

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 2  
Juni/juin 1984**

**2. Jahrgang/2`eme ann`ee**

Inhalt / Table des mati`eres	1
Übersicht / Sommaire	2
Sommario / Abstracts	4
Wirtschafts- und Währungslage	6
Situation ´conomique et mon´taire	28
Fritz Leutwiler:	
Generalversammlungsreferat	50
Assemblée g´n´rale:	
Expos´ de Fritz Leutwiler	57
Peter Klauser:	
Der schweizerisch-lichtensteinische Währungsvertrag und die Reform des lichtensteinischen Gesellschaftsrechts	64
Geld- und währungspolitische Chronik	72
Chronique mon´taire	74

---

## Übersicht

---

### **Wirtschafts- und Währungslage (S. 6–27)**

Die konjunkturelle Erholung hat sich in den Industrieländern zu Beginn des neuen Jahres weiter gefestigt. Insbesondere in den USA wuchs das reale Bruttosozialprodukt unerwartet stark. Die Industrieproduktion weitete sich in allen grossen Industrieländern aus. Trotz des höheren Wirtschaftswachstums ging die Arbeitslosigkeit insgesamt nicht weiter zurück.

Die Konjunkturbelebung hielt auch in der Schweiz an. Zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal trugen alle wichtigen Komponenten bei. Die Beschäftigung nahm indessen ab, und die Zahl der Arbeitslosen stieg. Die Jahresteuersatzrate zog etwas an, lag aber immer noch unter jener in der entsprechenden Vorjahreszeit.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag leicht unter dem vorgegebenen Zielpfad. Während sich das Zinsniveau am Geldmarkt kaum veränderte, stiegen die Obligationenrenditen leicht an. Der Dollar festigte sich nach der Kursabschwächung im Februar und wurde Mitte Mai wieder zu Höchstkursen gehandelt. Der exportgewichtete Wechselkurs des Schweizerfrankens bildete sich im Laufe des ersten Quartals nominell und real etwas zurück.

### **Generalversammlungsreferat (S. 50–56)**

Der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Fritz Leutwiler, unterstrich an der SNB-Generalversammlung die Bedeutung der Preisstabilität für das Funktionieren der Wirtschaft in einer Demokratie. Der Weg der SNB von einer aktivistischen, an mehreren Zielen orientierten Notenbankpolitik zu einer allein auf die Preisstabilität ausgerichteten Geldmengensteuerung sei allerdings weder leicht gefallen noch geradlinig verlaufen. Die Erfahrung habe aber immer klarer die engen Grenzen, die Devisenmarktinterventionen unter dem Primat der Preisstabilität gesetzt sind, aufgezeigt. Auch eine allfällige Ausschüttung des Notenbankgewinns müsste sich der längerfristig ausgerichteten

ten Geldmengenpolitik unterordnen. Hand in Hand mit der konsequenten Geldmengenpolitik seien die Finanzmärkte mehr und mehr geöffnet worden, doch habe der Gläubigerschutz bei den Notes, der mittlerweile wichtigste Form des Kapitalexports, mit der Ausdehnung des Marktes nicht schrittgehalten.

### **Der Währungsvertrag mit Liechtenstein (S. 64–71)**

Die Schweiz und Liechtenstein sind seit 1924 durch die gemeinsame Währung wirtschaftlich eng verbunden. Das Fehlen einer vertraglichen Regelung führte jedoch in den 60er und 70er Jahren, als die Schweiz Massnahmen gegen den Zustrom ausländischer Gelder ergriff, zu Problemen. Zwar erliess das Fürstentum jeweils identische Massnahmen, wodurch die Möglichkeit der Umgehung der schweizerischen Vorschriften eingeschränkt wurde. Mit der Revision des Nationalbankgesetzes drängte sich aber die staatsvertragliche Absicherung der de facto bestehenden Währungsunion auf. Eine wichtige Voraussetzung für den Abschluss des Währungsvertrags bildete die Reform des liechtensteinischen Gesellschaftsrechts, das früher durch den weitgehenden Verzicht auf zwingende Bestimmungen gekennzeichnet war. Das reformierte Gesellschaftsrecht trat 1980 in Kraft, und der Währungsvertrag wurde kurz darauf unterzeichnet. Zur eigentlichen Bewährungsprobe käme es für den Staatsvertrag allerdings erst dann, wenn die SNB wieder zu hoheitlichen Massnahmen gegen den Zustrom ausländischer Gelder greifen müsste.

## Sommaire

---

### **Situation économique et monétaire (p. 28–49)**

Au début de l'année, l'amélioration de la conjoncture s'est renforcée dans les pays industrialisés. Aux Etats-Unis en particulier, la croissance du produit national brut réel a été plus forte que prévu. La production industrielle a augmenté dans tous les grands pays industrialisés. Bien que la croissance économique se soit accélérée, le chômage n'a, dans l'ensemble, guère diminué.

En Suisse aussi, le redressement de la conjoncture s'est poursuivi. Au premier trimestre, toutes les principales composantes de la demande ont contribué à la croissance, en termes réels, du produit national brut. Toutefois, l'emploi a diminué, et le nombre de chômeurs, augmenté. Le taux annuel de renchérissement s'est élevé un peu, tout en restant inférieur au niveau observé un an auparavant.

La monnaie centrale ajustée est restée un peu inférieure au sentier de croissance prévu. Si le niveau des taux d'intérêt n'a guère varié sur le marché monétaire, les rendements des obligations ont augmenté légèrement. Après avoir faibli au mois de février, le dollar s'est raffermi pour atteindre, à la mi-mai, son niveau maximal. Le cours du franc suisse pondéré en fonction des exportations a diminué, en termes nominaux et réels, durant le premier trimestre.

### **Assemblée générale (p. 57–63)**

Devant l'Assemblée générale des actionnaires de l'institut d'émission, M. Fritz Leutwiler, président de la Direction générale de la BNS, a souligné l'importance que revêt la stabilité des prix, en démocratie, pour le fonctionnement de l'économie. La BNS n'a pas passé aisément et sans certains tâtonnements d'une politique interventionniste, visant plusieurs objectifs, à une gestion de la masse monétaire axée uniquement sur la stabilité des prix. L'expérience a toutefois montré toujours plus clairement les limites étroites dans lesquelles doivent rester les interventions sur le marché des changes quand la priorité est don-

née à la stabilité des prix. Une éventuelle distribution plus importante des bénéfices de l'institut d'émission devrait également rester compatible avec la politique de la masse monétaire axée à long terme. En parfait accord avec la politique de la masse monétaire, une plus grande ouverture des marchés monétaire et financier a été souhaitée, mais la protection des créanciers dans le domaine des «notes» – aujourd'hui, les exportations de capitaux sont effectuées en majorité par le placement de tels titres – n'a pas suivi le développement du marché.

### **Accord monétaire conclu avec le Liechtenstein (p. 64–71)**

Utilisant le franc suisse comme monnaie légale depuis 1924, le Liechtenstein est étroitement lié à la Suisse sur le plan économique. L'absence d'une réglementation conventionnelle souleva toutefois des problèmes dans les années soixante et septante quand la Suisse prit des mesures contre l'afflux de fonds étrangers. La Principauté promulgua certes des mesures identiques, ce qui limita les possibilités de tourner les prescriptions suisses. Mais la révision de la loi sur la Banque nationale a incité à garantir, par un accord, l'union monétaire existant de facto. Une réforme du droit liechtensteinois des sociétés, alors trop peu contraignant, était nécessaire avant la conclusion d'un accord. Le droit réformé des sociétés est entré en vigueur en 1980 et, peu après, l'accord monétaire a été signé. Cet accord ne sera toutefois mis véritablement à l'épreuve que le jour où la BNS devra recourir de nouveau à des actes souverains pour lutter contre l'afflux de fonds étrangers.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (pag. 6–49)**

All'inizio del nuovo anno, la ripresa congiunturale si è ulteriormente consolidata. Negli Stati Uniti in particolare il prodotto nazionale lordo è cresciuto oltre le aspettative. Nei principali paesi industrializzati la produzione è aumentata. Nonostante l'elevata crescita economica, nel complesso, la disoccupazione è diminuita solo leggermente.

In Svizzera il miglioramento della congiuntura è continuato durante il primo trimestre. All'aumento del prodotto interno lordo hanno contribuito tutte le sue principali componenti. L'occupazione è tuttavia diminuita e il numero dei disoccupati si è ampliato. Il tasso annuo dell'inflazione è leggermente salito, pur rimanendo inferiore ai livelli dello stesso periodo dello scorso anno.

La base monetaria epurata si è situata lievemente al di sotto del sentiero di crescita prestabilito. Benchè sul mercato monetario i tassi d'interesse non siano quasi variati, le remunerazioni delle obbligazioni di cassa sono leggermente aumentate. Dopo la flessione di febbraio, il dollaro si è rafforzato e a metà maggio il suo corso era di nuovo molto elevato. Durante il primo trimestre l'indice nominale e reale del franco svizzero ponderato sulla base delle esportazioni era in leggero ribasso.

### **Relazione all'assemblea generale della BNS (pag. 50–63)**

All'assemblea generale degli azionisti, il presidente della direzione generale della Banca, Fritz Leutwiler, ha sottolineato l'importanza della stabilità dei prezzi per il funzionamento dell'economia in una democrazia. Il percorso della BNS da una politica monetaria attivistica orientata verso più obiettivi, a una politica di stabilità dei prezzi rivolta al controllo della massa monetaria non è stato facile né lineare. L'esperienza ha indicato in modo sempre più chiaro che il primato della stabilità dei prezzi impone stretti margini agli interventi sul mercato delle divise. Un'eventuale attribuzione degli utili della banca d'emissione

dovrebbe pure essere subordinata all'indirizzo di lungo periodo della politica monetaria. Parallelamente alla coerente politica monetaria i mercati finanziari si sono sempre più aperti, tuttavia la protezione del creditore per quanto attiene le «notes» (titoli di credito a termine fisso in franchi svizzeri), principale forma di esportazione di capitali, non è andata di pari passo con l'estensione del mercato.

### **L'accordo monetario con il Liechtenstein (pag. 64–71)**

Dal 1924 il Liechtenstein e la Svizzera sono economicamente in stretto legame per mezzo della moneta comune. L'assenza di una formale regolamentazione generò tuttavia problemi negli anni sessanta e settanta, allorchè la Svizzera adottò misure contro l'afflusso di fondi esteri. Affinchè fossero ridotte le possibilità di eludere le norme elvetiche, il Principato dovette, di volta in volta, emanare identiche misure. La revisione della legge sulla Banca nazionale impose tuttavia il consolidamento del, de facto, già esistente trattato. Un valido presupposto per la conclusione dell'accordo monetario si presentò con la riforma del diritto societario del Liechtenstein, il quale era caratterizzato dall'ampia rinuncia a norme costrittive. Il diritto societario riformato assunse forza nel 1980 e poco dopo venne firmato il trattato monetario. La prima autentica prova per l'accordo si produrrà qualora la BNS dovesse adottare misure sovrane per contrastare l'afflusso di capitali esteri.

## Abstracts

---

### **Economic and Monetary Developments (pp. 6–49)**

The economic recovery in the industrial nations continued to gain in strength as the new year began. In the United States in particular, growth of the real gross national product was unexpectedly large. Industrial production rose in all of the major industrialized countries. Despite the higher rate of economic growth, unemployment remained at virtually the same level overall.

Business activity in Switzerland also continued to pick up, with all major components contributing to first quarter growth of the real domestic product. Employment declined, and the number of jobless rose. The annual rate of inflation went up somewhat, but it is still under the yearback level.

The adjusted monetary base was slightly below target. While interest rates in the money market remained essentially unchanged, the yield on bonds increased somewhat. The U.S. dollar strengthened after a spell of weakness in February and by mid-May was again trading at record levels. Both the nominal and real export-weighted exchange rates of the Swiss franc declined slightly during the first quarter.

### **Report to Annual General Meeting (pp. 50–63)**

In his report to the Annual General Meeting, Fritz Leutwiler, President of the Governing Board of the Swiss National Bank, stressed the importance of price stability for the proper functioning of the economy in a democracy. The SNB's path away from an activist monetary policy aimed at achieving several goals, and towards one intended to manage the money supply for the sole purpose of insuring price stability, was not easy to decide upon nor has it been smooth. However, experience has shown ever more clearly the narrow limits set to interventions in the foreign exchange markets carried out under the watchword of price stability. Any distribution of the central bank's "profits" would also have to be subordinate to a money supply policy oriented

towards the longer term. Hand in hand with this systematically implemented policy the financial markets have been opened up steadily, but the protection offered to holders of notes – now the most important form of capital exports – has not kept pace with the market's expansion.

### **Currency Treaty with Liechtenstein (pp. 64–71)**

Since 1924 Switzerland and Liechtenstein have had a common currency, which has led to the two countries enjoying close economic ties with one another. However, the lack of a formal compact led to problems in the 1960s and 1970s as Switzerland took steps to ward off the inflow of foreign funds. The Principality instituted identical measures, thus limiting the possibilities of circumventing the Swiss regulations. But when the Swiss National Bank Act was revised it became imperative to anchor the de facto currency union in a formal treaty at the national level. An important precondition for finalizing the currency agreement was a reform of Liechtenstein's corporate law, from which compulsory regulations had hitherto been largely absent. The revised corporate law became effective in 1980, and the currency treaty was signed shortly thereafter. The first true test of this agreement will arise when the SNB is again forced to take sovereign measures against the inflow of foreign funds.

# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage\* für die Sitzung des Bankrats vom 8. Juni 1984

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

### 1. Überblick

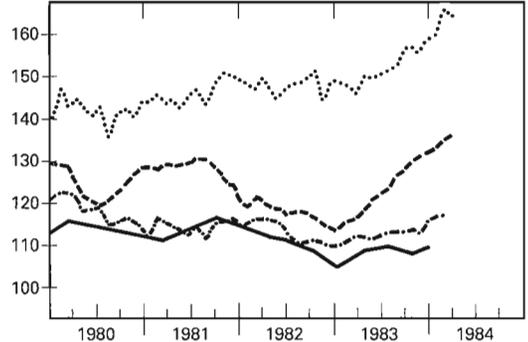
#### Konjunkturentwicklung

Im ersten Quartal 1984 festigte sich die konjunkturelle Erholung in den grossen Industrieländern auf breiter Basis, so dass die meisten Wachstumsprognosen nach oben revidiert wurden. Für das laufende Jahr und für 1985 erwartet die OECD im Durchschnitt einen realen Anstieg des Bruttosozialprodukts um 4 bzw. 3 Prozent.

Unerwartet stark wuchs das *reale Bruttosozialprodukt* in den Vereinigten Staaten. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stieg aber auch in Europa und Japan, wodurch sich die wirtschaftliche Entwicklung in den grossen Industrieländern etwas anglich. In den Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland sowie im Vereinigten Königreich nahmen die Investitionen stark zu, während in Frankreich und Italien die konjunkturellen Impulse vorwiegend von der steigenden Auslandsnachfrage ausgingen. In Japan belebten sich nach den Exporten nun auch der private Konsum und die Investitionen. Die Industrieproduktion zeigte während der ersten Monate des laufenden Jahres in allen grossen Industrieländern nach oben, und die Auslastung der Kapazitäten erreichte in einigen Ländern wieder den Stand, auf dem sie zu Beginn der Rezession im Jahre 1980 gelegen hatte.

Eine deutliche Zunahme der Beschäftigung war im ersten Quartal nur in den Vereinigten Staaten zu beobachten. In Europa hingegen wurden infolge der Strukturanpassungen und Rationalisierungsbemühungen in der Industrie weiterhin Ar-

Grafik 1: Industrieproduktion<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 1975 = 100, saisonbereinigt

- ..... Japan
- Vereinigte Staaten
- Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien und Bundesrepublik Deutschland
- Schweiz

Quelle: OECD, Main Economic Indicators

beitsplätze abgebaut, so dass die Zahl der Beschäftigten kaum zunahm. Nachdem die durchschnittliche Arbeitslosenrate im OECD-Raum in der zweiten Jahreshälfte 1983 aufgrund des raschen Rückgangs in den Vereinigten Staaten gefallen war, verharrte sie im ersten Quartal bei 8,2%.

Der Anstieg der Teuerung in den ersten Monaten von 1984 lenkte die Aufmerksamkeit wieder vermehrt auf die Inflationsentwicklung. Im März lag die durchschnittliche Jahresteuerung in den OECD-Ländern bei 5,8%. Das Wiederaufflackern der Teuerung zu Beginn des Jahres war in erster Linie die Folge höherer Nahrungsmittelpreise. Da sich insbesondere die Lohnstückkosten mässig entwickelten und vorderhand auch im Energiebereich keine wesentlichen Preiserhöhungen festzustellen sind, prognostiziert die OECD für 1984 nach wie vor eine Inflationsrate von 5%.

\* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1984 bekannt wurden.

## Wirtschaftspolitik

Nachdem sich in den meisten grossen Industrieländern die erwartete Konjunkturbelebung im Laufe des vergangenen Jahres eingestellt hatte, legten die Zentralbanken für das Jahr 1984 etwas tiefere *Geldmengenziele* fest. Im ersten Quartal 1984 bewegten sich die Geldaggregate in den meisten Ländern innerhalb der festgelegten Zielbereiche, wobei sich das Wachstum gegenüber der Vorperiode etwas beschleunigte. Infolge des starken Wirtschaftswachstums stieg das Kreditvolumen insbesondere in den Vereinigten Staaten, aber auch im Vereinigten Königreich und in der Bundesrepublik Deutschland an. Während diese Entwicklung in den Vereinigten Staaten mit einem steigenden Zinsniveau verbunden war, bildeten sich die Zinssätze in den meisten übrigen grossen Industriestaaten leicht zurück.

## Devisenmarkt

Die *Lage an den Devisenmärkten* war zwischen Januar und Mitte Mai durch starke Kursschwankungen geprägt. Im Februar schwächte sich der Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen, vor allem aber im Vergleich zur D-Mark, ab. Die Relation zwischen dem Dollar und dem japanischen Yen blieb dagegen nahezu unverändert. Während die Tieferbewertung der amerikanischen Währung in der ersten Märzhälfte gegenüber den Währungen des europäischen Wäh-

rungssystems (EWS) und dem Schweizerfranken anhielt und auch in bezug auf den Yen einsetzte, gewann der Dollar gegenüber dem englischen Pfund deutlich an Wert. In der zweiten Märzhälfte begann sich der Dollarkurs jedoch allgemein wieder zu festigen, und Mitte Mai hatte er gegenüber den meisten Währungen die zuvor erlittenen Verluste mehr als wettgemacht.

Innerhalb des EWS kam es im ersten Quartal infolge der Höherbewertung der D-Mark zu Spannungen. Mit der erneuten Dollar-Hausse im April und Mai beruhigte sich die Lage jedoch wieder.

## Internationale Verschuldung

Die internationalen Finanzmärkte waren auch im ersten Quartal 1984 durch die Zahlungsprobleme hochverschuldeter Länder stark belastet. Argentinien kündigte die Kreditvereinbarung mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF), da es die mit dem Fonds ausgehandelten Bedingungen nicht zu erfüllen vermochte, während Nigeria die mit einem allfälligen IWF-Kredit verbundenen Auflagen ablehnte, so dass keine Vereinbarung zustande kam. Auch Brasilien war nicht in der Lage, die für das erste Quartal gesetzten Ziele zu erreichen (ausgeglichene Zahlungsbilanz und Einhaltung einer bestimmten Limite der Netto-Inlandaktiven der Notenbank). Dies führte zu Verzögerungen bei der Auszahlung einer weiteren Tranche der mit dem IWF

**Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen**

	Januar 1984 – April 1984 <sup>1</sup>		1. Quartal 1983 – 1. Quartal 1984 <sup>2</sup>		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	–	–0,9	–	+6,6	+6,6
Yen	+1,3	+0,7	+ 2,0	+7,7	+4,8
D-Mark	+2,0	+0,9	–12,3	–1,6	–3,9
fFr.	+1,8	+0,4	–20,5	–8,4	–5,1
Lit.	+1,4	+0,0	–18,8	–7,1	–0,7
£	+0,4	–0,8	– 6,2	+1,7	+1,6
sFr.	+0,7	–0,7	– 9,3	+1,3	+0,1

<sup>1</sup> Durchschnitt der monatlichen Veränderungsdaten in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

<sup>2</sup> Durchschnitt der jährlichen Veränderungsdaten in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

Quelle: OECD

im vergangenen Jahr vereinbarten Kredite. Erst nach einer Revision der Ziele wurden am 15. März weitere 374 Mio. Sonderziehungsrechte (SZR) an Brasilien überwiesen. Das Unvermögen Brasiliens, die gesetzten Ziele zu erreichen, hing vor allem damit zusammen, dass sich die Bereitstellung des grundsätzlich im November 1983 vereinbarten Kredits der Geschäftsbanken von 6,5 Mrd. Dollar verzögerte. Bei der Festlegung der Zielgrößen war man davon ausgegangen, dass die erste Tranche dieses «Jumbo-Kredits» vor Ende 1983 überwiesen würde; deren vollständige Auszahlung in der Höhe von 3 Mrd. Dollar erfolgte jedoch erst am 23. März.

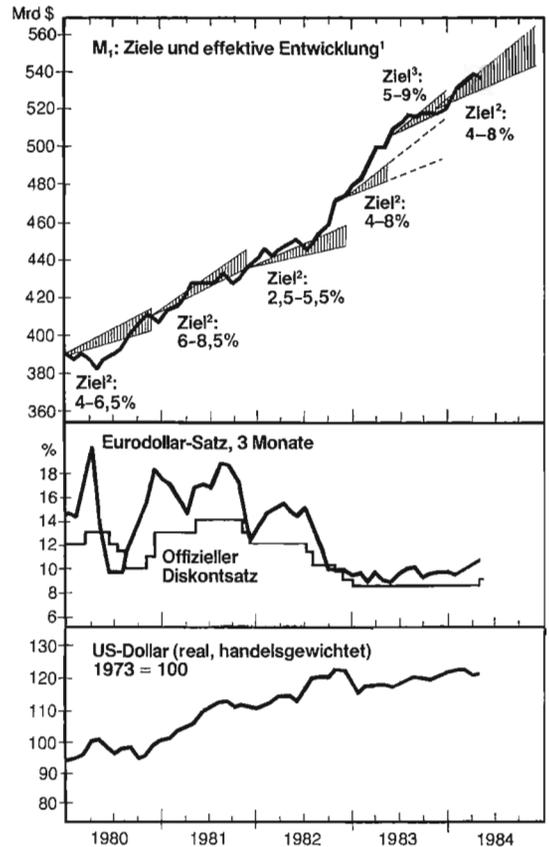
Einige Aufmerksamkeit kam im ersten Quartal den Hilfsaktionen zugunsten der Republik Argentinien, die seit Oktober 1983 mit ihren Zinszahlungen in Verzug war, zu. Vier lateinamerikanische Staaten (Mexiko, Venezuela, Brasilien und Kolumbien) sowie ein Konsortium amerikanischer Banken gewährten dem Land einen Kredit von insgesamt 400 Mio. Dollar. Die Vereinigten Staaten verpflichteten sich zudem, beim Zustandekommen eines neuen Abkommens zwischen Argentinien und dem IWF das Engagement der lateinamerikanischen Regierungen im Betrag von 300 Mio. Dollar abzulösen. Der Kredit der Vereinigten Staaten soll später durch die vom Währungsfonds bereitgestellten Mittel zurückbezahlt werden. Die argentinische Regierung, die sich bis anhin geweigert hatte, die Währungsreserven zur Finanzierung des Schuldendienstes heranzuziehen, beteiligte sich mit 100 Mio. Dollar an der Bildung eines Zinsfonds.

## 2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten war das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal unerwartet hoch. Das *reale Bruttosozialprodukt* übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um 7,8%, die Industrieproduktion wurde kräftig ausgeweitet, und die Zahl der neubegonnenen Bauten erreichte einen Höchststand. Neben dem hohen privaten Konsum trugen vor allem die Lagerinvestitionen sowie die Ausrüstungsinvestitionen zum Wachs-

Grafik 2: Vereinigte Staaten



<sup>1</sup> Saisonbereinigt (Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis. US-Financial Data)

<sup>2</sup> Vom 4. Quartal des vorangegangenen Jahres bis zum 4. Quartal des laufenden Jahres

<sup>3</sup> Vom 2. Quartal bis zum 4. Quartal 1983

tum bei. Die Auslastung der Kapazitäten lag am Ende des Quartals bei rund 82%, was etwa dem langjährigen durchschnittlichen Nutzungsgrad entspricht. Dennoch konzentriert sich die Investitionstätigkeit gemäss den Investitionsplänen der amerikanischen Industrie auch im laufenden Jahr auf Ausrüstungsgüter, während bezüglich langfristiger Anlageinvestitionen nach wie vor Zurückhaltung herrscht. Die im Jahre 1981 eingeführte grosszügige Abschreibungsregelung hatte vorwiegend die Ausrüstungsinvestitionen stimuliert, nicht zuletzt deshalb, weil die Preise

hochentwickelter Technologiegüter tendenziell zurückgingen. Insgesamt wird 1984 mit einem Anstieg der Investitionen um real rund 15% gerechnet, nach lediglich 1,5% im vergangenen Jahr.

Gegen Ende des ersten Quartals mehrten sich die Zeichen einer leichten Wachstumsabschwächung. Der Auftragseingang ging zurück, die Zunahme der Industrieproduktion sowie der Beschäftigung verlangsamte sich, und die Arbeitslosenrate verharrte bei 7,8%. Erstmals nach 19 Monaten sank im März auch der Index der vorlaufenden Indikatoren.

Der seit Mitte 1983 beobachtete Anstieg der Jahresteuerraten hielt in den ersten drei Monaten des neuen Jahres an. Im April lag der Konsumentenpreisindex um 4,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Stark steigende Importe und stagnierende Exporte vergrößerten das Handelsbilanzdefizit im ersten Quartal. Der Fehlbetrag belief sich auf 29,8 Mrd. Dollar, was annähernd einer Verdreifachung des entsprechenden Vorjahreswertes entspricht. Wegen des hohen Dollarkurses dürfte die amerikanische Exportindustrie nur wenig von der weltweiten Nachfragebelebung profitieren. Das Handels- und Ertragsbilanzdefizit im Jahre 1984 wird auf 100 Mrd. bzw. 70 Mrd. Dollar geschätzt.

Angesichts konjunkturbedingt höherer Steuereinnahmen rechnet die amerikanische Regierung im laufenden Fiskaljahr mit einem *Haushaltsdefizit* von rund 178 Mrd. Dollar, rund 6 Mrd. weniger als budgetiert. Gleichzeitig revidierte sie den Ende Januar vorgelegten Haushaltsentwurf für das Fiskaljahr 1985/86. Der neue, noch nicht vom Kongress verabschiedete Haushaltsplan sieht über die nächsten drei Fiskaljahre eine Reduktion der Budgetdefizite um insgesamt 150 Mrd. Dollar vor.

Die Geldmenge  $M_1$  wuchs im ersten Quartal 1984 stärker als in der Vorperiode und lag zeitweise leicht über dem oberen Rand des Zielbereichs. Im April bildete sie sich jedoch zurück. Ob dies die Folge einer restriktiveren Geldpolitik ist, bleibt vorerst offen. Während sich das Wachs-

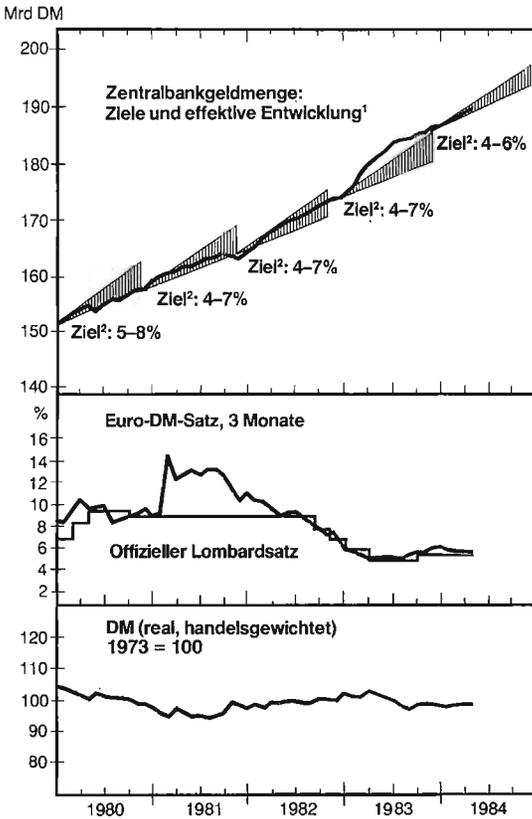
tum von  $M_2$  etwas verlangsamte, lag die Geldmenge  $M_3$ , die im vergangenen Jahr das Ziel überschritten hatte, am oberen Rande des Zielkorridors.

Die Zinssätze bewegten sich Ende April um rund einen Prozentpunkt höher als zu Jahresbeginn. Angesichts der sich vergrößernden Differenz zwischen Geldmarktzinsen und offiziellem Diskontsatz hob das *Federal Reserve Board* in der ersten Aprilwoche den Diskontsatz von 8,5% auf 9% an. Der Anstieg des Zinsniveaus widerspiegelte vor allem das starke Wirtschaftswachstum. Mit einer auf Jahresbasis hochgerechneten Wachstumsrate von 12% nahmen die Bankkredite weit stärker als erwartet zu.

### **Bundesrepublik Deutschland**

Die konjunkturelle Erholung hat in der Bundesrepublik Deutschland seit Jahresbeginn an Stärke gewonnen. Nachdem das *reale Bruttosozialprodukt* im vierten Quartal 1983 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 2,8% zugenommen hatte, deuteten der Produktionszuwachs in der verarbeitenden Industrie, die real gestiegenen Detailhandelsumsätze sowie die hohen Auftragseingänge aus dem In- und dem Ausland im ersten Quartal auf eine Festigung des Wachstums hin. Die deutschen Konjunkturforschungsinstitute rechneten in ihrer Frühjahresprognose mit einem realen Anstieg des Bruttosozialprodukts von 3% im Jahre 1984 (Herbstprognose: 2,5%). Die stärksten Impulse kommen vom Exportsektor sowie von den Unternehmerinvestitionen. Infolge der etwas günstigeren Beschäftigungsaussichten und der im ersten Quartal 1984 erstmals seit drei Jahren wieder gestiegenen Realeinkommen der privaten Haushalte hat sich auch das Konsumklima verbessert.

Nicht ganz in dieses Bild passt die Lage der Bauwirtschaft. Während sich die Investitionsgüterindustrie auch nach Ausserkraftsetzung der staatlichen Investitionszulage Ende 1982 einer zunehmenden Nachfrage gegenüber sah, verschlechterte sich das Geschäftsklima in der Bauindustrie nach dem Auslaufen der staatlichen Wohnbauförderungsprogramme. Seit Mitte 1983 hat die Zahl der Baugenehmigungen und der

**Grafik 3: Bundesrepublik Deutschland**

<sup>1</sup> Saisonbereinigt (Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte)

<sup>2</sup> Vom 4. Quartal des vorangegangenen Jahres bis zum 4. Quartal des laufenden Jahres

Auftragseingänge abgenommen. Zur Abschwächung der Nachfrage trugen auch die wieder anziehenden Baupreise sowie die leicht höheren Hypothekenzinsen bei. Bereits für die zweite Jahreshälfte erwartet die Bauindustrie einen Einbruch der Produktion und Beschäftigung.

Nach dem Rückgang im zweiten Halbjahr 1983 nahm die Zahl der Arbeitslosen im ersten Quartal und im April saisonbereinigt leicht zu. Mit durchschnittlich 9,0% war die Arbeitslosenrate nur wenig geringer als ein Jahr zuvor. Im Vergleich zum Vorjahr wurden jedoch mehr offene Stellen registriert, und die Zahl der Kurzarbeiter lag um die Hälfte tiefer.

Der Konsumentenpreisindex stieg in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres nur geringfügig. Im April betrug die Jahresteuerrate 3,2%. Trotz des stärkeren Wirtschaftswachstums und der anziehenden Rohstoffpreise wird auch in den kommenden Monaten nicht mit einer Beschleunigung der Teuerung gerechnet.

Der Ertragsbilanzüberschuss betrug im ersten Quartal 2 Mrd. D-Mark gegenüber 5,6 Mrd. D-Mark in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Exporte und Importe lagen real um rund 10% höher als ein Jahr zuvor. Angesichts des seit Mitte 1983 hohen Auftragseingangs wird mit einem Anstieg des Exportvolumens von über 10% gerechnet.

Die Zentralbankgeldmenge bewegte sich im ersten Quartal am unteren Rande des Zielkorridors. Während die weiter gefassten Geldaggregate nur langsam wuchsen, nahm das Kreditvolumen beträchtlich zu. Die Zinssätze bildeten sich leicht zurück.

### Vereinigtes Königreich

Die konjunkturelle Erholung hat sich im Vereinigten Königreich gefestigt. Das reale Bruttoinlandsprodukt lag im vierten Quartal 1983 um 3,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Zum Wachstum trugen alle Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, insbesondere aber der private Konsum bei.

