (*Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil II*, Berne 1974, p. 447-448) admet le concours entre l'escroquerie et la mise en circulation de fausse monnaie (art. 242 CP.)

<sup>5</sup> Art. 327 du Code pénal suisse:

1. Celui qui, sans dessein de commettre un faux, en particulier à titre de réclame, aura contrefait ou imité du papier-monnaie, des billets de banque ou des timbres officiels de valeur de Suisse ou de l'étranger de telle manière que ces contrefaçons ou imitations créent ou puissent créer facilement un danger de confusion avec le papier-monnaie, les billets ou les timbres véritables, celui qui aura importé de telles contrefaçons ou imitations, ou les aura mises en vente ou en circulation, sera puni des arrêts ou de l'amende.

2. Est réservée la reproduction de papier-monnaie, de billets de banque et de timbres officiels de valeur à des fins officielles, scientifiques ou d'information avec l'assentiment écrit de l'autorité compétente pour les émettre.

3. Les contrefaçons ou imitations, ou les imprimés qui les contiennent, seront confisqués.

<sup>6</sup> Cf. P. Logoz, *Commentaire du Code pénal suisse*, partie spéciale II, Neuchâtel 1956, p. 795; E. Hafter, *Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil, zweite Hälfte*, Berlin 1943, p. 572; G. Stratenwerth, *Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil II*, p. 443.

<sup>7</sup> «Celui qui aura confectionné ou répandu, à titre d'annonce, de réclame ou de simple plaisanterie, des imprimés ou vignettes imitant les billets de banque sera puni de l'emprisonnement jusqu'à trois mois ou de l'amende jusqu'à cinq cents francs.»

<sup>8</sup> Cf. Message du Conseil fédéral à l'appui du projet de loi révisant partiellement du Code pénal, FF 1949 I 1275, BBl 1949 I 1290. L'art. 327 a été légèrement modifié en 1950 (RO 1951 I 116; AS 1951 I 116).

<sup>9</sup> P. Logoz, *Commentaire du Code pénal suisse*, partie spéciale II, p. 796.



teur<sup>10</sup>. Cela signifie qu'il est interdit de les reproduire sans l'autorisation de l'auteur<sup>11</sup>; ce dernier peut néanmoins transférer ses droits à des tiers<sup>12</sup>. C'est ce qu'ont fait les créateurs des billets suisses. La BNS a acquis le droit exclusif de reproduire les images figurant sur ses coupures, comme l'a reconnu le Tribunal fédéral en 1973<sup>13</sup>. L'arrêt en question précise certains points: le fait que plusieurs personnes auparavant aient porté atteinte à un droit d'auteur ne rend pas celui-ci caduc<sup>14</sup>; le dessin figurant sur un billet, même diffusé à un nombre élevé d'exemplaires, ne devient pas un bien commun<sup>15</sup>; la Banque nationale n'a pas à prouver, lorsqu'elle dépose plainte pénale, qu'elle y a un intérêt déterminé<sup>16</sup>. Le droit d'auteur est donc solidement établi. Afin d'en informer le public, les billets de la série actuelle portent en marge l'abréviation (c) bien connue, qui indique le copyright de la Banque nationale. Quant aux billets étrangers, seules les banques centrales respectives peuvent faire valoir leur droit d'auteur.

La protection est valable cinquante ans après la mort de l'auteur<sup>17</sup>. Elle s'étend non seulement à des copies fidèles de l'original, mais aussi aux reproductions modifiées<sup>18</sup> (partielles, monochromes, surchargées, d'un format agrandi ou réduit), tant que les éléments artistiques de l'original restent reconnaissables. Parmi les exceptions au droit d'auteur que la loi prévoit expressément, seules deux méritent une mention: il n'est pas besoin d'une autorisation pour illustrer des manuels scolaires<sup>19</sup>, ni pour des comptes rendus d'événements d'actualité<sup>20</sup> – c'est-à-dire lorsque le billet lui-même constitue l'événement, par exemple lors de sa première mise en circulation<sup>21</sup>.

En cas de violation du droit d'auteur, la loi permet d'agir aux plans civil et pénal<sup>22</sup>. Mais comme la BNS ne subit normalement pas de dommage direct du fait d'une reproduction illicite, seule la voie pénale lui est ouverte. La peine prévue est l'amende jusqu'à cinq mille francs<sup>23</sup>. L'action pénale se prescrit par trois ans<sup>24</sup>. Les poursuites n'ont lieu que sur plainte<sup>25</sup>, et seules les infractions intentionnelles sont punissables<sup>26</sup>. Ce dernier fait explique la rareté des plaintes: la plupart du temps, le contrevenant ne sait pas qu'une autorisation de la BNS aurait été nécessaire;

celle-ci exige alors l'engagement écrit de respecter à l'avenir son droit d'auteur.

<sup>10</sup> La loi sur le droit d'auteur (LDA) mentionne à l'art. 1 al. 2, parmi les œuvres protégées, «les œuvres des arts figuratifs telles que les œuvres de dessin, de peinture, de sculpture, d'architecture, de gravure, de lithographie et d'arts appliqués».

<sup>11</sup> Art. 12 al. 1 LDA: «Le droit d'auteur garanti par la présente loi consiste dans le droit exclusif: 1. De reproduire l'œuvre par n'importe quel procédé...»

<sup>12</sup> Art. 9 al. 1 LDA: «Le droit d'auteur est susceptible de transfert et passe à l'héritier.»

<sup>13</sup> ATF 99 IV 50; JdT 1974 IV 25.

<sup>14</sup> Considérant 2: «des tiers ne peuvent se prévaloir du fait que le titulaire du droit a toléré l'usage de ce droit par d'autres personnes...»

<sup>15</sup> Considérant 3: «une œuvre, quelque protégée sur le plan du droit d'auteur, peut être mise en circulation à un grand nombre d'exemplaires sans que l'ayant droit, pour autant, perde son droit exclusif de la reproduire.»

<sup>16</sup> Considérant 2: la BNS «est donc en droit, dans un tel cas, de déposer une plainte pénale, sans qu'elle ait nécessairement à prouver qu'elle y a un intérêt déterminé.»