Die wirtschaftliche Besserung wirkte sich auch auf den Industriesektor aus. Im ersten Quartal 1984 lag die Produktion der verarbeitenden Industrie um rund 3% höher als ein Jahr zuvor. Von der Produktionsbelebung wurden mittlerweile alle wichtigen Industriezweige erfasst. Der zunehmende Optimismus kommt in den Ergebnissen der vom britischen Industrieverband (CBI) durchgeführten monatlichen Umfragen zum Ausdruck. So erreichte der Anteil der Unternehmer, die in den nächsten Monaten mit steigender Produktion rechnen, im März den höchsten Stand seit September 1976. Der deutlich stärkere Auftragseingang in der Maschinenindustrie – er lag im ersten Quartal 1984 real um 15% über dem entsprechenden Vorjahresniveau – weist auf die

höhere Investitionsbereitschaft der englischen Wirtschaft hin.

Die Beschäftigung nahm im letzten Vierteljahr 1983 zu. Da gleichzeitig aber auch mehr Personen ins Erwerbsleben traten, verharrte die Zahl der Arbeitslosen auf hohem Niveau. Im April lag die Arbeitslosenrate bei 12,6%. Angesichts der in der Industrie anstehenden Rationalisierungsmaßnahmen ist nur mit einer langsamen Besserung der Beschäftigungslage zu rechnen.

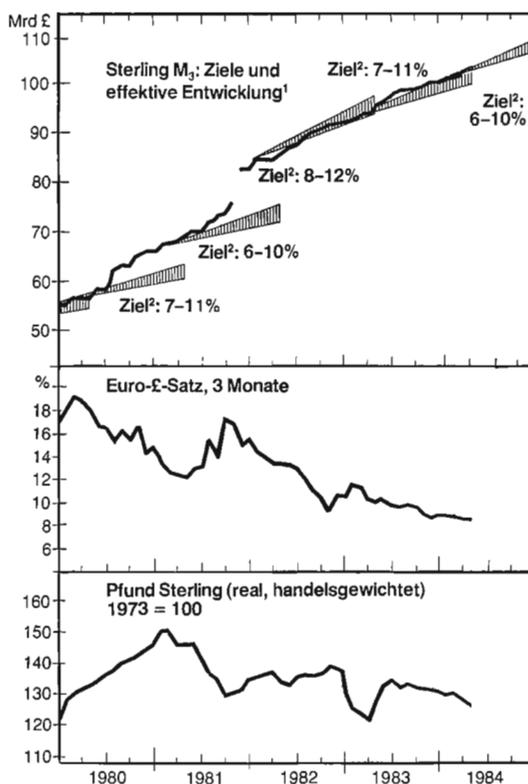
Die durchschnittliche Jahresinflationsrate belief sich im ersten Quartal 1984 auf 5,1%. Infolge der im Mai in Kraft getretenen Erhöhung einiger Verbrauchssteuern sowie der auf Herbst geplanten Ausweitung der Mehrwertsteuerpflicht erwartet die Regierung für die kommenden Monate eine leichte Beschleunigung der Teuerung. Die langsam steigenden Lohnstückkosten, das mässige Wirtschaftswachstum sowie die gemessen an der monetären Basis  $M_0$  auch im vergangenen Jahr restriktive Geldpolitik dürften die Teuerungsimpulse vorderhand gering halten.

Das Exportvolumen übertraf im ersten Quartal das entsprechende Vorjahresniveau um rund 9%. Da die Importe ebenfalls stark stiegen, wies die Handelsbilanz gleich wie im Vorjahr nur einen marginalen Überschuss auf. Der Fehlbetrag im Handel mit Industrieerzeugnissen vergrösserte sich sogar. Der Überschuss der Ertragsbilanz lag im ersten Quartal bei 773 Mio. Pfund gegenüber 1 Mrd. Pfund ein Jahr zuvor.

Das Anfang April in Kraft gesetzte *Haushaltsbudget* weist ein Defizit von 7,25 Mrd. Pfund aus, was ungefähr 2% des Bruttoinlandprodukts entspricht. Im vergangenen Fiskaljahr betrug der Fehlbetrag 9,75 Mrd. Pfund. Für 1984/85 beläuft sich das geplante Wachstum der Staatsausgaben auf nominell 5%. Das Budget enthält bei der direkten Einkommenssteuer und der Körperschaftssteuer eine Reihe von Steuererleichterungen; dagegen wurde die Steuerbelastung durch indirekte Abgaben erhöht.

Die im Februar veröffentlichte mittelfristige Finanzplanung widerspiegelt die nach wie vor auf Inflationsbekämpfung und eine Reduktion des Staatsanteils ausgerichtete Geld- und Finanz-

**Grafik 4: Vereinigtes Königreich**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt (Quelle: Bank of England, Quarterly Bulletin); ab November 1981 sind die Zahlen von Sterling  $M_3$  wegen statistischer Änderungen nicht mehr mit früheren Werten vergleichbar.

<sup>2</sup> Vom Februar des laufenden Jahres bis April des folgenden Jahres

politik der englischen Regierung. Bei real konstanten Staatsausgaben und einem durchschnittlichen prognostizierten Wirtschaftswachstum von rund 2% sollen der Anteil des Haushaltsdefizits am Bruttoinlandprodukt und die an den Ausgaben gemessene Staatsquote bis 1988/89 auf 1,75% bzw. 40% gesenkt werden.

Die Geldmenge Sterling  $M_3$  wuchs im ersten Quartal 1984 etwas stärker als in der Vorperiode, bewegte sich aber innerhalb des vorgesehenen Zielbereichs. Das Geldmengenziel 1983/84 dürfte damit erreicht worden sein. Dies gilt trotz der starken Zielüberschreitungen im ersten

Quartal 1983 auch für  $M_1$ , während das Wachstum von  $PSL_2$  (ein Aggregat, das im Unterschied zu Sterling  $M_3$  auch die Depositeneinlagen bei den Baufinanzierungsinstituten enthält) über dem Zielbereich lag. Die englischen Zinssätze bildeten sich trotz steigendem Zinsniveau in den Vereinigten Staaten weiter zurück.

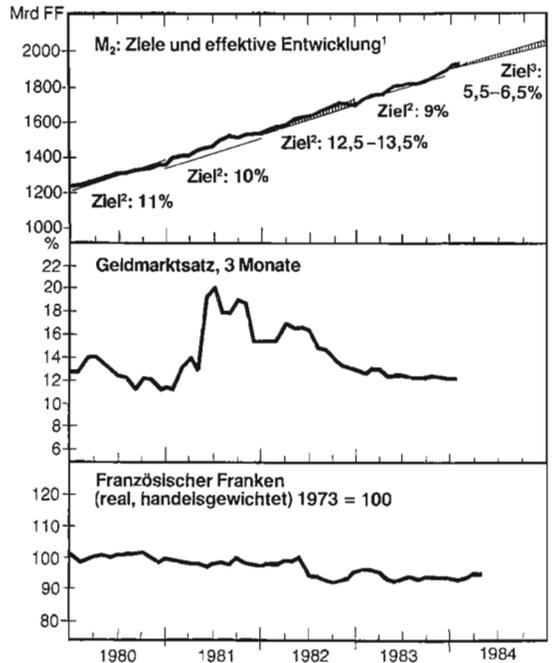
Das im vergangenen Jahr starke Wachstum der Geldmenge  $M_1$ , die neben Sterling  $M_3$  und  $PSL_2$  als Zielgrösse diente, war im wesentlichen durch institutionelle Änderungen im Bankensystem, d. h. durch die steigende Bedeutung zinstragender Depositen, bedingt. Die *Bank of England* beschloss deshalb, an Stelle von  $M_1$  die monetäre Basis ( $M_0$ ) als Zielgrösse heranzuziehen. Im Budget für das Fiskaljahr 1984/85 wurden die Zielwerte für Sterling  $M_3$  um einen Prozentpunkt auf 6–10% gesenkt und der Wachstumsbereich für  $M_0$  auf 4–8% festgelegt. Weiterhin beobachtet werden auch  $M_2$  und  $PSL_2$ .

### Frankreich

Die konjunkturelle Lage in Frankreich verbesserte sich gegen Ende 1983 leicht. Im vierten Quartal lag das *reale Bruttoinlandprodukt* um rund 0,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Zum Wachstum trugen in erster Linie die zunehmende Nachfrage aus dem Ausland sowie eine etwas höhere Binnennachfrage bei: Die privaten Haushalte, die im vergangenen Jahr eine Verringerung ihrer realen Einkommen hinnehmen mussten, konsumierten mehr, und die Unternehmen stockten ihre Lager auf. Im ersten Quartal lag die Industrieproduktion um durchschnittlich 2,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Gemäss der Umfrage des Statistischen Amtes (INSEE) revidierten die Unternehmer ihre Investitionspläne nach oben. Dennoch wird im laufenden Jahr ein Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes von lediglich 0,7% erwartet.

Seit dem Auslaufen der öffentlichen Beschäftigungsprogramme im Herbst 1983 hat sich die Lage am Arbeitsmarkt deutlich verschlechtert. Die Zahl der Arbeitslosen, die in den beiden Vorjahren bei rund 2 Mio. stabil geblieben war, nahm zu, und die Arbeitslosenrate kletterte von

**Grafik 5: Frankreich**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt (Quelle: Banque de France, Bulletin trimestriel)

<sup>2</sup> Vom Dezember des vorangegangenen Jahres bis Dezember des laufenden Jahres; ab 1983: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar, zentriert auf Dezember

<sup>3</sup> Ab 1984 bezieht sich das Ziel auf  $M_2R$ , das im Unterschied zu  $M_2$  keine ausländischen Sicht- und Termineinlagen umfasst.

8,9% im Oktober auf 9,6% im Februar. Offiziellen Schätzungen zufolge wird sich die Zahl der Arbeitslosen bis Ende Jahr auf rund 2,5 Mio. erhöhen.

Die Jahresteuerrate, die im vierten Quartal 1983 durchschnittlich 9,8% betragen hatte, bildete sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres zurück; im April belief sie sich noch auf 7,9%.

Die Exporte erhöhten sich im ersten Quartal erneut. Da aber auch die Importe – vor allem infolge der hohen Einfuhren von Energieträgern – anstiegen, weitete sich das Defizit der Han-

delsbilanz aus. Mit rund 13 Mrd. FF belief es sich auf mehr als die Hälfte des von der Regierung angestrebten Wertes für 1984. Bedingt durch die hohen Zinszahlungen an das Ausland verminderte sich der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz. (Die französische Aussenschuld stieg zwischen 1980 und 1983 von 123 Mrd. FF auf rund 450 Mrd. FF.) Nach den geringen Überschüssen in der zweiten Jahreshälfte 1983 wies die Ertragsbilanz im ersten Quartal des laufenden Jahres ein Defizit von rund 15 Mrd. FF auf.

Ein etwas höheres Wachstum der Ausgaben sowie hinter den Erwartungen zurückgebliebene Einnahmen führten im vergangenen Jahr zu einem Anstieg des Staatsdefizits auf 130 Mrd. FF bzw. rund 3,3% des Bruttoinlandproduktes. Im laufenden Jahr strebt die Regierung eine Reduktion des Anteils auf 3% an, und für 1985 stellte sie eine Verschärfung des restriktiven fiskalpolitischen Kurses in Aussicht.

Im vierten Quartal 1983 dehnte sich die Geldmenge  $M_2$  im Vergleich zur vorangegangenen Periode deutlich stärker aus. Gegenüber dem Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar 1983 nahm die Geldmenge  $M_2$  um 10,2% zu und lag damit über dem anvisierten Ziel von 9%. Die Zielüberschreitung ist in erster Linie auf den stärkeren Kreditbedarf des Staates zurückzuführen. Die Kredite der Notenbank an den Trésor verdoppelten sich beinahe in der Jahresfrist. Dagegen schwächte sich das Wachstum der Bankausleihungen an den Privatsektor im Vergleich zu 1982 ab.

Die französischen Währungsbehörden haben für das laufende Jahr die geldpolitische Zielgröße geändert. Anstelle des Geldaggregats  $M_2$  wird  $M_2R$ , das den Notenumlauf sowie die Sicht- und Termineinlagen der inländischen Nichtbanken, nicht aber diejenigen der Ausländer enthält, verfolgt. Die Differenz zwischen den beiden Aggregaten ist gering. Für das Jahr 1984 wird ein Wachstum von 5,5% bis 6,5% angestrebt, was im Vergleich zum Vorjahr eine leicht restriktivere Geldpolitik bedeutet.

Die inländischen Zinssätze blieben in den ersten Monaten des laufenden Jahres praktisch unverändert; sie bewegten sich zwischen 12,25% und

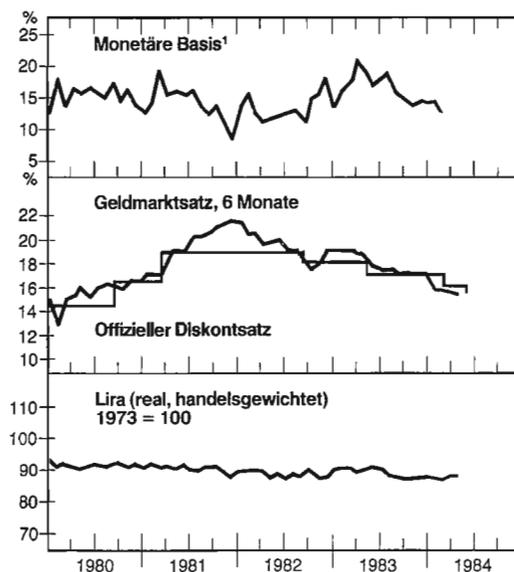
12,50%. Am Euromarkt hingegen stiegen die Dreimonats-Francis im Februar aufgrund der Spannungen innerhalb des EWS und der Erwartung einer Paritätsanpassung vorübergehend auf über 17%; Mitte Mai lagen sie wieder bei 12,5%.

### Italien

Die seit Mitte 1983 vor allem infolge der regen Auslandnachfrage steigende Industrieproduktion deutet auf eine allmähliche konjunkturelle Erholung in Italien hin. Im ersten Quartal 1984 lag die Produktion um durchschnittlich 3% höher als ein Jahr zuvor, und die Auslastung der Kapazitäten nahm zu. Insgesamt rechnen die italienischen Konjunkturforschungsinstitute mit einem realen Wachstum des Bruttoinlandproduktes von 2% im laufenden Jahr. Das *reale Bruttoinlandprodukt* war im Vorjahr um schätzungsweise 1,5% gesunken.

Am Arbeitsmarkt zeichnete sich noch keine Besserung ab. Besonders stark nahm die Zahl der

Grafik 6: Italien



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Supplemento al bollettino della Banca d'Italia)

jugendlichen Arbeitslosen zu. Die Teuerungsrate schwächte sich weiter ab; im April belief sie sich auf 11,6% gegenüber 16,6% im gleichen Vorjahresmonat.

Das starke Wachstum des Exportvolumens setzte sich im neuen Jahr fort. Da auch die Importe infolge der höheren Nachfrage anstiegen, war das Defizit der Handelsbilanz im ersten Quartal 1984 mit rund 4100 Mrd. Lire ungefähr gleich hoch wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

Die italienische Regierung stellt Steuererhöhungen sowie eine Verminderung der Staatsausgaben im laufenden Jahr in Aussicht. Sie hofft damit, die im *Budget 1984* verankerte Reduktion des Defizitanteils am Bruttoinlandprodukt von 17 auf 15% zu erreichen. Darüber hinaus ergriff die Regierung im April Massnahmen zur Dämpfung des Lohnanstiegs und der Preiserhöhungen im öffentlichen Sektor.

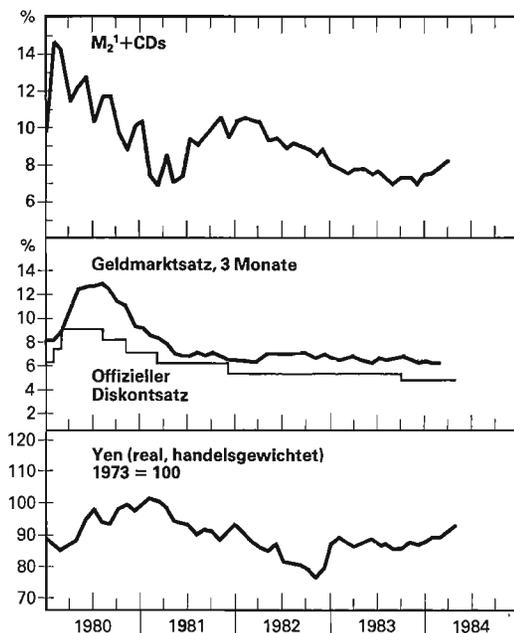
Die monetäre Basis lag im Februar um 12,2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge  $M_2$  (Noten plus Sicht- und Sparguthaben des Nichtbankensektors) schwächte sich Ende 1983 ab. Seit der Aufhebung der Kreditzuwachsbeschränkungen lässt die *Banca d'Italia* diesem Aggregat erhöhte Aufmerksamkeit zukommen.