<sup>17</sup> Art. 36 LDA

<sup>18</sup> Art. 13 al. 1 LDA: «Le droit exclusif de reproduire l'œuvre se rapporte aussi bien à la reproduction pure et simple qu'à la reproduction modifiée...» Voir aussi ATF 99 IV 52, JdT 1974 IV 27.

<sup>19</sup> Art. 30 LDA: «Est licite: 1. La reproduction, dans des livres édités pour l'enseignement et désignés expressément comme manuels scolaires, d'œuvres rendues publiques des arts figuratifs ou de la photographie, en tant qu'elle sert à illustrer le texte; les sources doivent être clairement indiquées; la reproduction manifestement abusive n'est pas autorisée...»

<sup>20</sup> Art. 33bis LDA: «Sont licites l'enregistrement, la reproduction et la communication publique de courts fragments d'œuvres littéraires ou artistiques à l'occasion de comptes rendus des événements d'actualité par le moyen de la photographie, de la cinématographie ou par voie de radiodiffusion.»

<sup>21</sup> Jugement non publié du Tribunal cantonal vaudois du 9 janvier 1984: «Cette disposition aurait sans aucun doute été applicable s'il s'était agi d'un reportage consacré à la première mise en circulation du billet...: c'est le billet lui-même qui aurait constitué l'événement et il eût été licite de le reproduire en tant précisément qu'événement dont il s'agit de rendre compte.»

<sup>22</sup> Art. 42 LDA

<sup>23</sup> Art. 50 al. 1 LDA

<sup>24</sup> Art. 51 al. 1 LDA: «L'action pénale se prescrit par trois ans à partir de l'infraction.» Cette règle, qui déroge à la prescription annale valable généralement pour les contraventions (art. 109 CP), n'a pas été abrogée par l'art. 398 CP. En effet, les dispositions générales du Code pénal sont applicables à la répression pénale des infractions à la loi sur le droit d'auteur «à moins que cette dernière n'en dispose autrement» (art. 48 LDA), ce qui est le cas ici.

<sup>25</sup> Art. 47 al. 1 LDA

<sup>26</sup> Art. 46 LDA

La BNS dispose, avec le droit d'auteur, d'un instrument de dissuasion assez efficace. Il ne garde toutefois son efficacité que si on le fait valoir d'une façon très large, donc également contre des reproductions qui ne sont pas dangereuses en elles-mêmes. Sinon, on créerait l'impression que la reproduction des billets de banque est libre, et des imitations dangereuses apparaîtraient certainement, leurs auteurs ayant une nette propension à sous-estimer le danger de confusion. C'est cette considération qui a poussé la Banque nationale à maintenir jusqu'à récemment une pratique restrictive. Elle demandait que chaque reproduction lui soit soumise préalablement, et n'accordait d'autorisation que s'il y avait un lien étroit entre l'image et le contexte, ce qui excluait pratiquement les buts publicitaires. Mais le fait que la BNS s'oppose même à des reproductions inoffensives a été critiqué, notamment dans la presse. De plus, le droit d'auteur a montré certaines limites. La Banque nationale a donc décidé d'adopter une nouvelle position, dont les deux chapitres ci-dessous exposent les grandes lignes.

#### 4. Les limites du droit d'auteur

Parmi les reproductions ou imitations apparues ces dernières années, la BNS a dû reconnaître que quelques-unes échappaient à son droit d'auteur. D'une part, certaines imitations, tout en gardant l'aspect général d'un billet, n'en reprennent pas – ou du moins pas de manière suffisamment nette – les traits artistiques protégés. D'autre part, le droit d'auteur ne doit pas bloquer toute création postérieure ni entraver le développement des idées; la jurisprudence admet<sup>27</sup> qu'on s'inspire d'une œuvre préexistante pour créer quelque chose de nouveau. Ces principes permettent de distinguer trois catégories d'exceptions au droit d'auteur:

a) reproductions où l'image apparaît très floue ou sous un angle très oblique. On reconnaît encore un billet, mais aucun élément artistique protégé n'est clairement visible. Par exemple, les quotidiens présentent parfois des reproductions de petit taille, en noir et blanc: la trame efface les détails.

- b) billets de fantaisie, qu'on peut considérer comme de nouvelles œuvres au sens de la loi sur le droit d'auteur. Une nouvelle œuvre ne doit pas reprendre les dessins, le guillochage, le texte «Banque nationale suisse» et les signatures des billets officiels<sup>28</sup>; il est en revanche possible de maintenir la couleur, les proportions, les chiffres et les autres éléments d'importance secondaire, si bien que l'ensemble fera encore penser à un billet de banque. Si l'on vise un but publicitaire, ce procédé permet d'attirer le regard du client aussi bien qu'avec d'authentiques coupures.
- c) libre utilisation des billets de banque, afin de créer une œuvre originale qui porte l'empreinte personnelle de son auteur. Cette exception doit être interprétée restrictivement: il ne suffit pas de rajouter deux ou trois éléments à un billet pour en faire une œuvre originale. Selon le Tribunal fédéral, on peut parler d'utilisation libre si «l'individualité de l'œuvre d'art qu'est le billet de banque a passé au second plan et l'idée maîtresse du montage... supplante très nettement celle du billet de banque considéré comme une œuvre d'art.»<sup>29</sup>

La Banque nationale recommande, dans ces trois cas, de lui soumettre au préalable le projet, afin de s'assurer qu'il n'y aura pas de problèmes.

#### 5. La nouvelle pratique de la BNS

Lorsque le droit d'auteur est applicable, la Banque nationale accorde désormais plus largement son autorisation. Son attitude demeure prudente, car elle veut éviter, après avoir adopté une position très libérale, de devoir brusquement revenir en arrière. Le but prioritaire reste bien sûr d'assurer la sécurité des paiements et de sauvegarder la confiance dans les billets de banque, ce

<sup>27</sup> Cf. I. Cherpillod, *L'objet du droit d'auteur*, Lausanne 1985, p. 145.

<sup>28</sup> Les deux derniers éléments sont protégés non par le droit d'auteur, mais par l'art. 29 al. 2 du Code civil.

<sup>29</sup> Arrêt du Tribunal fédéral, non publié, du 21 mars 1985, dans la cause Th. Bouchat (rédacteur en chef de l'illustré) contre Banque nationale suisse.

qui implique que la reproduction doit être soumise à des restrictions. Cependant, les journalistes et les agences de publicité ont un intérêt en soi légitime à reproduire des billets, et la nouvelle pratique essaie d'en tenir compte. Elle vise aussi à assurer le respect des principes généraux du droit, comme l'égalité de traitement et l'interdiction de l'arbitraire, que le Tribunal fédéral a fait un devoir à la BNS d'observer même dans ses relations privées<sup>30</sup>.

La nouvelle pratique accorde une autorisation générale dans deux cas: les billets rappelés depuis deux ans au moins, et les reproductions très réduites, où les dimensions des côtés ne dépassent pas le cinquième de l'original. L'autorisation générale signifie que la Banque nationale a toujours le droit d'auteur, mais qu'elle s'engage à ne pas en faire usage. Dans les cas prévus – anciens billets ou format très réduit – il est donc possible de reproduire les coupures suisses librement, sans avoir à présenter de demande spéciale. Les reproductions ainsi autorisées ne sont en elles-mêmes pas dangereuses; elles ne sont non plus guère de nature à donner l'impression que toute reproduction de billets de banque est licite; elles offrent en outre des possibilités non négligeables dans toute une série de circonstances<sup>31</sup>.

Pour les autres reproductions (billets actuels, d'un format supérieur à 1:5) c'est le principe de l'autorisation individuelle qui prévaut: l'intéressé doit envoyer une demande, et lorsque la BNS donne son assentiment à une reproduction, celui-ci n'est valable que pour le cas présenté. Les autorisations sont accordées d'après le critère de la nécessité: l'absence d'une reproduction de billet de banque compliquerait gravement ou empêcherait l'ensemble du projet, et aucune solution de rechange n'est possible, si bien qu'un refus de la BNS apparaîtrait disproportionné. Par exemple, on n'imagine pas un livre consacré aux billets de banque qui serait dépourvu d'illustrations. Dans des cas de ce genre, la BNS accorde son autorisation, en imposant si nécessaire des conditions destinées à prévenir tout abus. La demande est en revanche refusée lorsque la reproduction ne semble pas indispensable, et cela même s'il n'y a pas de danger de confusion avec le papier-monnaie véritable.

## 6. Considérations finales

La solution de l'autorisation générale, élargie par les exceptions au droit d'auteur décrites ci-dessus, permettra assurément de détendre la situation. Elle ne résout toutefois pas le fond du problème, à savoir que la BNS doit défendre, par le biais de son droit d'auteur, des intérêts qui ne sont pas les siens mais ceux du public en général, et qui devraient être protégés par l'article 327 du Code pénal. Cette tâche relève des autorités pénales, et non de la banque centrale, dont les moyens d'investigation sont limités. C'est pourquoi l'article 327 CP devrait être modifié, de manière à acquérir l'efficacité qui lui manque actuellement. Cette solution aurait le double avantage d'opposer une barrière sûre aux contrefaçons dangereuses et, en rendant superflu le recours au droit d'auteur, d'admettre sans limites les reproductions inoffensives. Aussi nous permettons-nous de conclure avec le souhait que le législateur se penche un jour sur cette question.

<sup>30</sup> ATF 109 Ib 155: «Sie (die Nationalbank) darf auch als Subjekt des Privatrechts insbesondere nicht rechtsungleich oder willkürlich Rechte erteilen oder Pflichten auferlegen.»

<sup>31</sup> La publicité, bien que se voulant actuelle, peut s'accommoder dans certains cas de la reproduction d'un ancien billet; une partie des reproductions parues dans la presse, en particulier lorsqu'il s'agit de montrer des liasses de billets, est voisine du format 1:5.



Illustration 1

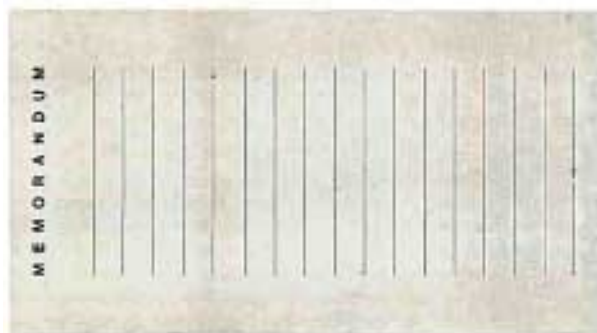
L'illustration du haut montre le billet original, recto et verso, celle du bas, à la même échelle, la reproduction telle qu'on la trouvait dans des blocs-notes vendus en Italie.

Le fait que seul le recto de la coupure est reproduit, les changements de taille, de qualité du papier



et de couleur, l'apposition de deux surcharges («FACSIMILE» et «Svizzera - 1000 franchi») n'ont pas suffi à protéger le public contre des utilisations frauduleuses; en revanche, le fabricant et les importateurs peuvent facilement prétendre qu'ils croyaient, avec ces nombreux changements, avoir exclu tout risque de confusion; l'article 327 du Code pénal ne s'applique pas.

On a compté, dans les années 1870, de nombreux cas d'escroqueries commises à l'aide de telles reproductions. Les victimes étaient le plus souvent des commerçants. Nous pouvons citer à titre d'exemple ce restaurateur qui s'est fait payer pour 8 francs de consommations, et en a rendu 992 en bonne monnaie à l'escroc. Dans un autre cas, un adolescent demande à une vieille dame, gérante d'un magasin, de changer ce «billet»; il est pressé: ses camarades l'attendent pour prendre la fuite. Ou encore, à une heure avancée de la nuit, dans un bar mal éclairé, un homme ivre pose ce feuillet sur la table; comme la barmaid n'a pas de quoi lui rendre, un voisin s'offre alors obligeamment à lui faire la monnaie...





**Illustration 2**

De l'avis de la BNS, il s'agit, dans ce cas, d'une libre utilisation des billets suisses pour créer une œuvre originale. Le montage dit clairement que le journal va parler du «lavage» de l'argent «sale»; les billets de banque, dont aucun n'est représenté à plus de 50%, n'apparaissent que dans la mesure nécessaire pour illustrer l'idée de l'auteur. On peut donc admettre que leur individualité est supplantée par celle de l'œuvre nouvelle à laquelle ils sont incorporés.