Die Geldmarktsätze bildeten sich weiter zurück. In den vier Monaten bis April fiel die Rendite der Schatzwechsel von etwas über 17% auf knapp 15%. Die Banca d'Italia unterstützte den Zinsrückgang durch eine Senkung des Diskontsatzes um einen Prozentpunkt im Februar und einen halben Prozentpunkt auf 15,5% im Mai. In ihrem für 1984 skizzierten Szenario sieht sie eine Senkung der Inflationsrate auf 8–9% vor.

## Japan

Die vom Exportsektor ausgelöste konjunkturelle Erholung erfasste gegen Ende 1983 auch die übrigen Wirtschaftssektoren. Im vierten Quartal lag das *reale Bruttoinlandprodukt* um 3,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Neben dem privaten Konsum sowie den Ausrüstungsinvestitionen belebte sich auch die Bautätigkeit. Im

**Grafik 7: Japan**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of Japan, Economic Statistics Monthly)

ersten Quartal 1984 deuteten die Konjunkturindikatoren auf eine weitere Beschleunigung des Wachstums hin. Die Industrieproduktion übertraf das Vorjahresniveau um 12%, und die Auftrags-eingänge in der Maschinenindustrie (+18%) sowie die Zahl der neubegonnenen Bauten zogen an.

Die Arbeitslosenrate, die im vergangenen Jahr vor allem infolge der höheren Erwerbsquote der Frauen zugenommen hatte, belief sich im März unverändert auf 2,7%. Die Jahresteuersatzrate stieg im ersten Vierteljahr nach den tiefen Werten in den beiden Vorperioden auf durchschnittlich 2,3%.

Infolge höherer Importe fiel der Überschuss der Ertragsbilanz mit 3,3 Mrd. Dollar im ersten Quartal etwas geringer aus als in der Vorperiode. Im laufenden Fiskaljahr wird mit einem positiven Saldo der Handels- und Ertragsbilanz von rund 42 bzw. 31 Mrd. Dollar gerechnet. Demgegenüber hatten die entsprechenden Überschüsse im

Fiskaljahr 1983/84 34,6 bzw. 24,3 Mrd. Dollar betragen.

Das *Budget* für das laufende Fiskaljahr widerspiegelt die restriktive Fiskalpolitik der japanischen Regierung. Durch eine Verminderung der Staatsausgaben um real rund 1,5% wird eine Reduktion des Haushaltsdefizits angestrebt. Das Haushaltsdefizit belief sich im vergangenen Fiskaljahr auf 13 345 Mrd. Yen bzw. 4,8% des Brutto-sozialprodukts.

Die Geldmenge  $M_2$  nahm im ersten Quartal deutlich schwächer zu als in den vorangegangenen drei Monaten. Im März lag sie um 8,4% über dem

entsprechenden Vorjahreswert. Am Geldmarkt pendelten sich die Zinssätze im ersten Quartal nach ihrem vorübergehenden Anstieg Ende 1983 bei etwas über 6% ein.

Trotz des zunehmenden, insbesondere von den Vereinigten Staaten ausgehenden Drucks, die Liberalisierung der japanischen Finanzmärkte voranzutreiben, hielt die japanische Regierung am Konzept einer allmählichen Öffnung fest. Anfang April traten die gelockerten Vorschriften bezüglich der Emission von Euro-Yen-Anleihen durch japanische Unternehmen in Kraft. Da die Emissionssteuer beibehalten wurde, ist die Wirksamkeit der Liberalisierung nur begrenzt.

## Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

	1981	1982	1983a)	1983a)				1984a)	
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	1,9	-1,9	3,3	-0,9	0,3	2,4	4,4	6,2	7,8
BRD	-0,2	-1,1	1,3	-1,7	-0,3	1,1	1,3	2,8	3,6
Vereinigtes Königreich b)	-1,6	1,8	3,0	1,1	3,2	2,4	3,0	3,3	-
Frankreich b)	0,3	1,9	0,5	1,2	0,8	0,6	0,9	0,6	9,7
Italien b)	0,1	-0,3	-1,4	-2,4	-3,4	-3,7	-0,4	-	-
Japan	3,8	2,9	3,0	3,7	2,9	2,6	3,2	3,6	-
Schweiz b)	1,9	-1,7	0,5	-2,3	-1,4	-0,7	0,3	1,4	-

a) provisorisch b) BIP

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

	1981	1982	1983	1983		1984			
				4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April a)
USA	10,4	6,2	3,2	3,3	4,5	4,1	4,6	4,7	4,5
BRD	5,9	5,3	3,0	2,6	3,1	2,9	3,1	3,2	3,2
Vereinigtes Königreich	11,9	8,6	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,2	5,2
Frankreich	13,4	11,8	9,6	9,8	8,8	9,0	9,0	8,6	7,9
Italien	18,7	16,3	15,0	13,0	12,2	12,5	12,2	12,0	11,6
Japan	4,9	2,7	1,9	1,7	2,4	1,7	2,8	2,5	2,4
Schweiz	6,5	5,6	2,9	1,8	3,0	2,7	2,9	3,4	3,2

a) provisorisch

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

	1981	1982	1983	1983		1984			
				4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April a)
USA	8,1	9,7	9,6	8,5	7,9	8,0	7,8	7,8	7,8
BRD	5,2	7,7	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	9,1	9,1
Vereinigtes Königreich b)	10,0	11,7	12,4	12,3	12,6	12,5	12,6	12,6	12,6
Frankreich b, d)	7,9	8,9	8,9	9,1	9,6	9,3	9,6	9,8	10,0
Italien b)	8,4	9,1	9,9	10,1c)	-	-	-	-	-
Japan	2,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Schweiz	0,2	0,4	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1

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

### 2.4 Ertragsbilanz (Saldo in Mrd. US-Dollar, saisonbereinigt)

	1981	1982	1983a)	1982		1983a)			1984a)	
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
USA	4,6	-11,2	-40,8	-6,6	-3,6	-9,7	-12,0	-15,5	-	
BRD	-7,4	3,3	3,3	2,1	2,3	0,7	-0,0	0,7	0,8	
Vereinigtes Königreich	11,7	9,7	3,0	3,8	1,1	-0,3	0,9	0,5	1,1	
Frankreich	-4,5	-11,6	-3,5	-2,6	-3,4	-1,0	0,3	0,3	-1,9b)	
Italien	-7,7	-5,5	0,0	-	-	-	-	-	-	
Japan	4,7	6,8	21,0	1,5	3,4	6,8	6,4	4,4	3,3b)	
Schweiz	2,8	3,7	2,8	0,9b)	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,9b)	0,9b)	

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

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

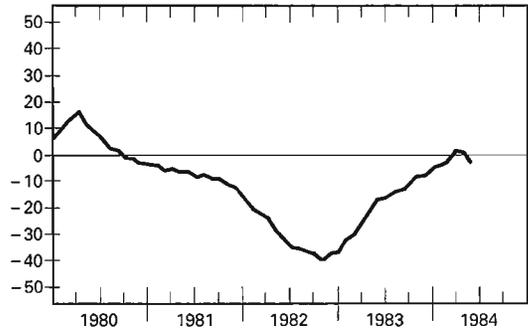
### 1. Überblick

Die Konjunkturbelebung hielt im ersten Quartal 1984 an. Der von der Nationalbank errechnete Sammelindex der vorlaufenden Indikatoren erhöhte sich um die Jahreswende nach einer fast einjährigen Stagnationsphase wieder, und der von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH veröffentlichte Sammelindikator «Unternehmerpläne» nahm beschleunigt zu. Beides weist darauf hin, dass die konjunkturelle Erholung, die in der Schweiz bisher nur zögernd vorangekommen war, an Kraft und Breite gewonnen hat. Im ersten Quartal trugen alle wichtigen Komponenten des Bruttoinlandprodukts zum Wachstum bei. Dank der Belebung der Konsum- und Investitionsnachfrage nahm die industrielle Produktion auf saisonbereinigter Basis weiter zu. Die Exporte erhöhten sich vor allem infolge vermehrter Aufträge aus den OECD-Ländern und profitierten erstmals seit rund 2 Jahren wieder von deutlich höheren Bestellungen seitens der nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer. Der Saldo der Handelsbilanz, dessen konjunkturelles Muster im Vorjahr durch die Häufung von Flugzeuglieferungen verzerrt wurde, lässt nun wieder den gewohnten Zusammenhang zwischen Defizitanstieg und Konjunkturbelebung erkennen.

Der günstigere Konjunkturverlauf schlug sich nur zum Teil am Arbeitsmarkt nieder. Während die Zahl der offenen Stellen saisonbereinigt anstieg, ging die Beschäftigung zurück, und die Zahl der Arbeitslosen nahm stark zu. Die Teuerung beschleunigte sich im ersten Quartal sowohl auf der Gross- wie auf der Detailhandelsstufe. Knapp die Hälfte der Preiserhöhungen bei den Konsumgütern entfiel auf Nahrungsmittel. Der Anstieg des Preisauftriebs dürfte aller Voraussicht nach jedoch nur vorübergehend sein.

In den ersten vier Monaten des laufenden Jahres lag das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge zeitweise leicht unter dem von der Nationalbank Ende 1983 festgelegten Zielpfad. Die Geldmarktsätze für Eurofranken, die um die Jahreswende stark gesunken waren, blieben von Januar bis April ungefähr konstant. Die Zusam-

Graphik 8: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Indikator der Konjunkturforschungsstelle KOF-ETH  
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

mensetzung der Bankeinlagen veränderte sich kaum, so dass die Geldmengenaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  saisonbereinigt parallel zueinander verliefen.

Am Kapitalmarkt stieg das Zinsniveau leicht an. Das Volumen der Obligationenanleihen inländischer Emittenten bewegte sich im ersten Quartal auf hohem Niveau, erreichte aber den Stand des entsprechenden Vorjahreszeitraums nicht mehr. Das Kreditgeschäft im Inland nahm hingegen weiter zu, und auch der bewilligungspflichtige Kapalexport lag erneut höher als vor Jahresfrist. Augenfällig war insbesondere das hohe Wachstum der ans Ausland vergebenen Kredite. An den Devisenmärkten wurde der Schweizerfranken sowohl nominell wie real tiefer bewertet als im Vorquartal.

### 2. Der realwirtschaftliche Bereich

#### **Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion**

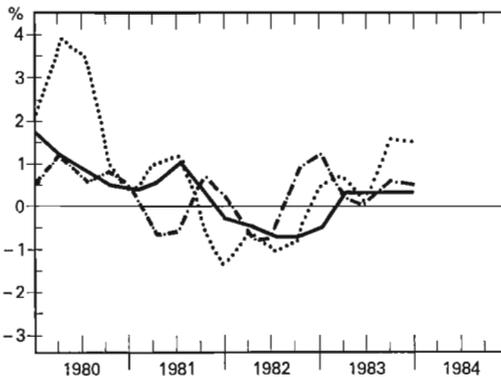
Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im ersten Quartal weiter an. Zu diesem Ergebnis trugen alle wichtigen Komponenten – der private Konsum, die Investitionen und der Export – bei. In der Industrie verbesserte sich das Klima im ersten Quartal allerdings nicht mehr: Der von der Konjunkturforschungsstelle (KOF) an der ETH errechnete Indikator «Geschäftsgang in der Industrie» verharrte etwa auf dem Niveau, das er

zur Jahreswende erreicht hatte. Nach einer rund halbjährigen Stagnationsphase stieg aber der Indikator «Unternehmerpläne», der die Einkaufs- und Produktionsabsichten der befragten Industrieunternehmen zusammenfasst, wieder stark an. Bestellungseingang und Auftragsbestand nahmen laut KOF-Umfrage vor allem in den stark exportorientierten Unternehmungen zu. Hievon machte die Maschinen- und Apparateindustrie keine Ausnahme, obwohl der Auftragsbestand in dieser Branche nach wie vor als zu tief eingestuft wurde. Die industrielle Produktion wurde dem besseren Auftragseingang angepasst und stieg laut KOF während des ersten Quartals im gleichen Rhythmus wie in der Vorperiode. Daher gingen die Fertigfabrikatelager insgesamt nur schwach zurück und wurden immer noch als zu hoch bezeichnet. Die Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten gilt – namentlich in der Maschinenindustrie, obwohl hier Produktionsanlagen abgebaut wurden – weiterhin als unbefriedigend. Immerhin meldeten die befragten Unternehmen für das erste Quartal im Unterschied zur Vorperiode keine weitere Verschlechterung der Ertragslage mehr.

### Privater Konsum

Der seit dem dritten Quartal 1983 andauernde Anstieg des privaten Konsums setzte sich zu

**Grafik 9: Reales Bruttoinlandprodukt<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorquartal, saisonbereinigt

— Reales BIP  
 - - - Privater Konsum  
 ..... Anlageinvestitionen

Quelle: Bundesamt für Statistik

Beginn des laufenden Jahres fort. Im Detailhandel übertrafen die Umsätze die Erwartungen, was die Detaillisten bewog, ihre Lager aufzustocken. Deutlich war wiederum die Belebung im Non-Food-Bereich, wo die Geschäftstätigkeit in erster Linie im Bekleidungssektor und bei den Haushaltgegenständen stieg.

Die Schweizer Hotellerie verzeichnete eine im Mehrjahresvergleich überdurchschnittliche Wintersaison, obwohl die Übernachtungen sowohl von Schweizern wie von Ausländern im Vergleich zur Vorjahresperiode zurückgingen. Insbesondere wurden weniger Gäste aus der Bundesrepublik Deutschland registriert, während die Zahl der Übernachtungen von Amerikanern und Briten zunahm.

### Investitionen

Die von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich jährlich einmal in der Industrie und Bauwirtschaft durchgeführte Investitionsumfrage bestätigt das verbesserte Investitionsklima. Zwischen den Ausrüstungsinvestitionen und den Bauten bestehen aber erhebliche Differenzen: Während die industriellen und gewerblichen Bauten im laufenden Jahr nur etwa das Ausmass des Vorjahres erreichen dürften, sind spürbar stärkere Ausrüstungsinvestitionen geplant. Im Vordergrund der Investitionsabsichten steht die Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit, die hauptsächlich durch Rationalisierungsmassnahmen und durch die Einführung neuer Produktionstechniken erfolgen soll. Gemäss der genannten Umfrage verbesserte sich das Investitionsklima gegenüber der letztjährigen Erhebung hauptsächlich in der Maschinen- und Apparateindustrie. Der grösste Teil der Investitionen soll im Inland anfallen, während die Auslandsinvestitionen von geringerem Gewicht sein dürften als im Vorjahr. Auslandsinvestitionen sind vor allem geplant, um protektionistischen Massnahmen einzelner Länder auszuweichen.

Obschon die Neubewilligten Baukredite und die geplanten Bauvolumina während Monaten gestiegen sind, ist die industrielle und gewerbliche Bautätigkeit immer noch schwach: Nach der Investitionsumfrage erfolgen die Bauinvestitionen

**Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)**

	1980	1981	1982	1983	1984					1984
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Import von Investitionsgütern, real	19,0	0,2	- 5,8	7,0	- 1,6	4,5	7,0	6,3	10,2	8,1
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	1,7	- 5,9	- 3,6	10,8	3,0	16,9	5,8	23,0	- 2,4	<sup>2)</sup>
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	- 1,3	6,3	6,7	- 4,1	7,6	- 12,9	- 16,7	16,6	- 3,2	<sup>2)</sup>
Geplante Industrielle Bauten (Raumvolumen) <sup>1</sup>	67,1	- 29,6	- 22,5	23,6	- 37,8	2,1	- 10,5	44,1	58,5	- 4,7
Neubewilligte Baukredite (71 Banken)	23,0	- 5,3	- 6,5	19,4	15,7	16,5	14,9	24,0	22,1	3,6

<sup>1</sup> Neu- und Erweiterungsbauten<sup>2</sup> Nicht verfügbar

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

von Industrie und Gewerbe im Zusammenhang mit Umrüstungen (Einführung neuer Produkte und Produktionsverfahren); Erweiterungsbauten dagegen bilden die Ausnahme.

Im Wohnbausektor wurden im abgelaufenen Jahr 4% weniger Neuwohnungen fertiggestellt. Dies war der erste Rückgang seit 1977. Besonders deutlich fiel die Abnahme in den fünf Grossstädten aus. Die in Bau befindlichen und die neubewilligten Wohnungen weisen hingegen auf eine Tendenzwende hin: Im vergangenen Jahr standen rund 15% mehr Wohnungen im Bau, und die Zahl der Neubewilligungen lag um 12% höher als ein Jahr zuvor. Eine starke Zunahme wiesen vor allem die Baubewilligungen für Einfamilienhäuser auf.

Im ersten Quartal dürfte das Bauvolumen, gemessen an den von der Bauwirtschaft zur Ausführung vorgesehenen Bauvorhaben, insgesamt knapp das Niveau des Vorjahres erreicht haben. Dabei wurde der Anstieg bei der Wohnungsbauproduktion durch den Rückgang beim industriell-gewerblichen Bau und beim Tiefbau etwa aufgewogen.

## Aussenhandel

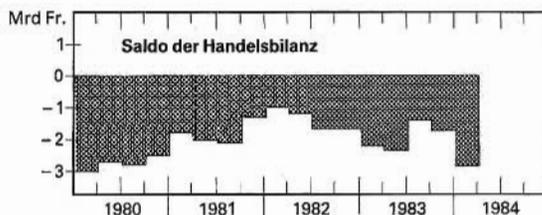
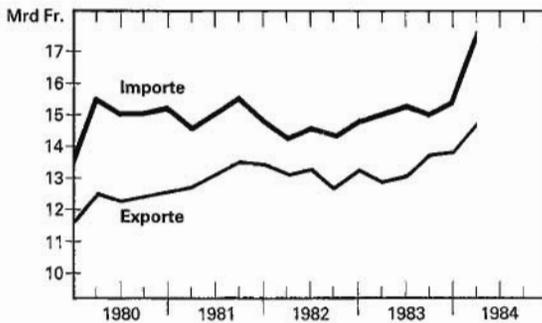
### Exporte

Das seit der zweiten Jahreshälfte 1983 wieder festzustellende Wachstum der Exporte schwäch-

te sich im ersten Quartal 1984 auf saisonbereinigter Basis ab. Die Lieferungen gingen vermehrt in die OECD-Staaten und die nicht-erdölexportierenden Entwicklungsländer. In die Staatshandelsländer und die OPEC-Staaten konnte dagegen weniger verkauft werden.

In den ersten drei Monaten lagen die Exporte wertmässig um 12,0% und volumemässig um 6,3% über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode. Dieser Zuwachs ist darauf zurückzuführen, dass insbesondere die ausser-europäischen OECD-Länder USA (nominal: +37,9%), Japan (+49,5%) und Australien (+50,3%) ihre Importe aus der Schweiz massiv erhöhten. Ähnlich eindrückliche Zuwachsraten ergeben sich im Vorjahresvergleich für Grossbritannien, Norwegen und Schweden. Während sich die Zunahme der Ausfuhren in die Bundesrepublik Deutschland in der Grössenordnung des Wachstums des Gesamtexports hielt, nahmen die Exporte nach Italien unterdurchschnittlich zu. Die Lieferungen nach Frankreich stagnierten sogar auf dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals, was als eine Folge der restriktiven Konjunkturpolitik dieses Landes zu werten ist. Die Exporte in die OPEC-Staaten, die ihre Einfuhren wegen geringerer Erdöleinnahmen im Vergleich zum Vorjahr gesamthaft etwas drosselten, gingen ebenfalls zurück.

Der Absatz schweizerischer Konsumgüter im Ausland lag in den ersten drei Monaten des neuen Jahres real nur geringfügig höher als

**Grafik 10: Aussenhandel<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Nominell, saisonbereinigt, ohne Gold und ab 1981 auch ohne Silber und ohne Münzen

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

in der entsprechenden Vorjahresperiode. Demgegenüber stiegen die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten im Vorjahresvergleich volumemässig um 13,3% an. Daran beteiligt war vor allem die chemische Industrie, die ihre Ausfuhr trotz eines Exportrückgangs bei den Pharmazeutika real um 10,2% ausdehnen konnte. Die Investitionsgüterexporte übertrafen den Stand des ersten Quartals 1983 leicht, wozu insbesondere die vermehrte Ausfuhr optischer und feinmechanischer Geräte beitrug. Dagegen stagnierten die Exporte nichtelektrischer Maschinen, und elektrische Maschinen und Apparate wurden sogar weniger ans Ausland verkauft als im Vorjahr. Dies zeigt, dass sich die wirtschaftliche Erholung, die in den grossen OECD-Staaten nunmehr in Gang gekommen ist, auch zu Beginn des neuen Jahres noch nicht auf alle Teile der Nachfrage nach schweizerischen Investitionsgütern erstreckt hat.

### Importe

Die konjunkturelle Besserung, die in der schweizerischen Wirtschaft etwa im Sommer 1983 eingesetzt hatte, widerspiegelte sich auch in einem wachsenden Importvolumen. Im ersten Quartal 1984 bewegten sich die Einfuhren volumemässig um 7,9% über dem Niveau der gleichen Periode des vergangenen Jahres. Diesem Durchschnittswert entsprach ungefähr die Zunahme bei den Konsum- und Investitionsgüterimporten. Höher fiel das Importwachstum (+13,3%) hingegen bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten aus. Besonders stark nahmen die Einfuhren von Metallen und Metallwaren zu. Eine Abnahme verzeichneten im Vorjahresvergleich die Energieträger, von denen im ersten Quartal 1984 real 10,3% weniger eingeführt wurden als vor Jahresfrist. Die Heizölimporte gingen um rund einen Viertel zurück, was vermutlich eine Folge des späten Winterbeginns und der Erwartung eines sinkenden Dollarkurses war.

### Handels- und Ertragsbilanz

Die Handelsbilanzen zwischen der Schweiz und ausgewählten Ländern zeigen die von Land zu Land unterschiedlichen Stadien im Konjunkturverlauf. Während der unerwartet starke Aufschwung in den Vereinigten Staaten zu massiv vermehrtem Import von Gütern schweizerischer Herkunft führte, erhöhte sich die Einfuhr amerikanischer Produkte in die Schweiz, wo die Konjunkturbelebung später einsetzte und schwächer ausfiel, bisher erst geringfügig. Umgekehrt sieht es im Falle des Handels mit Frankreich aus, wo die Binnennachfrage infolge restriktiver Wirtschaftspolitik stagnierte. Die schweizerischen Importe aus Frankreich stiegen an, während die Lieferungen aus der Schweiz nach Frankreich auf dem Niveau des Vorjahres verharren.

Insgesamt nahmen die schweizerischen Exporte im ersten Quartal 1984 gegenüber dem Vorquartal nominell und saisonbereinigt nur um rund 730 Mio Franken zu, die Importe hingegen etwa um 2 Mrd Franken. Damit erhöhte sich das Handelsbilanzdefizit im ersten Quartal des neuen Jahres saisonbereinigt auf knapp 3 Mrd Franken.

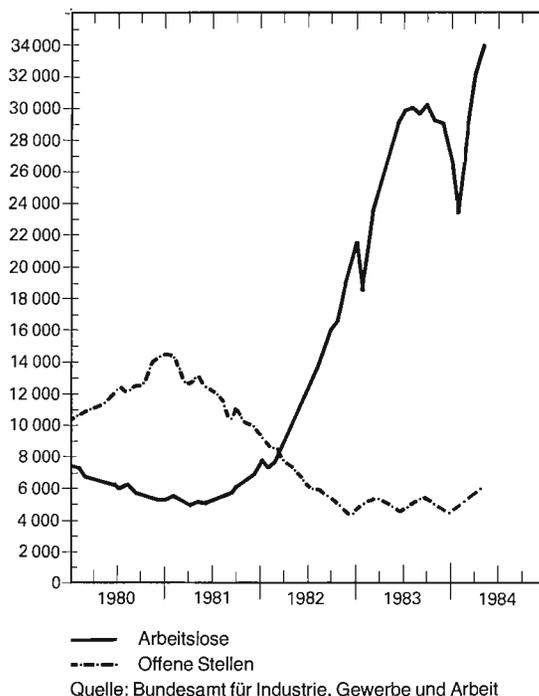
Der Überschuss der Ertragsbilanz war in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres mit 1,9 Mrd Franken gleich hoch wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Gegenüber dem Vorquartal ergab sich eine leichte Erhöhung des Saldos um 100 Mio Franken. Das im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal grössere Handelsbilanzdefizit wurde durch höhere Überschüsse beim Fremdenverkehr, bei den übrigen Diensten, bei den Kapitalerträgen und dank einem rückläufigen Ausgabenüberschuss bei den unentgeltlichen Übertragungen wieder wettgemacht. Die Zunahme der Kapitalerträge war sowohl auf das höhere Nettovermögen der Schweiz als auch auf den Anstieg der Zinssätze in einigen wichtigen westlichen Industriestaaten zurückzuführen.

### Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Im ersten Vierteljahr nahm die Beschäftigung saisonbereinigt etwas ab. Dabei wurden nicht nur die Industrie und das Baugewerbe vom Rückgang betroffen, sondern auch der Dienstleistungssektor, dessen Personalbestand im Jahre 1983 stagniert hatte. Im ersten Quartal lag der Index der Beschäftigung in der Industrie um 1,9%, im Baugewerbe um 0,6% und im Dienstleistungssektor um 0,4% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Während sich die Zahl der offenen Stellen infolge der konjunkturellen Belebung im ersten

**Grafik 11: Arbeitslose und offene Stellen**  
(Saisonbereinigt)



Quartal erhöhte, war bei den Arbeitslosenzahlen eine Verschlechterung zu beobachten. Saisonbereinigt stieg die Zahl der Ganzarbeitslosen von Januar bis April um mehr als 10 000 an, nachdem sie sich seit Oktober 1983 deutlich zurück-

**Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt**  
(Nicht saisonbereinigt)

	1980	1981	1982	1983	1983		1984				
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>					- 1,2	- 0,6	- 1,0				
Arbeitslosenquote <sup>3,4</sup>	2,0	1,0	- 1,1 <sup>2</sup>	- 1,3	0,8	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Ganzarbeitslose <sup>4</sup>	6 255	5 889	13 220	26 288	23 924	28 245	34 183	34 510	34 584	33 456	33 520
Kurzarbeiter <sup>4</sup>	2 128	5 704	36 611	48 930	35 392	38 241	23 000 <sup>5</sup>	25 000 <sup>5</sup>	23 500 <sup>5</sup>	21 000 <sup>5</sup>	16 000 <sup>5</sup>
Offene Stellen <sup>4</sup>	12 312	11 876	6 352	5 591	5 145	4 686	5 470	4 662	5 682	6 065	6 204

<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> Anteil der Ganzarbeitslosen an der erwerbstätigen Wohnbevölkerung von 1980 in Prozent

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

<sup>5</sup> provisorisch

Quelle: Die Volkswirtschaft

gebildet hatte. Der Beschäftigungsrückgang und damit die Zunahme der Arbeitslosigkeit passen nicht gut zum gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfeld. Die Verschlechterung am Arbeitsmarkt dürfte zum Teil damit zusammenhängen, dass die Unternehmer jetzt, nachdem die Konjunkturbelebung in Gang gekommen ist, besser in der Lage sind, den strukturell bedingten Nachfrageausfall vom konjunkturellen zu trennen und ihre früheren Entscheide bezüglich Kurzarbeit und Entlassungen entsprechend zu korrigieren. Bereits Mitte der siebziger Jahre war – wenn auch weit weniger ausgeprägt – ein ähnlicher Verlauf der Arbeitslosenzahlen zu beobachten. Zu Beginn des Aufschwungs hatte sich die Zahl der Arbeitslosen damals nach einem vorübergehenden Rückgang nochmals während einiger Monate erhöht.

Aber auch unter diesem Blickwinkel erscheint die jüngste Zunahme der Arbeitslosenzahlen als sehr hoch. Die Vermutung liegt nahe, dass sie – zumindest teilweise – mit der grosszügigeren Regelung der Arbeitslosenversicherung und der Einführung der neuen Bestimmungen bezüglich der Entschädigung bei Kurzarbeit zusammenhängt.

Die Entschädigung des Erwerbsausfalls bei Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit wird durch das auf den 1. Januar 1984 in Kraft getretene Arbeitslosenversicherungsgesetz (AVIG) vom 25. Juni 1982 neu geregelt. Bei der Arbeitslosenentschädigung wurde die Höchstzahl der Taggelder heraufgesetzt (Art. 27) und die zur Berechtigung notwendige Beitragszeit flexibler gestaltet (Art. 9). Um der Gefahr des Missbrauchs der Kurzarbeitsentschädigung entgegenzuwirken, sieht das neue Gesetz unter anderem vor, dass der einzelne Betrieb die Einführung von Kurzarbeit voranmelden und begründen (Art. 36) muss. Darüber hinaus hat der Betrieb im allgemeinen einen Karenztag je Kurzarbeiter und Monat (Art. 37b) sowie die vollen gesetzlichen und vertraglich geregelten Sozialversicherungsbeiträge entsprechend der normalen Arbeitszeit (Art. 37c) auf eigene Kosten zu übernehmen. Die aktuellen Zahlenreihen der Kurzarbeiter und Ganzarbeitslosen dürften daher nur noch bedingt mit den Reihen früherer Jahre vergleichbar sein. Obwohl die Kurzarbeit aus der Sicht der Unternehmung

mit der neuen Regelung teurer geworden ist, dürfte die Kurzarbeit nur zum Teil durch Entlassungen substituiert werden. Den Mehrkosten, die der Unternehmung aufgrund des neuen Gesetzes bei der Verfügung von Kurzarbeit erwachsen, stehen nämlich die Kosten bei Entlassung (Abfindungen) und bei einer allfälligen späteren Neueinstellung (Einarbeitungszeit) gegenüber. Im Falle einer konjunkturell bedingten, vorübergehenden Unterauslastung der personellen Kapazitäten gibt eine Abwägung dieser Kosten im Einzelfalle Auskunft darüber, ob sich aufgrund des neuen Gesetzes Entlassungen oder die Anordnung von Kurzarbeit lohnen.

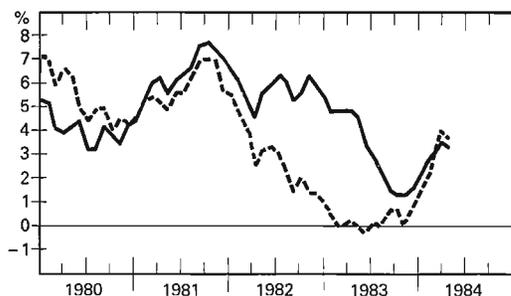
### **Preise und Löhne**

In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres lag die Jahresteuerrate mit durchschnittlich 3% deutlich über den niedrigen Werten in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres. Verglichen mit dem ersten Quartal 1983, als sich die Jahresteuerrate noch bei 4,8% bewegte, sind die in der jüngsten Zeit gemessenen Teuerungsraten relativ bescheiden. Im April und Mai lag die Jahresteuerrate mit 3,2% bzw. 2,9% wieder etwas niedriger als im März (3,4%).

Der Anstieg des Konsumentenpreisindex im Verlauf des ersten Quartals war zum grössten Teil auf den Preisanstieg bei den Inlandgütern, der stärker ausfiel als in der Vorperiode, zurückzuführen. Bei den importierten Konsumgütern hielten sich die Teuerungsimpulse etwa im gleichen Rahmen wie im Vorquartal.

Nach Bedarfsgruppen betrachtet, fallen vor allem die stark erhöhten Nahrungsmittelpreise auf, lagen doch ihre Jahresteuerraten in allen drei Monaten über der durchschnittlichen Teuerung. Gleiches gilt auch für die Bedarfsgruppe Bildung und Erholung. Die im März in Kraft getretene Erhöhung der Post- und Telefntaxen um 17,5% hatte bei einem Anteil von rund 1,8% am Güterkorb eine Erhöhung des Preisindex um 0,3% zur Folge.

Erstmals seit mehreren Jahren überstieg die Jahresteuerrate auf der Grosshandelsstufe im Februar wieder diejenige auf der Detailhan-

**Grafik 12: Preisentwicklung<sup>1</sup>**

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

— Konsumentenpreise

- - - Grosshandelspreise

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

delsstufe. Im ersten Quartal 1984 erhöhten sich die Grosshandelspreise im Vorjahresvergleich durchschnittlich um 3,1%. Dazu trugen die Importwaren etwas mehr bei als die im Inland produzierten Güter. Während der vergangenen zwei Jahre hatten die Importgüter deutlich tiefere Jahresteuersraten aufgewiesen als die Inlandwaren. Bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten waren die Preise sogar zurückgegangen.