**Illustration 3**

Ces billets de fantaisie, créés à des fins publicitaires, donnent une bonne démonstration de ce qu'est une nouvelle œuvre. En effet, les dessins sont tout à fait originaux, les guillemets ont disparu, le texte a été modifié: de telles créations ne lésent pas le droit d'auteur de la BNS. Mais au premier abord, on croit reconnaître un billet ordinaire: l'effet publicitaire est donc sauvegardé.



# Die privaten Konsumausgaben in der Schweiz – eine empirische Untersuchung

Christoph Menzel\*

## 1. Einleitung

Der private Konsum von Gütern und Dienstleistungen umfasst etwa zwei Drittel des Bruttosozialproduktes und bestimmt damit wesentlich die gesamtwirtschaftliche Aktivität. Da sich die Nationalbank im Rahmen der Festlegung des jährlichen Geldmengenziels auf Prognosen über das Wirtschaftswachstum abstützt, ist sie auf zuverlässige Angaben über Bestimmungsfaktoren des Konsums angewiesen.

Die ökonometrische Schätzung einer Konsumfunktion stösst insofern auf Schwierigkeiten, als zwischen kurz- und langfristigen Aspekten des Konsumverhaltens unterschieden werden muss. Über längere Zeit betrachtet, nimmt der private Konsum in der Schweiz im Gleichschritt mit dem Trendwachstum des Einkommens zu. Während längerfristig eine enge Beziehung zwischen privatem Konsum und Einkommen besteht, ist der Zusammenhang in der kurzen Frist weniger eindeutig. Im allgemeinen sind die kurzfristigen – insbesondere die konjunkturellen – Schwankungen des privaten Konsums geringer als jene des Einkommens. Der Unterschied zwischen kurz- und langfristigen Aspekten des Konsumverhaltens manifestierte sich deutlich während der Rezession von 1975/76, dem stärksten Konjunkturunbruch seit dem Zweiten Weltkrieg. Zwischen 1973 und 1976 sank das reale Bruttosozialprodukt um 6%, und die Zahl der Erwerbstätigen bildete sich von 3,2 Mio. auf 2,9 Mio. zurück. Damals war die Meinung weit verbreitet, die mit der Rezession verbundene Verunsicherung werde die Spartätigkeit stimulieren und die Konsumenten veranlassen, ihre Ausgaben massiv zu drosseln. Trotz des starken Rückgangs des realen Bruttosozialproduktes verringerte sich der private Konsum jedoch nur leicht. Dies deutet

darauf hin, dass die Konsumenten ihre Ausgaben nur beschränkt an Änderungen des Einkommens anpassen, die als vorübergehend eingeschätzt werden. Ein ähnliches Verhaltensmuster wurde bereits früher in den Vereinigten Staaten und anderen Ländern beobachtet, was Anfang der fünfziger Jahre eine Reihe bedeutender Untersuchungen zum Konsumverhalten auslöste.

## 2. Hypothesen zur Erklärung der Konsumnachfrage

Die verschiedenen, in der ökonomischen Literatur entwickelten Hypothesen versuchen, kurz- und langfristige Aspekte des Konsumverhaltens in Einklang zu bringen. Vier Hypothesen werden im folgenden kurz dargestellt: die relative Einkommenshypothese, die Habit-Persistence-Hypothese, die permanente Einkommenshypothese und die Lebenszyklus-Hypothese.

### 2.1 Relative Einkommenshypothese

Nach Duesenberry (1949) bestimmt nicht nur das laufende Einkommen, sondern auch die vergangene Einkommensentwicklung den Konsum. Der Konsument richtet seinen Verbrauch nach dem höchsten in Gegenwart oder Vergangenheit erzielten Einkommen aus. Ein Rückgang des Einkommens wird den Konsumenten nicht sofort zu einer Drosselung seiner Ausgaben veranlassen. Da sich der Konsument nach dieser Hypothese einer bestimmten Einkommensklasse zugehörig betrachtet, würde die Konsumeinschränkung nach aussen einer Rückstufung in der Einkommenshierarchie gleichkommen, was mit einem Prestigeverlust verbunden wäre.

### 2.2 Habit-Persistence-Hypothese

Die von T.M. Brown (1952) aufgestellte Habit-Persistence-Hypothese betont die Bedeutung

\* Bankenstatistische Abteilung der Schweizerischen Nationalbank

der Konsumausgaben in der Vergangenheit als Bestimmungsfaktor des gegenwärtigen Konsumverhaltens. Nach Brown reagieren die Konsumenten langsam auf Einkommensänderungen, weil sie sich an den einmal erreichten Konsumstandard gewöhnt haben. Der Konsum in der Vergangenheit stabilisiert somit das gegenwärtige Konsumverhalten. Brown geht auch davon aus, dass der Gewohnheitseffekt mit zunehmender Zeit abnimmt. Die stärkste Wirkung geht vom unmittelbar vergangenen Konsumverhalten aus. Diese Annahme führte ihn dazu, nicht auf das vergangene Einkommen, sondern auf den Konsum der vorangegangenen Zeitperiode abzustellen. Dies bedeutet konkret, dass der Konsum der Vorperiode ( $C_{-1}$ ) neben dem Gegenwartseinkommen als Bestimmungsfaktor der Konsumnachfrage auftritt.

### **2.3 Permanente Einkommenshypothese**

Ein vieldiskutierter Erklärungsansatz stellt die von M. Friedman (1957) entwickelte permanente Einkommenshypothese dar. Sie beruht ebenfalls auf der Annahme, dass der gegenwärtige Konsum nicht ausschliesslich vom gegenwärtigen Einkommen abhängt. Im Unterschied zu Duesenberry und Brown betont Friedman nicht die Bedeutung von Einkommen bzw. Konsum in der Vergangenheit, sondern er postuliert eine Beziehung zwischen dem erwarteten oder permanenten Einkommen und dem gegenwärtigen Konsum. Nach Friedman reagiert der Konsum stärker auf Einkommensänderungen, die als permanent erachtet werden, als auf solche, die lediglich vorübergehender Natur sind. In der Praxis wird das permanente Einkommen als gewogenes Mittel aus Gegenwarts- und Vergangenheitseinkommen formuliert.