Infolge der Umstellungen bei der Statistik der Löhne verunfallter Arbeitnehmer, die das Inkraft-

treten des neuen Unfallversicherungsgesetzes per 1. Januar 1984 nach sich zog, sind zur Lohnentwicklung im ersten Quartal noch keine Angaben vorhanden. Vermutlich sanken die Real-löhne der Arbeitnehmer im ersten Quartal, da der Teuerungsausgleich, der per Ende Jahr gewährt worden war, den relativ geringen Preisanstieg vom vergangenen Jahr berücksichtigt hatte; inzwischen ist die Teuerung jedoch wieder angestiegen.

### 3. Der monetäre Bereich

#### *Geldmengenaggregate*

Während des ersten Quartals 1984 verlief die bereinigte Notenbankgeldmenge anfangs leicht unter dem Ziel, pendelte sich aber im März und April schliesslich auf den vorgesehenen Wachstumspfad ein. Die Entwicklung des Notenumlaufs, der im Durchschnitt der ersten drei Monate um 0,8% über dem entsprechenden Vorjahresniveau lag, entsprach ungefähr den Erwartungen der Nationalbank. Bei den Giroguthaben betrug das Wachstum im Vergleich zum Vorjahr durchschnittlich 1%. Der im Januar 1984 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat verzeichnete Rückgang der bereinigten Notenbankgeldmenge erklärt sich zu einem wesentlichen Teil

**Tabelle 5: 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>
1980	21 740	3,3	7342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1983 1. Q.	22 828	5,0	7808	17,0	577	30 060	7,6
1983 2. Q.	22 688	4,3	7061	- 0,3	574	29 175	2,4
1983 3. Q.	22 493	2,6	7321	3,8	510	29 305	2,6
1983 4. Q.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1. Q.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 Jan.	23 289	0,6	8263	- 8,0	837	30 715	- 1,8
1984 Feb.	22 798	1,2	7380	7,2	113	30 065	2,7
1984 März	22 969	0,7	7843	3,8	441	30 371	2,5
1984 April	23 088	1,7	7876	14,0	708	30 256	3,1
1984 Mai	23 007	1,4	7075	- 0,7	146	29 936	2,7

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

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

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

**Tabelle 6: Geldmengenaggregate<sup>1</sup>**

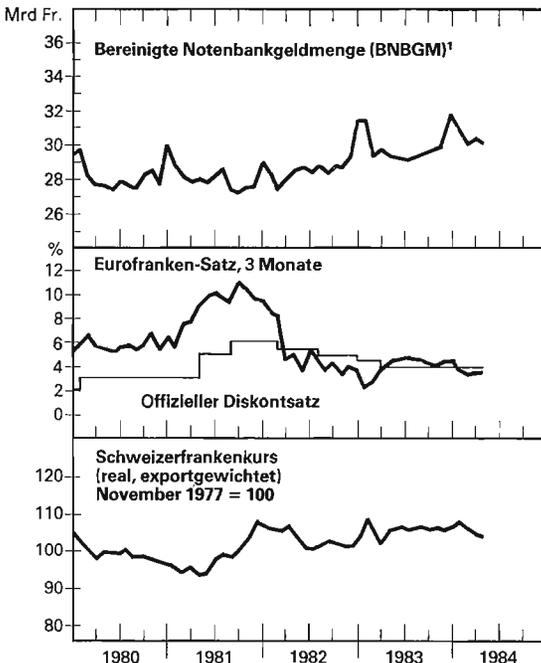
	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1980	- 9,0	17,6	6,5
1981	- 3,6	13,1	5,3
1982	3,0	4,0	3,5
1983	7,5	- 3,4	6,7
1983 1. Q.	15,2	- 5,9	6,3
1983 2. Q.	8,7	- 4,4	7,7
1983 3. Q.	5,3	- 1,6	7,4
1983 4. Q.	1,9	- 1,4	5,5
1984 1. Q.	1,3	4,4	6,4
1984 Jan.	1,6	3,6	6,6
1984 Feb.	1,4	4,9	6,6
1984 März	0,8	4,7	6,1
1984 April	2,3	6,5	6,1

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

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

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (Termineinlagen und inländische Sichteinlagen in fremder Währung)

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

**Grafik 13: Schweiz**

<sup>1</sup> Ziele für das durchschnittliche Wachstum der BNBGM gegenüber dem Vorjahr: 1981: 4%, 1982: 3%, 1983: 3%, 1984: 3%

durch den ungewöhnlich hohen Stand der Giro Guthaben im Januar 1983 und signalisiert nicht eine vorübergehende Verschärfung des geldpolitischen Kurses.

Die Geldmengenaggregate M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> wuchsen im ersten Quartal 1984 nur wenig. Saisonbereinigt überschreitet die Geldmenge M<sub>1</sub> zum ersten Mal seit 1979 wieder 62 Mrd. Franken. Da der Bargeldumlauf praktisch unverändert blieb, war die Zunahme fast ausschliesslich auf Bewegungen bei den Sichtguthaben zurückzuführen.

M<sub>2</sub> entwickelte sich im Gleichschritt zu M<sub>1</sub>, da zwischen Sicht- und Terminguthaben keine namhaften Umschichtungen stattfanden. Saisonbereinigt wuchs M<sub>2</sub> etwas stärker als im Vorquartal und lag Ende März bei knapp 123 Mrd. Franken.

Da der Zufluss von Spargeldern trotz kleiner werdender Zuwachsraten hoch blieb, wies M<sub>3</sub> ein kräftigeres Wachstum auf als M<sub>1</sub> und M<sub>2</sub> und bewegte sich im Durchschnitt des ersten Quartals 1984 saisonbereinigt auf dem Niveau von 253,1 Mrd. Franken.

## Finanzmärkte

### Geldmarkt

Die Liquiditätsversorgung des Geldmarktes war in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres reichlich. Die Giro Guthaben betragen im Durchschnitt dieses Zeitraums 7,8 Mrd. Franken und stiegen am Quartalsultimo auf 11,2 Mrd. Franken (Vorjahr: 10,8 Mrd. Franken). Den zusätzlichen Liquiditätsbedarf an den Monatsenden finanzierte die Nationalbank über die traditionellen Notenbankkredite (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten). Da die Beanspruchung dieser Kredite durch das Bankensystem relativ hoch war, erneuerte die Nationalbank selbst am Quartalsultimo die fälligen Swapkredite nur teilweise.

Am Eurofrankenmarkt gingen die Zinssätze nach dem Jahresultimo, dessen Abwicklung reibungslos verlaufen war, zurück. Gegen Ende Januar stabilisierten sie sich und wiesen in den folgen-

den drei Monaten nur geringfügige Schwankungen auf. Die Vergütungen der Grossbanken für Festgelder und die Renditen der Geldmarkt-Buchforderungen der Eidgenossenschaft entwickelten sich weitgehend parallel zum Geschehen am Eurofrankenmarkt. Allerdings ist die traditionelle Renditedifferenz zwischen den beiden Anlageformen im Februar, März und April praktisch verschwunden.

Die Zinsdifferenz zum Dollarraum erhöhte sich im Februar und März von 6 auf 7%. In dieser Phase stiegen die Dollarzinssätze um rund 1 Prozentpunkt, während die Zinssätze für Schweizerfranken praktisch stabil blieben. Der Unterschied zu den D-Mark-Zinssätzen, der Mitte 1983 fast auf Null gesunken war und dann bis zum Jahresende wieder kontinuierlich auf 2 Prozentpunkte zugenommen hatte, veränderte sich im ersten Quartal nur noch geringfügig.

### Devisenmarkt

Zu Beginn des laufenden Jahres wurde der amerikanische Dollar gegenüber dem Schweizerfranken – gleich wie im letzten Quartal 1983 – zu hohen Kursen gehandelt. Der Rückgang seiner Notierungen im Februar und März war nur vorübergehender Natur. Anfang Mai erreichte er gegenüber dem Schweizerfranken mit Fr.2.27 den höchsten Kurs seit 1977. Insgesamt betrug der Kurs des Dollars in den ersten vier Monaten 1984 durchschnittlich Fr.2.19 und schwankte zwischen Fr.2.10 und 2.26. Demgegenüber wurde er während des Jahres 1983 im Durchschnitt zu Fr.2.09 gehandelt und schwankte zwischen Fr.1.92 und 2.21. Die D-Mark erholte sich im Laufe des Februars von ihrem tiefen Kurs von Anfang Jahr (79 Rappen) auf 82 bis 83 Rappen und blieb seither ungefähr auf diesem Niveau. Die Höherbewertung des japanischen Yen setzte sich in den ersten vier Monaten fort, während der französische Franken, das Pfund Sterling und die italienische Lira gegenüber dem Schweizerfranken ungefähr auf dem Niveau des letzten Quartals 1983 verharrten.

Real schwächte sich der Schweizerfranken während des ersten Vierteljahres 1984 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode gegen-

**Tabelle 7: Veränderung des Frankenkurses<sup>1</sup> gegenüber den wichtigsten Währungen**

	Februar 1984 – Mai 1984 <sup>2</sup>		1. Quartal 1983 – 1. Quartal 1984 <sup>3</sup>	
	nominal	real	nominal	real
US-\$	-0,8	-0,8	- 8,2	-9,5
Yen	-1,3	-1,7	-10,2	-8,8
D-Mark	-0,3	-0,1	+ 2,9	+3,1
fFr.	-0,4	-0,7	+10,4	+4,9
£	+0,3	+0,5	- 2,0	-4,1
Lit.	-0,3	-0,9	+ 8,8	+1,7

<sup>1</sup> Preis eines Schweizerfrankens in fremder Währung

(+ = Aufwertung; - = Abwertung)

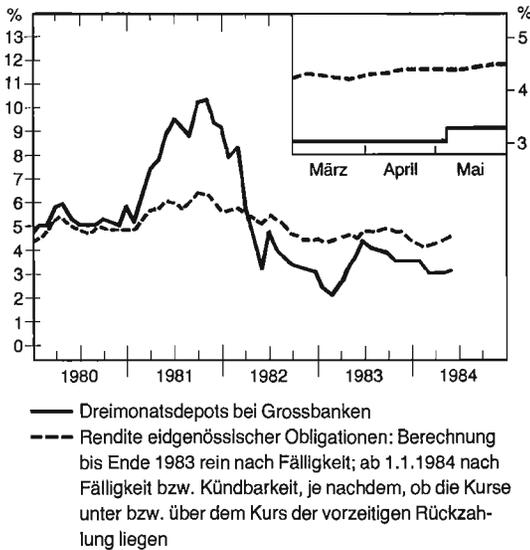
<sup>2</sup> Durchschnitt der monatlichen Veränderungsdaten in Prozent

<sup>3</sup> Durchschnitt der jährlichen Veränderungsdaten in Prozent

über dem amerikanischen Dollar, dem japanischen Yen und dem englischen Pfund deutlich ab. Hingegen ergab sich im Vergleich zur D-Mark, dem französischen Franken und der italienischen Lira eine reale Höherbewertung. Gegenüber den fünfzehn wichtigsten Handelspartnern der Schweiz stieg der exportgewichtete Frankenkurs im Vergleich zur Vorjahresperiode nominell durchschnittlich um 1,3%, real jedoch nur um 0,1%. Im April bewegte sich der Index des realen Frankenkurses bei 104,1 und liess damit im Vergleich zum Vorjahr (1983: 106,2) eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit erkennen.

### Kapitalmarkt

Die Kapitalmarktzinsen stiegen in der Berichtsperiode leicht an. Am Obligationenmarkt ergaben sich zwar im ersten Quartal 1984 noch keine grossen Bewegungen. Die Couponsätze der neu aufgelegten Anleihen blieben unverändert: Bund und Kantone boten 4½%, Kantonalbanken und erstklassige Privatadressen 4¾%. Die Anpassung an den leichten Zinsniveaustieg geschah über die Ausgabepreise, die im Laufe des Quartals leicht gesenkt wurden. Erst Anfang Mai erfolgte eine Anhebung der Couponsätze um ¼ Prozentpunkt. Die Verzinsung der Kassenobligationen blieb jedoch unverändert: die Gross- und Kantonalbanken vergüteten 4½% für ihre Titel mit einer Laufzeit von 3 Jahren und 4¾% für Fristen von 4 bis 8 Jahren.

**Grafik 14: Zinsentwicklung in der Schweiz**

Am Sekundärmarkt bildeten sich die Obligationenkurse im Laufe der ersten vier Monate 1984 bei relativ niedrigen Umsätzen langsam aber stetig zurück. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (unter Berücksichtigung der Kündbarkeit) stieg von 4,2% am 5. Januar bis auf 4,6% Ende Mai.

Die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch Emissionen von Obligationen inländischer Schuldner erreichte im ersten Quartal 1984 das Rekordniveau des Vorjahres nicht mehr, übertraf jedoch die Ergebnisse der entsprechenden Perioden aller früheren Jahre. Das Emissionsvolumen von Obligationen inländischer Schuldner betrug 3,2 Mrd. Franken (1. Quartal 1983: 4,8 Mrd.). Davon entfielen 2,5 Mrd. Franken (3,2 Mrd.) auf Neuemissionen und 0,7 Mrd. (1,6 Mrd.) auf Konversionen. Die schweizerische Eidgenossenschaft emittierte in den Monaten Februar, März und Mai im Auktionsverfahren je eine Anleihe im Betrage von durchschnittlich 286 Mio. Franken. Die Couponsätze betragen 4½% im Falle der ersten zwei Anleihen und 4¾% bei der Anleihe im Mai. Aufgrund der eingegangenen Angebote wurden Ausgabepreise von 99,6%, 99,3% und 100% festgelegt, was bei Laufzeiten von 9, 10 und 12 Jahren Renditen von 4,55%, 4,59% bzw. 4,75% ergibt.

### Kapitalexport

Während des ersten Quartals 1984 wurden Kapitalexportgeschäfte im Gesamtbetrag von 12,8 Mrd. Franken bewilligt. Sowohl im Vergleich zum Vorquartal (+14%) als auch zum Vorjahresquartal (+17%) ergab sich damit eine beachtliche Zunahme. Die Entwicklung nach Geschäftsarten zeigt gegenüber 1983 ein etwas verändertes Muster. Auffällig ist insbesondere das starke Wachstum der Kredite, das sich teils durch die seit einiger Zeit beobachtbare Normalisierungstendenz im Auslandkreditgeschäft und teils durch Sonderfaktoren (Exportkredit für das Wasserkraftwerk Atatürk) erklären lässt. Das Volumen der bewilligungspflichtigen Notes-Emissionen nahm in der Berichtszeit gegenüber dem Vorquartal um 9% zu, lag jedoch um 6% tiefer als im ersten Vierteljahr 1983. Wie schon im Vorjahr entfiel etwas mehr als die Hälfte aller Notes-Emissionen auf japanische Schuldner, die fast ausschliesslich Wandel-Notes ausgaben. Die öffentlichen Anleihen ausländischer Schuldner erreichten dasselbe Volumen wie im Vorquartal. Vom Gesamtbetrag der im ersten Quartal 1984 aufgelegten Anleihen in der Höhe von 3,2 Mrd. Franken entfiel ⅓ auf Doppelwährungsanleihen.

Nach Ländergruppen gegliedert, ergibt sich gegenüber 1983 ebenfalls ein leicht verändertes Bild. Im Berichtsquartal gingen 70% aller bewilligungspflichtigen Kapitalexporte an Industrieländer (1983: 79%) und 18% an Entwicklungsländer (1983: 9%). Entwicklungsorganisationen beanspruchten 8%, OPEC-Staaten 3% und Staatshandelsländer den Rest von 1%.

### Bankbilanzen und Kredite

Entgegen der allgemein besseren Wirtschaftsentwicklung und der erhöhten Kreditnachfrage verlangsamte sich das Wachstum der Bilanzsumme der 71 Banken im ersten Quartal. Die Zuwachsrate gegenüber dem Vorjahresmonat lag Ende März bei 5,3% im Vergleich zu 7,2% Ende Dezember 1983. Der Rückgang der Wachstumsrate ist vor allem auf das gegenüber dem Vorjahresquartal erheblich schwächere Wachstum der Einlagen ausländischer Nichtbanken zurückzuführen.

Eine entsprechend geringere Ausweitung erfuhren auf der *Aktivseite* die Finanzanlagen der Banken; der Bestand an Wertschriften wurde im Berichtsquartal sogar abgebaut. Neue Ausleihungen an Nichtbanken im Ausland wurden nur in unbedeutendem Ausmass vorgenommen, so dass sich die Jahreszuwachsrate der *Auslandkredite* Ende März leicht auf 3,6% zurückbildete.