### **2.4 Lebenszyklus-Hypothese**

Bei dem von Ando und Modigliani (1963) entwickelten Ansatz handelt es sich um eine Erweiterung der permanenten Einkommenshypothese von Friedman. Ando und Modigliani unterstreichen neben dem permanenten Einkommen auch die Bedeutung des Sparens für den Konsum. Sie gehen davon aus, dass kein positives Sparen über den Lebenszyklus hinaus stattfindet. Die

Ersparnisse dienen vielmehr dazu, Einkommenseinbussen in einem Lebenszyklus, wie sie insbesondere nach Aufgabe der Berufstätigkeit auftreten, auszugleichen. Dies führt zu einer Stabilisierung des Konsums.

## **3. Ein Habit-Persistence-Ansatz für die Schweiz**

Die permanente Einkommenshypothese wurde in den Untersuchungen von Zweifel (1974) und die Lebenszyklus-Hypothese von Kugler (1982) überprüft. Beide Hypothesen konnten im Falle der Schweiz nicht bestätigt werden. Befriedigende Ergebnisse ergab dagegen die Überprüfung des Duesenberry-Ansatzes durch Zweifel. Die folgende Untersuchung konzentriert sich auf den Habit-Persistence-Ansatz, der in den bisher für die Schweiz veröffentlichten Untersuchungen nicht getestet wurde.

Die Schätzung einer Konsumfunktion stösst auf Datenprobleme. Insbesondere differenziert die Nationale Buchhaltung nicht zwischen dauerhaften und nichtdauerhaften Konsumgütern. Die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern wird aber von anderen Faktoren bestimmt als die Nachfrage nach nichtdauerhaften Gütern. Dauerhafte Konsumgüter werden nur sporadisch – ähnlich Investitionsgütern – angeschafft. Die Langlebigkeit der Güter macht es möglich, Ersatz- oder Neuanschaffungen in einen einkommensmässig günstigen Zeitpunkt zu verlegen; die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern schwankt deshalb stärker als jene nach nichtdauerhaften Gütern. In den erwähnten schweizerischen Untersuchungen wurde die Unterscheidung in dauerhafte und nichtdauerhafte Güter nach verschiedenen Methoden durchgeführt, die alle gewichtige Nachteile haben. Im folgenden Ansatz wurde auf eine Differenzierung in die beiden Güterkategorien verzichtet und die in der Nationalen Buchhaltung ausgewiesenen Werte für den Konsum von Gütern und Dienstleistungen verwendet.

### **3.1 Das Modell**

Ausgangspunkt der Untersuchung bildet die von T.M. Brown (1952) aufgestellte Habit-Persi-

stence-Hypothese. Sie lässt sich durch folgende logarithmische lineare Beziehung darstellen:

$$\ln C = a_0 + a_1 \ln Y + a_2 \ln C_{-1}$$

$C$  bezeichnet die realen Konsumausgaben pro Kopf<sup>1</sup>,  $C_{-1}$  die realen Konsumausgaben pro Kopf der Vorperiode und  $Y$  die reale Einkommensvariable pro Kopf.

Das persönlich verfügbare Einkommen wird allgemein (vgl. Evans 1969) als die relevante Einkommensvariable betrachtet. Die entsprechenden Werte sind in der Schweiz nur mit grosser zeitlicher Verzögerung verfügbar. Aktueller sind hingegen die Angaben über die Entwicklung des Bruttoinlandproduktes. Da das Modell auch für kurzfristige Konsumprognosen verwendet werden soll, wurde das Bruttoinlandprodukt als Einkommensgrösse gewählt.

In einem nächsten Schritt wurde das Modell modifiziert, indem in Anlehnung an Ando und Modigliani als weiterer Bestimmungsfaktor eine Vermögensvariable eingeführt wurde. Die Berücksichtigung des Vermögens lässt sich damit begründen, dass der Konsum dann durch Vermögensteile finanziert wird, wenn das Einkommen für die Erhaltung des Konsumstandards nicht ausreicht. Da in der Schweiz keine geeignete statistische Vermögensgrösse existiert, wurde auf die Geldmenge  $M_3$  als Hilfsvariable zurückgegriffen<sup>2</sup>. Die Geldmenge  $M_3$  wurde dabei mit dem impliziten Preisdeflator der privaten Konsumausgaben (Güter und Dienstleistungen) deflationiert. Ferner wurde die reale Durchschnittsrendite der Bundesobligationen als repräsentativer Zinssatz in die Gleichung aufgenommen. Der reale Zins wurde definiert als nominelle Durchschnittsrendite minus aktuelle Inflationsrate, wobei die aktuelle Inflationsrate für die erwartete Inflationsrate stehen soll. Steigende Zinssätze fördern das Sparen, womit der Konsum zurückgeht. Das erwartete Vorzeichen ist deshalb negativ. Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre stieg die Inflation vorübergehend in früher unbekanntem Ausmass. Diese Entwicklung dürfte das Konsumverhalten beeinflusst haben. Es wird angenommen, dass eine überraschende Beschleunigung der Teuerung die Konsumausgaben reduziert. Verschiedene Faktoren können diesen Zusammenhang erklären. Für die

kurze Frist kann davon ausgegangen werden, dass – aufgrund des Systems der einmal jährlich stattfindenden Lohnerhöhung (zu Jahresbeginn) – eine unerwartete Preissteigerung im Laufe des Jahres zu sinkenden Realeinkommen führt. Die Konsumenten werden in der Folge ihre Ausgaben einschränken. Das Vorzeichen dieser in Gleichung 2 eingeführten Variablen müsste deshalb negativ ausfallen. Die modifizierten Funktionen erhielten die folgenden Formen:

$$\ln C = a_0 + a_1 \ln Y + a_2 \ln C_{-1} + a_3 \ln M_3 - a_4 \pi \quad (1)$$

und

$$\ln C = a_0 + a_1 \ln Y + a_2 \ln C_{-1} - a_3 i - a_4 \pi \quad (2)$$

wobei  $i$  die reale Durchschnittsrendite der Bundesobligationen,  $M_3$  die reale Geldmenge  $M_3$  pro Kopf und  $\pi$  die aktuelle Inflationsrate bezeichnet<sup>3</sup>.

### 3.2 Schätzergebnisse

Die Ergebnisse der geschätzten Gleichungen (1) und (2) sind in der Tabelle 1 aufgeführt. Alle Koeffizienten weisen das erwartete Vorzeichen auf. Es konnte bestätigt werden, dass ein unerwarteter Teuerungsanstieg und ein höherer Realzinssatz den Konsum vermindern. Die Regressionswerte der Inflationsvariablen sind beachtlich. Das Einfügen der Inflationsrate  $\pi$  in die Gleichungen reduzierte den Einfluss der Vermögensvariablen (Geldmenge  $M_3$ ) und des Zinssatzes.

Der Standardfehler liegt bei allen Gleichungen unter 1%, und alle Parameterwerte sind statistisch signifikant von Null verschieden. Die Gleichungen wurden sowohl nach der Kleinst-

<sup>1</sup> Die Zahlen über die Bevölkerungsentwicklung wurden vom Bundesamt für Statistik zur Verfügung gestellt. Der Konsum und das Einkommen wurden pro Kopf der Bevölkerung geschätzt. Damit konnte der Bevölkerungsentwicklung Rechnung getragen werden.

<sup>2</sup> Die Geldmenge  $M_3$  umfasst die Noten und Münzen beim privaten Publikum, die inländischen Sichtguthaben und Termineinlagen in Schweizer Franken sowie die inländischen Spareinlagen des Publikums bei Banken.

<sup>3</sup>  $\pi$  und  $i$  wurden nicht logarithmiert, da die Datenreihen negative Werte enthalten. Bei den geschätzten Parameterwerten handelt es sich somit um Semielastizitäten.



**Tabelle 1: Schätzperiode 1953–1983  
(t-Werte in Klammern)**

Gleichungen	1		2	
BIP	0,33 (5,2)	0,33 (4,6)	0,42 (8,2)	0,51 (8,1)
I	—	—	-0,006 (-2,5)	-0,009 (-3,6)
M <sub>3</sub>	0,08 (1,8)	0,18 (3,4)	—	—
π	-0,33 (-2,7)	-0,27 (-2,4)	-0,98 (-4,4)	-1,30 (-5,6)
C <sub>-1</sub>	0,61 (11,4)	0,47 (6,8)	0,64 (15,0)	0,58 (10,9)
Konstante	-0,20 (-3,4)	-0,19 (-2,3)	-0,29 (-6,3)	-0,38 (-5,9)
R <sup>2</sup>	0,998	0,999	0,999	0,999
Standardfehler	0,008	0,007	0,008	0,007
Rho	—	0,71	—	0,60
Durbins'h-Statistik	1,01	0,81	1,30	0,35
Methode <sup>1</sup>	OLS	CO	OLS	CO

<sup>1</sup> OLS = Kleinst-Quadrate-Methode  
CO = Cochrane-Orcutt-Verfahren

Quadrate-Methode (OLS) als auch nach dem Cochrane-Orcutt-Verfahren (CO) geschätzt. Das Cochrane-Orcutt-Verfahren ist vor allem bei vermuteter Autokorrelation angezeigt. Wenn die Funktionen nicht falsch spezifiziert sind, sollten sich die geschätzten Koeffizienten – gleich welches Schätzverfahren angewendet wird – kaum unterscheiden.

Ein Vergleich zwischen den Resultaten der beiden Schätzvarianten zeigt aber, dass die Regressionswerte der Variablen M<sub>3</sub>, π und C<sub>-1</sub> deutlich voneinander abweichen. Die Differenzen bei den anderen Variablen sind vernachlässigbar. Die Untersuchung der Residuen der drei Variablen (M<sub>3</sub>, π, C<sub>-1</sub>) ergab, dass die Abweichungen auf die Entwicklung in den Jahren 1955, 1971 und 1972 zurückgeführt werden können. In diesen Jahren stiegen der Konsum, die Inflation und die Löhne stark an, was insbesondere in den Jahren 1971 und 1972 auf die extreme Hochkonjunktur hinweist. Sie war mit einem starken Anstieg der Inflationserwartungen verbunden, was sich in einer Flucht in die Sachwerte (Inkl. dauerhafte Konsumgüter) manifestierte. Diese ausserordentliche Entwicklung legt es nahe, das Modell

ohne die Jahre 1955, 1971 und 1972 zu schätzen. Die Resultate in Tabelle 2 zeigen, dass die Vorzeichen der Regressionswerte den Erwartungen entsprechen. Die geschätzten Parameterwerte bestätigen, dass die Gleichungen (3) und (4) korrekt spezifiziert wurden. Die nach den beiden unterschiedlichen Methoden ermittelten Regressionswerte weichen nun nur noch gering voneinander ab. Beide Gleichungen weisen auch nach dieser Schätzvariante (ohne die Jahre 1955, 1971 und 1972) Autokorrelation ersten Grades auf.

Die Prognosefähigkeit eines Modells lässt sich anhand verschiedener Indikatoren beurteilen. Hier wurden die üblichen Kenngrößen – mittlere quadratische Abweichung und Theils U-Koeffizient<sup>4</sup> – verwendet. Es wurden statische und dynamische Prognosen für die ganze Schätzperiode (Gleichung 1 und 2) und für die Schätzperiode ohne die Jahre 1955, 1971 und 1972 (Gleichung 3 und 4) gemacht. Ferner wurden die letzten fünf Jahre der Beobachtungsperiode (1979–1983) dynamisch simuliert. Die Resultate waren befriedigend, wie dies aus den Tabellen 3 und 4 hervorgeht. Die Indikatoren zur Beurteilung der Prognosefähigkeit liegen nahe beieinander. Insgesamt brachte die Gleichung (3), nach dem Cochrane-Orcutt-Verfahren geschätzt, die günstigsten Resultate. Sie eignet sich, von den hier vorgelegten Gleichungen, am besten für Prognosen der kurzfristigen Konsumentwicklung. Insbesondere erbrachte diese Gleichung

<sup>4</sup> Der mittlere Prognosefehler (Root Mean Squared Error, RMSE) ist wie folgt definiert:

$$(1) \text{ RMSE} = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (P_i - R_i)^2}$$

wobei P<sub>i</sub> die prognostizierten Veränderungen in der Periode i und R<sub>i</sub> die effektive Veränderung bedeuten.

Der Ungleichgewichtskoeffizient (U) von Theil setzt den mittleren Prognosefehler gemäss der Ex-post-Prognose in Beziehung zum mittleren Prognosefehler einer Trivialprognose, bei der die prognostizierte Veränderung – also P<sub>i</sub> – gleich Null ist.

$$U = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (P_i - R_i)^2}{\sum_{i=1}^n R_i^2}}$$

Werden alle Veränderungen richtig prognostiziert, d.h. P<sub>i</sub> = R<sub>i</sub>, nimmt der Ausdruck U den Wert 0 an.

chung bei der dynamischen Simulation der letzten fünf Jahre der Schätzperiode (Tabelle 4) ebenfalls gute Resultate.