Beim *Kreditgeschäft* im Inland setzte sich die Belebung im Berichtsquartal konjunkturbedingt fort. Die Banken gewährten um fast die Hälfte mehr neue Inlandkredite als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Ende März betrug die Jahreszuwachsrate der Inlandkredite 6,6%, gegenüber 6,2% Ende Dezember 1983. Augenfällig war die konjunkturbedingte Belebung vor allem bei den kommerziellen Ausleihungen, die erfahrungsgemäss eng mit der Umsatzentwicklung bei den Unternehmungen zusammenhängen. Die Wachstumsraten nahmen aber auch bei den Bau- und Hypothekarkrediten zu. Die an die inländische Kundschaft erteilten *Kreditzusagen* – sie fielen im ersten Quartal um 35% höher aus als im Vorjahr – lassen einen weiteren Anstieg der Kreditbeanspruchung erwarten.

Auf der *Passivseite* der Bankbilanzen war der Zufluss *inländischer Publikumseinlagen* (Sicht-, Fest- und Spargelder sowie Kassenobligationen) im ersten Vierteljahr 1984 stärker als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Publikumseinlagen bewegten sich Ende März um 5,8% über dem Niveau des entsprechenden Vorjahresmonats. Die Hälfte des Zuflusses im Frankenbereich entfiel auf Spargelder. Dennoch erhöhten sich diese mit 2,8 Mrd. Franken im Berichtsquartal deutlich schwächer als in der entsprechenden Vorjahresperiode (+6,6 Mrd.). Der Grund dafür sind die im Vergleich zum Vorjahresquartal attraktiveren Festgeldsätze, welche sich gegenwärtig nur noch geringfügig unter der Verzinsung der Spareinlagen bewegen. Im Vorjahresvergleich flossen aber nicht nur bei den Festgeldeinlagen deutlich mehr Mittel zu, sondern auch bei den Kassenobligationen.

Zum relativ starken Anstieg der inländischen Publikumsgelder dürften auch die vergleichsweise tiefen Zinssätze am Eurofrankenmarkt bei-

getragen haben. Die *Treuhandanlagen* im Frankenbereich gingen daher weiter zurück, während sie im Bereich der Fremdwährungen – namentlich in Dollars – zunahmen. Insgesamt übertrafen die Treuhandgelder Ende März den entsprechenden Vorjahresstand um 11,4% (Ende Dezember 1983: +8,5%).

# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 8 juin 1984\*

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

### 1. Aperçu

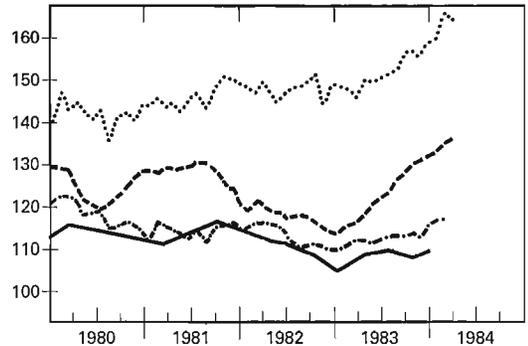
#### *Evolution conjoncturelle*

Au premier trimestre de 1984, la reprise économique a été telle dans les grands pays industrialisés que la plupart des prévisions concernant la croissance ont été révisées à la hausse. Selon l'OCDE, le produit national brut réel devrait s'accroître, en moyenne, de 4% en 1984 et de 3% en 1985.

Aux Etats-Unis, la progression du *produit national brut*, en termes réels, a surpris par son ampleur. Comme la demande globale s'est cependant aussi raffermie en Europe et au Japon, l'évolution a été à peu près semblable dans les principaux pays industrialisés. Aux Etats-Unis, en République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni, les investissements ont fortement augmenté; la demande extérieure a été le principal moteur de la conjoncture en France et en Italie. Au Japon, les impulsions sont venues, outre des exportations, de la consommation privée et des investissements. Au cours des premiers mois de 1984, la production industrielle s'est accrue dans toutes les grandes nations industrialisées et, dans plusieurs pays, l'utilisation des capacités techniques a retrouvé le niveau enregistré en 1980, avant la récession.

Au premier trimestre, une forte augmentation de l'emploi n'a pu être observée qu'aux Etats-Unis. En Europe, des adaptations de structures et des efforts de rationalisation ont provoqué une nouvelle réduction de l'emploi dans l'industrie; le nombre des personnes occupées n'a donc guère

**Graphique 1 : Production industrielle<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> 1975 = 100, variations saisonnières déduites

- ..... Japon
- Etats-Unis
- France, Royaume-Uni, Italie et République fédérale d'Allemagne
- Suisse

Source: OCDE, Principaux Indicateurs économiques

progressé. Au second semestre de 1983, le recul rapide du chômage aux Etats-Unis avait considérablement abaissé le taux moyen de chômage dans la zone de l'OCDE; au premier trimestre de 1984 toutefois, ce taux est resté à 8,2% environ.

L'accélération du renchérissement au cours des premiers mois de l'année a incité à accorder de nouveau plus d'attention aux tendances inflationnistes. Au mois de mars, le taux annuel moyen de renchérissement s'inscrivait à 5,8% dans la zone de l'OCDE. La hausse des prix alimentaires a été la cause première de cette montée du renchérissement. Comme les coûts unitaires du travail sont orientés modérément à la hausse et qu'aucune augmentation importante de prix n'est à relever dans le secteur énergétique, l'OCDE prévoit toujours, pour 1984, un taux d'inflation de 5%.

\* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1984.

## Politique économique

La reprise économique attendue ayant pris pied, l'an passé, dans la plupart des grands pays industrialisés, les banques centrales ont fixé leurs *objectifs monétaires* pour 1984 à des niveaux un peu inférieurs à ceux des années précédentes. Au premier trimestre, les agrégats monétaires ont évolué conformément aux objectifs dans la plupart des pays, mais leur croissance s'est un peu accélérée par rapport au trimestre précédent. Sous l'influence du vigoureux essor économique, les crédits ont augmenté, aux Etats-Unis surtout, mais aussi au Royaume-Uni et en République fédérale d'Allemagne. Si les taux d'intérêt se sont élevés aux Etats-Unis à la suite de cette expansion, ils ont légèrement fléchi dans les autres grands pays industrialisés.

## Marchés des changes

Entre le mois de janvier et la mi-mai, les fluctuations des cours ont été très prononcées sur les *marchés des changes*. En février, le dollar a faibli par rapport à toutes les monnaies importantes, en particulier face au mark, tout en restant assez stable vis-à-vis du yen japonais. Durant la première moitié du mois de mars, il a encore fléchi face aux monnaies du Système monétaire européen (SME) et au franc suisse, mais aussi par rapport au yen; une nette hausse a pu être observée vis-à-vis de la livre sterling. Le dollar a commencé à se redresser pendant la seconde

quinzaine de mars et, à la mi-mai, il avait largement rattrapé ses pertes précédentes par rapport à la plupart des monnaies.

La revalorisation du mark, au premier trimestre, a provoqué des tensions au sein du SME, mais le raffermissement du dollar, en avril et en mai, y a ramené le calme.

## Endettement international

Au premier trimestre de 1984, les marchés financiers ont été encore fortement perturbés par les problèmes de paiement des pays lourdement endettés. L'Argentine a dénoncé l'accord de crédit conclu avec le Fonds monétaire international (FMI), car elle n'était pas en mesure de remplir les conditions convenues; le Nigéria n'a pas accepté les mesures liées à un éventuel crédit du FMI, de sorte qu'aucun accord n'a été conclu. Quant au Brésil, il n'a pu atteindre les objectifs qui lui avaient été assignés pour le premier trimestre (balance des paiements équilibrée et respect d'une limite pour les créances nettes que l'institut d'émission détient sur des résidents). Il en a résulté un retard dans le paiement d'une tranche des crédits négociés l'an dernier avec le FMI. Ce n'est que le 15 mars, une fois les objectifs revus, que le Brésil a reçu la nouvelle tranche de 374 millions de DTS. L'incapacité du Brésil à respecter les objectifs convenus s'explique principalement par le retard intervenu dans la mise à disposition du crédit de 6,5 milliards de

**Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies**

	Janvier 1984 – avril 1984 <sup>1</sup>		1er trimestre 1983 – 1er trimestre 1984 <sup>2</sup>		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar USA	–	–0,9	–	+6,6	+6,6
Yen	+1,3	+0,7	+ 2,0	+7,7	+4,8
Mark allemand	+2,0	+0,9	–12,3	–1,6	–3,9
Franc français	+1,8	+0,4	–20,5	–8,4	–5,1
Lire	+1,4	+0,0	–18,8	–7,1	–0,7
Livre sterling	+0,4	–0,8	– 6,2	+1,7	+1,6
Franc suisse	+0,7	–0,7	– 9,3	+1,3	+0,1

<sup>1</sup> Moyenne des variations mensuelles en pour-cent (+ = revalorisation; – = dépréciation)

<sup>2</sup> Moyenne des variations annuelles en pour-cent (+ = revalorisation; – = dépréciation)

dollars, négocié avec des banques commerciales au mois de novembre 1983. Les objectifs avaient été fixés en partant du fait qu'une partie du crédit bancaire serait versée avant la fin de 1983. Or le versement intégral de la première tranche de 3 milliards de dollars de ce gros crédit n'a eu lieu que vers la fin du mois de mars.

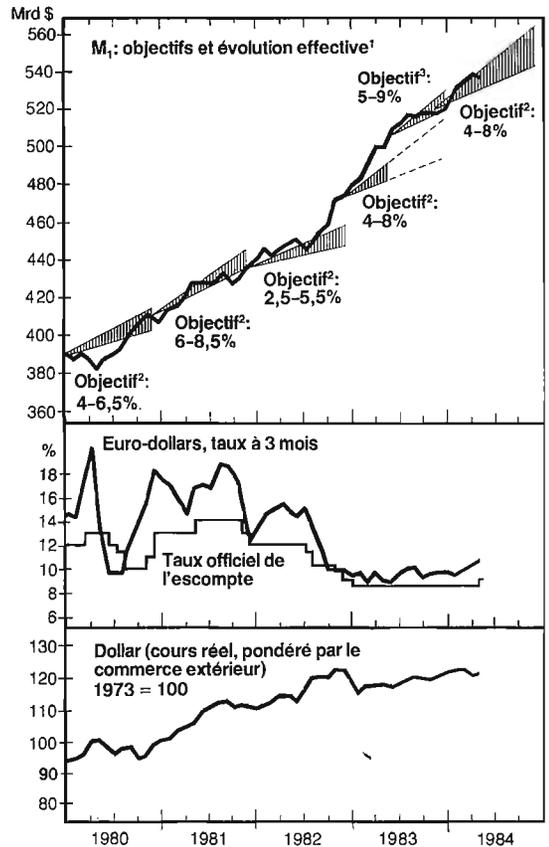
Au premier trimestre, une aide a été mise sur pied en faveur de la République d'Argentine qui n'avait plus réglé les intérêts de ses dettes depuis le mois d'octobre 1983. Quatre pays latino-américains – le Mexique, le Venezuela, le Brésil et la Colombie – ainsi qu'un consortium de banques américaines ont consenti à l'Argentine un crédit global de 400 millions de dollars. Les Etats-Unis se sont en outre engagés, en cas d'accord ultérieur entre l'Argentine et le FMI, à se substituer à ces gouvernements latino-américains à concurrence de 300 millions de dollars. Ce crédit des Etats-Unis serait remboursé ultérieurement par des fonds mis à disposition par le FMI. Le gouvernement argentin qui s'était refusé jusqu'ici à recourir à ses réserves monétaires pour financer le service de sa dette, a versé 100 millions de dollars pour contribuer à la création d'un fonds destiné aux intérêts.

## 2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

### Etats-Unis

Au premier trimestre, la croissance économique a été étonnamment forte aux Etats-Unis. Le *produit national brut réel* a augmenté de 7,8% par rapport à la même période de 1983, la production industrielle a connu une vigoureuse expansion et les constructions mises en chantier ont atteint un chiffre record. Cette croissance a été surtout le fait, outre de la forte propension à consommer des particuliers, de la reconstitution des stocks et des investissements en biens d'équipement. A la fin du trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques s'élevait à environ 82%, soit un niveau correspondant approximativement au taux moyen sur une longue période. Néanmoins, les investissements projetés par l'industrie américaine porteront, cette année aussi, sur les biens d'équipement principalement. Une

Graphique 2: Etats-Unis



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (source: Federal Reserve Bank of St. Louis, US-Financial Data)

<sup>2</sup> Du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant

<sup>3</sup> Du 2<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre 1983

certaine retenue s'exerce encore à l'égard des investissements à long terme. La mise en vigueur, en 1981, de dispositions plus favorables en matière d'amortissement a stimulé surtout les investissements en biens d'équipement qui ont aussi profité du recul des prix des biens relevant de la technologie de pointe. En 1984, les investissements devraient s'accroître globalement de quelque 15% en termes réels, après n'avoir progressé que de 1,5% en 1983.

Les signes d'un léger affaiblissement de la croissance se sont multipliés vers la fin du premier

trimestre. Les entrées de commandes ont diminué, l'accroissement de la production industrielle et de l'emploi a ralenti, et le taux de chômage est resté à environ 7,8%. En mars, pour la première fois depuis dix-neuf mois, l'indice des indicateurs avancés a reculé.

La montée du taux annuel de renchérissement, observée depuis le milieu de 1983, a continué durant les trois premiers mois de l'année. A la fin du mois d'avril, l'indice des prix à la consommation dépassait de 4,5% le niveau enregistré un an auparavant.

Au premier trimestre, le déficit de la balance commerciale s'est creusé sous l'effet d'un fort accroissement des importations et d'une stagnation des exportations. Atteignant 29,8 milliards de dollars, il a presque triplé en un an. Etant donné le cours élevé du dollar, l'industrie américaine d'exportation ne devrait pas beaucoup profiter de la reprise de la demande mondiale. Pour 1984, le déficit de la balance commerciale est estimé à 100 milliards de dollars et celui de la balance des revenus, à 70 milliards.

Grâce à l'augmentation des recettes fiscales due à la conjoncture favorable, le gouvernement américain estime que le déficit des *comptes de l'Etat* devrait s'inscrire à environ 178 milliards de dollars durant l'année budgétaire en cours, soit quelque 6 milliards de moins que le montant budgété. Il a aussi révisé le projet de budget qu'il a présenté à fin janvier pour l'année budgétaire qui prendra fin en 1986. Ce nouveau projet, pas encore approuvé par le Congrès, prévoit une réduction globale du déficit budgétaire de 150 milliards de dollars au cours des trois prochaines années.

Durant les trois premiers mois de 1984, la masse monétaire  $M_1$  s'est accrue plus fortement qu'au trimestre précédent; elle a évolué, par moments, légèrement au-dessus de sa limite supérieure de fluctuation. Au mois d'avril, elle s'est toutefois contractée. Il est encore trop tôt pour dire s'il s'agit de la conséquence d'un resserrement de la politique monétaire. Alors que l'expansion de  $M_2$  ralentissait quelque peu, la masse monétaire  $M_3$ , qui avait dépassé son objectif en 1983, a fluctué autour de sa marge supérieure.

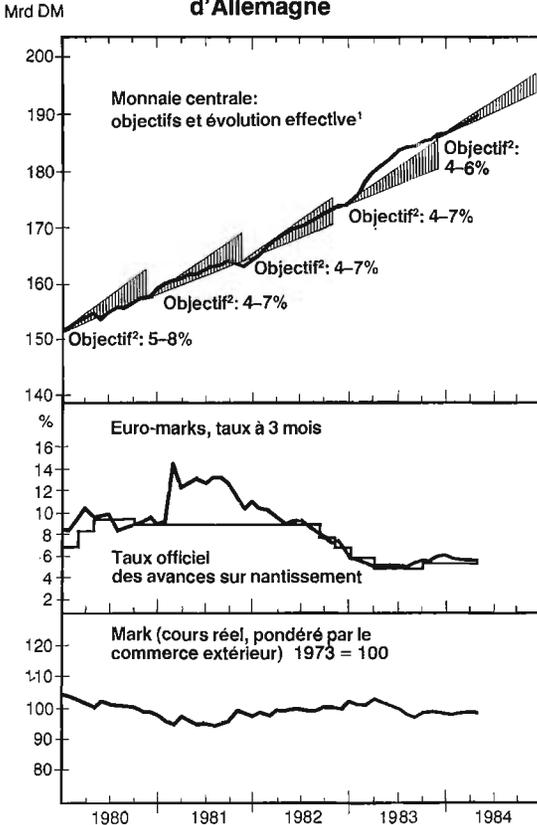
A la fin du mois d'avril, les taux d'intérêt étaient d'environ un point supérieurs à leur niveau du début de l'année. Le *Système de Réserve Fédérale* a porté son taux de l'escompte de 8,5% à 9%, dans la première semaine d'avril, en vue de restreindre l'écart croissant avec les taux du marché monétaire. Cette hausse des taux d'intérêt a reflété surtout le vigoureux essor conjoncturel. L'accroissement de 12%, en taux annualisé, des crédits bancaires a dépassé très largement les prévisions.