**Tabelle 2: Schätzperiode 1953–1983 ohne die Jahre 1955, 1971 und 1972 (t-Werte in Klammern)**

Gleichungen	3		4	
BIP	0,29 (5,7)	0,27 (5,1)	0,37 (8,4)	0,39 (7,6)
i	—	—	-0,005 (-2,1)	-0,005 (-2,0)
M <sub>3</sub>	0,07 (2,0)	0,12 (3,3)	—	—
π	-0,38 (-3,6)	-0,43 (-4,5)	-0,90 (-4,6)	-0,97 (-4,9)
C <sub>-1</sub>	0,64 (14,2)	0,59 (12,3)	0,69 (18,7)	0,67 (15,9)
Konstante	-0,17 (-3,6)	-0,15 (-3,0)	-0,25 (-6,5)	-0,27 (-5,8)
R <sup>2</sup>	0,999	0,999	0,999	0,999
Standardfehler	0,007	0,006	0,007	0,006
Rho	—	0,31	—	0,17
Durbin's-h-Statistik	0,14	0,99	0,98	1,67
Methode <sup>1</sup>	OLS	CO	OLS	CO

<sup>1</sup> OLS = Kleinst-Quadrate-Methode  
CO = Cochrane-Orcutt-Verfahren

**Tabelle 3: Prognoseresultate für die Schätzperiode 1953–1983 (dynamische Prognose)**

Gleichung <sup>1</sup>	Schätzmethode	RMSE %	U %
1	OLS	1,1	0,28
	CO	1,4	0,32
2	OLS	1,2	0,30
	CO	1,1	0,25
3	OLS	0,74	0,18
	CO	0,55	0,13
4	OLS	0,82	0,20
	CO	0,46	0,11

<sup>1</sup> Vgl. Tabelle 1 bzw. 2

**Tabelle 4: Dynamische Simulation für die Periode 1979–1983**

Gleichung <sup>1</sup>	Schätzmethode	RMSE %	U %
1	OLS	0,70	0,15
	CO	0,76	0,17
2	OLS	0,47	0,10
	CO	0,31	0,07
3	OLS	0,58	0,13
	CO	0,35	0,08
4	OLS	0,39	0,85
	CO	0,37	0,79

<sup>1</sup> Vgl. Tabelle 1 bzw. 2

#### Literatur

- Ando, A. und Modigliani, F. (1963), «The «Life Cycle» Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests», *American Economic Review*, Bd. 53, S. 55–84.
- Brown, T.M. (1952), «Habit Persistence and Lags in Consumer Behaviour», *Econometrica*, Bd. 20, Nr. 3, S. 355–371.
- Evans, M.K. (1969), «Macroeconomic Activity», New York.
- Kugler, P. (1982), «Konsum, Einkommen und rationale Erwartungen: Empirische Ergebnisse für die Schweiz», *Kyklos*, Bd. 35, S. 500–515.
- Maddala, G.S. (1977), «Econometrics», New York.
- Theil, H. (1966), «Applied Economic Forecasting», Amsterdam.
- Zweifel, P. (1974), «Empirische Untersuchungen zur Konsumnachfrage in der Schweiz», Zürich.

## Revision der Baukreditstatistik Modification de la statistique des crédits de construction

Im Juni 1985 wurde eine neue Kreditstatistik bei 122 Banken eingeführt, in der die bisher bei 71 Banken separat erfasste Baukreditstatistik integriert worden ist. Mit diesem Wechsel waren einige Änderungen verbunden: 1. Seit Juli 1985 werden die bis zu diesem Datum ausgewiesenen neubewilligten Baukredite nicht mehr erfasst. Die Erhebung bezieht sich nun auf den Stand der bewilligten Baukredite (Kreditlimiten) und den Stand der beanspruchten Baukredite. 2. Die bisherige Gliederung der Baukredite nach Art der Bauten wurde aufgehoben.

In der folgenden Tabelle werden der Stand der bewilligten und beanspruchten Baukredite bei 71 Banken von Januar 1976 bis Juni 1985 aufgeführt. Die Fortsetzung dieser monatlichen Zahlenreihe – auf der Basis von 122 Banken – findet sich in Tabelle 52 des Monatsberichts.

Une nouvelle statistique des crédits portant sur les comptoirs de 122 banques a été introduite au mois de juin 1985. Elle comprend la statistique des crédits de construction, qui était établie séparément et qui se fondait sur des données recueillies auprès de 71 banques. Il en a résulté les modifications suivantes: 1) Les montants des nouveaux crédits qui figuraient dans la statistique ne sont plus publiés à partir du mois de juillet 1985. L'enquête indique l'état des limites accordées et l'état des limites utilisées. 2) La ventilation des crédits de construction selon le genre de construction a été supprimée.

Le tableau ci-dessous indique l'état des limites accordées et l'état des limites utilisées dans 71 banques, du mois de janvier 1976 au mois de juin 1985. La suite de cette série mensuelle, portant sur les comptoirs de 122 banques, est publiée au tableau 52 du Bulletin mensuel.

### Baukredite<sup>1</sup> – Crédits de construction<sup>1</sup>

in Millionen Franken – en millions de francs  
71 Banken – 71 banques

Monatsende	Stand der bewilligten Baukredite	Stand der beanspruchten Baukredite
Fin de mois	Etat des limites accordées	Etat des limites utilisées
<b>1976</b>		
Jan. – Jan.	12 519	7 166
Feb. – Fév.	12 447	6 971
März – Mars	12 362	6 779
April – Avril	12 207	6 507
Mai – Mai	12 245	6 400
Juni – Juin	12 318	6 408
Juli – Juillet	12 307	6 302
Aug. – Août	12 285	6 287
Sep. – Sep.	12 357	6 345
Okt. – Oct.	12 340	6 186
Nov. – Nov.	12 346	6 269
Dez. – Déc.	11 958	6 301

Monatsende	Stand der bewilligten Baukredite	Stand der beanspruchten Baukredite
Fin de mois	Etat des limites accordées	Etat des limites utilisées
<b>1977</b>		
Jan. – Jan.	11 893	5 971
Feb. – Fév.	11 835	5 823
März – Mars	11 893	5 868
April – Avril	11 911	5 808
Mai – Mai	11 983	5 847
Juni – Juin	12 034	5 930
Juli – Juillet	12 118	5 973
Aug. – Août	12 158	5 982
Sep. – Sep.	12 191	6 063
Okt. – Oct.	12 306	6 152
Nov. – Nov.	12 439	6 293
Dez. – Déc.	12 244	6 335

Monatsende	Stand der bewilligten Baukredite	Stand der beanspruchten Baukredite
Fin de mois	Etat des limites accordées	Etat des limites utilisées

**1978**

Jan. – Jan.	12 220	6 195
Feb. – Fév.	12 240	6 115
März – Mars	12 310	6 404
April – Avril	12 376	5 983
Mai – Mai	12 566	5 959
Juni – Juin	12 830	6 170
Juli – Juillet	12 978	6 093
Aug. – Août	13 201	6 129
Sep. – Sep.	13 399	6 292
Okt. – Oct.	13 614	6 409
Nov. – Nov.	13 786	6 576
Dez. – Déc.	13 880	6 722

**1979**

Jan. – Jan.	13 730	6 517
Feb. – Fév.	13 883	6 529
März – Mars	14 182	6 547
April – Avril	14 303	6 466
Mai – Mai	14 779	6 545
Juni – Juin	15 218	6 753
Juli – Juillet	15 536	6 860
Aug. – Août	15 806	7 004
Sep. – Sep.	16 012	7 043
Okt. – Oct.	16 197	7 122
Nov. – Nov.	16 472	7 349
Dez. – Déc.	16 641	7 600

**1980**

Jan. – Jan.	16 554	7 310
Feb. – Fév.	16 717	7 332
März – Mars	17 145	7 543
April – Avril	17 530	7 569
Mai – Mai	18 134	7 755
Juni – Juin	18 522	7 965
Juli – Juillet	19 044	8 158
Aug. – Août	19 309	8 349
Sep. – Sep.	19 528	8 486
Okt. – Oct.	19 854	8 640
Nov. – Nov.	19 883	8 807
Dez. – Déc.	19 844	9 035

**1981**

Jan. – Jan.	19 642	8 812
Feb. – Fév.	19 710	8 842
März <sup>2</sup> – Mars <sup>2</sup>	21 304	9 278
April – Avril	21 578	9 305
Mai – Mai	22 151	9 504
Juni – Juin	22 607	9 940
Juli – Juillet	22 642	9 917
Aug. – Août	22 851	10 108
Sep. – Sep.	22 994	10 417
Okt. – Oct.	22 929	10 366
Nov. – Nov.	22 840	10 531
Dez. – Déc.	22 565	10 877

Monatsende	Stand der bewilligten Baukredite	Stand der beanspruchten Baukredite
Fin de mois	Etat des limites accordées	Etat des limites utilisées

**1982**

Jan. – Jan.	22 046	10 626
Feb. – Fév.	22 197	10 625
März – Mars	22 161	10 582
April – Avril	22 162	10 431
Mai – Mai	22 391	10 360
Juni – Juin	22 712	10 584
Juli – Juillet	22 437	10 326
Aug. – Août	22 644	10 337
Sep. – Sep.	22 579	10 459
Okt. – Oct.	22 555	10 389
Nov. – Nov.	22 603	10 401
Dez. – Déc.	22 258	10 507

**1983**

Jan. – Jan.	22 102	10 109
Feb. – Fév.	21 987	9 958
März – Mars	22 103	9 854
April – Avril	22 111	9 637
Mai – Mai	22 339	9 659
Juni – Juin	22 796	9 816
Juli – Juillet	22 917	9 888
Aug. – Août	23 334	9 996
Sep. – Sep.	23 761	10 217
Okt. – Oct.	23 831	10 172
Nov. – Nov.	24 016	10 398
Dez. – Déc.	24 056	10 728

**1984**

Jan. – Jan.	23 617	10 375
Feb. – Fév.	23 826	10 388
März – Mars	23 915	10 434
April – Avril	24 204	10 380
Mai – Mai	24 952	10 699
Juni – Juin	25 021	10 719
Juli – Juillet	25 163	10 820
Aug. – Août	25 630	11 098
Sep. – Sep.	25 787	11 302
Okt. – Oct.	25 974	11 420
Nov. – Nov.	26 114	11 645
Dez. – Déc.	25 838	11 810

**1985**

Jan. – Jan.	25 301	11 678
Feb. – Fév.	25 455	11 551
März – Mars	25 692	11 503
April – Avril	25 585	11 420
Mai – Mai	26 084	11 617
Juni – Juin	26 266	11 779

<sup>1</sup> Kredite an im Inland domizillierte Schuldner – Crédits à des personnes domiciliées en Suisse

<sup>2</sup> Ab März 1981 inkl. Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften – A partir du mois de mars 1981, y compris les crédits accordés à des corporations de droit public

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

### **Bewilligungspflichtiger Kapitalexport**

Mit Wirkung ab 29. Mai 1986 hat das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank die Vorschriften über die Laufzeiten und die vorzeitige Rückzahlung von Anleihe- und Notesemissionen aufgehoben. Bei Notesemissionen fallen zudem die Bestimmungen über die Mindeststückelung und die Depotpflicht weg. Die Meldepflichten für Schweizerfranken-Plazierungen bei ausländischen Banken und Währungsbehörden entfallen, während generell bewilligte Geschäfte weiterhin meldepflichtig sind.

### **Exportations de capitaux soumises à autorisation**

Avec effet au 29 mai 1986, la Direction générale de la Banque nationale suisse a abrogé les prescriptions concernant la durée et le remboursement anticipé dans le domaine des émissions d'emprunts obligataires et de «notes». En outre, pour les placements de «notes», les dispositions relatives au montant minimum des coupures et au dépôt obligatoire ont été supprimées. L'obligation de fournir des informations sur les placements en francs suisses auprès de banques étrangères et d'autorités monétaires a été elle aussi abrogée. Les opérations bénéficiant d'une autorisation générale restent cependant soumises à l'obligation de fournir des informations.