### **République fédérale d'Allemagne**

Depuis le début de l'année, la reprise conjoncturelle a gagné en vigueur en République fédérale d'Allemagne. La croissance de la production de l'industrie manufacturière, la hausse, en termes réels, du chiffre d'affaires du commerce de détail et les entrées de commandes élevées, provenant du pays comme de l'étranger, indiquent que la croissance a dû se maintenir au premier trimestre; pour les trois derniers mois de 1983, le *produit national brut réel* dépassait de 2,8% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Selon les perspectives que les instituts allemands de recherches conjoncturelles ont publiées ce printemps, le produit national brut devrait augmenter, en 1984, de 3% en termes réels (l'automne dernier, ils prévoyaient une croissance de 2,5%). Les exportations et les investissements industriels sont les principaux moteurs de la conjoncture. Les perspectives un peu plus favorables dans le domaine de l'emploi et la hausse que les revenus réels des ménages ont enregistrée au premier trimestre de 1984, pour la première fois depuis trois ans, ont stimulé la consommation également.

Dans le secteur de la construction, la situation se présente toutefois sous un jour un peu différent. Si la demande de biens d'équipement a continué d'augmenter après la suppression, à la fin de 1982, de l'aide à l'investissement accordée par l'Etat, les affaires ont ralenti dans la construction, une fois achevé le programme d'encouragement à la construction de logements. Le nombre des autorisations de construire et celui des entrées de commandes ont en effet diminué depuis le milieu de 1983. Le raffermissement des prix et la

**Graphique 3: République fédérale d'Allemagne**



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (source: Deutsche Bundesbank, Statistische Belhefte)

<sup>2</sup> Du 4e trimestre au 4e trimestre suivant

légère hausse des taux hypothécaires ont aussi affecté la demande de construction. On s'attend donc à une contraction de la production et de l'emploi dans ce secteur, à partir du second semestre déjà.

Le nombre de chômeurs, qui avait reculé durant la seconde moitié de 1983, a de nouveau augmenté légèrement, après correction des variations saisonnières, durant les quatre premiers mois de l'année. S'inscrivant à 9% en moyenne, le taux de chômage était un peu moins élevé qu'un an auparavant. Par rapport à 1983, on a dénombré davantage de places vacantes, et le

nombre de chômeurs partiels a diminué de moitié.

Au cours des quatre premiers mois de 1984, l'indice des prix à la consommation n'a progressé que faiblement. Le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,2% en avril. Bien que la croissance de l'économie se raffermisse et que les prix des matières premières remontent, on ne s'attend pas à une accélération de l'inflation pendant les prochains mois.

L'excédent de la balance des revenus s'est chiffré à 2 milliards de marks au premier trimestre, contre 5,6 milliards pour la même période de 1983. Les exportations et les importations se sont accrues de 10%, en volume, par rapport aux trois premiers mois de 1983. Les entrées de commandes, fortes depuis le milieu de 1983, devraient se traduire par une hausse de plus de 10%, en 1984, du volume des exportations.

Au premier trimestre, la *monnaie centrale* a fluctué à la limite inférieure de l'objectif fixé; les autres agrégats monétaires n'ont progressé que lentement. Quant aux crédits, ils ont augmenté très fortement. Les taux d'intérêt ont diminué un peu.

### Royaume-Uni

La reprise de la conjoncture s'est raffermie au Royaume-Uni. Au quatrième trimestre de 1983, le *produit intérieur brut réel* était de 3,3% supérieur à son niveau d'un an auparavant. Toutes les composantes de la demande globale ont contribué à cette croissance, la consommation privée étant le principal moteur de l'expansion.

L'amélioration conjoncturelle s'est étendue aussi au secteur industriel. Au premier trimestre, la production de l'industrie manufacturière était de quelque 3% supérieure au niveau de la même période de 1983. Tous les secteurs industriels importants ont vu leur production augmenter. Le regain d'optimisme transparait dans les résultats des enquêtes mensuelles menées par la Confederation of British Industries (CBI). Ainsi, le nombre des entrepreneurs escomptant une expansion de leur production pendant les prochains

mois atteignait, en mars, un niveau qui n'avait plus été enregistré depuis septembre 1976. La très nette progression des entrées de commandes dans l'industrie des machines – en termes réels, ces commandes se sont accrues de plus de 15% du premier trimestre de 1983 à la période correspondante de 1984 – indique une hausse de la propension à investir de l'économie britannique.

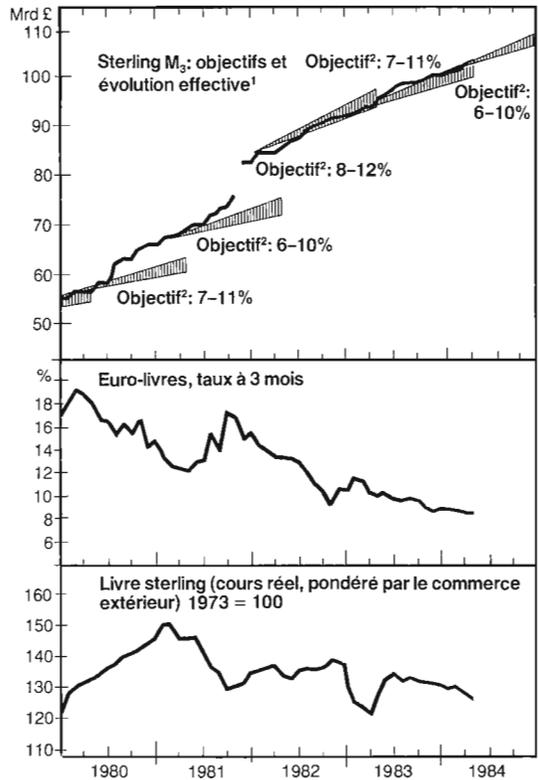
L'emploi s'est amélioré au dernier trimestre de 1983. Mais l'entrée simultanée d'un nombre accru de personnes dans la vie active a maintenu le chômage à un niveau élevé. Au mois d'avril, le taux de chômage se chiffrait à 12,6%. Eu égard aux mesures de rationalisation en cours dans l'industrie, on ne prévoit qu'une lente amélioration de l'emploi.

Le taux annuel moyen d'inflation s'inscrivait à 5,1% au premier trimestre. Le gouvernement s'attend à une légère accélération du renchérissement au cours des prochains mois, en raison du relèvement, en mai, de quelques taxes à la consommation et de l'extension, prévue pour l'automne, de l'assujettissement à la taxe sur la valeur ajoutée. Grâce toutefois à la hausse lente des coûts unitaires du travail, à la croissance économique modérée et à la politique monétaire qui, si l'on se fonde sur la base monétaire  $M_0$ , est restée restrictive, en 1983 également, les poussées inflationnistes devraient rester confinées dans d'étroites limites.

Au premier trimestre, les exportations dépassaient de quelque 9% leur volume de la même période de 1983. Les importations ayant augmenté elles aussi fortement, la balance commerciale n'a enregistré qu'un faible excédent, comme un an auparavant. Le déficit des échanges de produits industriels s'est même creusé. L'excédent de la balance des revenus a passé d'environ 1 milliard de livres au premier trimestre de 1983 à 773 millions un an plus tard.

Pour l'année budgétaire qui a débuté en avril, le déficit de l'Etat est estimé à 7,25 milliards de livres, soit environ 2% du produit intérieur brut. Le déficit de l'année budgétaire écoulée a atteint 9,75 milliards de livres. L'accroissement des dépenses publiques est de 5%, en termes nomi-

Graphique 4: Royaume-Uni



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (source: Bank of England, Quarterly Bulletin); depuis le mois de novembre 1981, les données concernant  $M_3$  sterling ne sont plus comparables à celles des mois précédents en raison de modifications d'ordre statistique

<sup>2</sup> Du mois de février au mois d'avril de l'année suivante

naux, dans le budget de 1984/85. Ce dernier prévoit une série de dégrèvements en matière d'impôt direct sur le revenu et d'impôt sur les bénéfices des sociétés; par contre, la charge fiscale indirecte s'alourdira.

Le programme financier à moyen terme, publié en février, est le reflet des politiques monétaire et budgétaire que le gouvernement britannique axe toujours sur la lutte contre l'inflation ainsi que sur la réduction du rôle de l'Etat au sein de l'économie. La stabilisation, en termes réels, des dépenses publiques et une croissance économique de quelque 2% en moyenne devraient permettre,

d'ici à 1988/89, de ramener le déficit budgétaire à 1,75% du produit intérieur brut et les dépenses de l'Etat, à 40% de ce même agrégat.

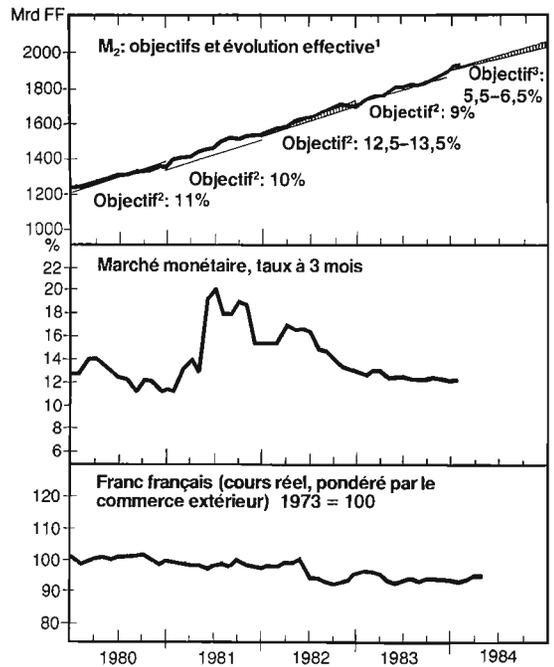
Au premier trimestre, la masse monétaire  $M_3$  sterling s'est accrue plus rapidement qu'au trimestre précédent, tout en restant dans le cadre de la fourchette adoptée. L'objectif monétaire pour la période 1983/84 devrait donc être atteint.  $M_1$ , malgré le net dépassement enregistré au premier trimestre de 1983, a évolué également dans le cadre fixé, et la croissance de  $PSL_2$  (un agrégat qui, contrairement à  $M_3$  sterling, comprend aussi les dépôts auprès des caisses de prêts à la construction) a été supérieure à l'objectif. Les taux d'intérêt ont encore diminué au Royaume-Uni, en dépit des hausses observées aux Etats-Unis.

La forte expansion de  $M_1$  en 1983, agrégat qui sert d'indicateur en plus de  $M_3$  sterling et de  $PSL_2$ , était due surtout à des modifications institutionnelles touchant le système bancaire, c'est-à-dire à l'importance croissante des dépôts productifs d'intérêt. Aussi la *Banque d'Angleterre* a-t-elle décidé de choisir comme indicateur non plus  $M_1$ , mais la base monétaire ( $M_0$ ). Dans le budget pour 1984/85, l'objectif en termes de  $M_3$  sterling a été réduit d'un point et fixé à 6-10%; l'objectif de croissance pour  $M_0$  a été placé entre 4 et 8%. L'évolution de  $M_2$  et de  $PSL_2$  continuera à être suivie.

## France

Vers la fin de 1983, la conjoncture s'est légèrement améliorée en France. Au quatrième trimestre, le *produit intérieur brut* réel était de quelque 0,6% supérieur au niveau des trois mois correspondants de 1982. La demande extérieure croissante a été le principal facteur qui a contribué à cette expansion. Les ménages, dont les revenus réels ont diminué, ont accru leurs dépenses de consommation, et les entreprises ont reconstitué leurs stocks. Au premier trimestre, la production industrielle dépassait de 2,8% son niveau d'un an auparavant. Selon une enquête de l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), les entreprises ont révisé leurs projets d'investissement à la hausse. Cepen-

Graphique 5: France



<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites (source: Banque de France, Bulletin trimestriel)

<sup>2</sup> Du mois de décembre au mois de décembre suivant; depuis 1983: moyenne des mois de novembre, décembre et janvier, centrée sur décembre

<sup>3</sup> L'objectif, pour 1984, est fixé en termes de  $M_2R$  qui, contrairement à  $M_2$ , ne comprend pas les dépôts à vue et à terme des non-résidents

nant, le produit intérieur brut ne devrait pas s'accroître de plus de 0,7% cette année.

Depuis que le programme gouvernemental de création d'emplois a pris fin en automne 1983, la situation s'est dégradée nettement sur le marché du travail. Le nombre de chômeurs, qui s'était stabilisé à environ 2 millions au cours des deux années précédentes, a augmenté, et le taux de chômage a passé de 8,9% en octobre à 9,6% en février. Des estimations officielles font état de 2,5 millions de chômeurs pour la fin de l'année en cours.

Le taux annuel de renchérissement, qui atteignait 9,8% en moyenne au quatrième trimestre

de 1983, a fléchi au cours des premiers mois de 1984 pour s'établir à 7,9% en avril.

Au premier trimestre, les exportations ont continué de progresser. Comme les importations ont augmenté également – par suite surtout des achats considérables de produits énergétiques –, le déficit de la balance commerciale s'est accru. Atteignant quelque 13 milliards de francs français, il était déjà supérieur à la moitié de l'objectif que le gouvernement français s'est fixé pour l'ensemble de 1984. Les intérêts versés à l'étranger – la dette extérieure française a passé de 123 milliards de francs français en 1980 à environ 450 milliards en 1983 – ont comprimé l'excédent de la balance des services. Après avoir été faiblement excédentaire au second semestre de 1983, la balance des revenus a accusé un déficit d'environ 15 milliards de francs français au premier trimestre de cette année.

La croissance un peu plus forte que prévu des dépenses et les recettes inférieures aux prévisions ont encore alourdi le déficit des comptes de l'Etat en 1983; se chiffrant à 130 milliards de francs français, il représentait quelque 3,3% du produit intérieur brut. Le gouvernement s'efforcera de le ramener à 3% en 1984; il envisage aussi, pour 1985, un nouveau resserrement de sa politique budgétaire.

L'expansion de la masse monétaire  $M_2$  a été nettement plus vigoureuse au quatrième trimestre de 1983 que pendant la période précédente. Par rapport à la moyenne des mois de novembre, décembre et janvier 1983,  $M_2$  a augmenté de 10,2%, taux qui dépasse l'objectif de 9%. Ce dépassement est imputable principalement aux besoins accrus en fonds de l'Etat. Les crédits octroyés par l'institut d'émission au Trésor ont presque doublé en un an, alors que la croissance des prêts bancaires au secteur privé a ralenti par rapport à 1982.

Pour 1984, les autorités monétaires françaises ont choisi un autre indicateur monétaire. Au lieu de  $M_2$ , elles utilisent  $M_2R$ , un agrégat composé des billets en circulation ainsi que des dépôts à vue et à terme de résidents du secteur non bancaire. La différence entre les deux agrégats – les dépôts de non-résidents – est minime. La

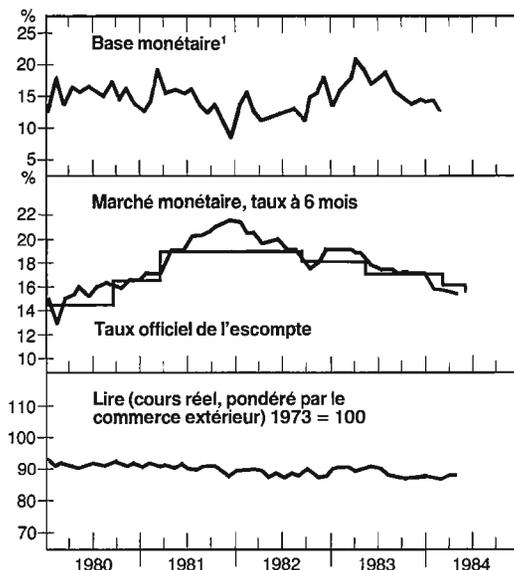
croissance de  $M_2R$  a été fixée entre 5,5% et 6,5% pour 1984, ce qui suppose une politique monétaire légèrement plus restrictive que l'an passé.

Sur le marché monétaire français, les taux d'intérêt n'ont presque pas varié au cours des premiers mois de cette année: ils ont fluctué entre 12,25% et 12,50%. Sur l'euro-marché toutefois, le taux des dépôts à trois mois a augmenté en février, dépassant passagèrement 17%, sous l'influence de tensions à l'intérieur du SME et d'un réajustement attendu des parités; à la mi-mai, il était revenu à 12,50%.

### Italie

L'expansion de la production industrielle, observée depuis le milieu de 1983 à la suite surtout d'une vigoureuse demande extérieure, est le signe d'une amélioration graduelle de la conjoncture en Italie. Au premier trimestre, la production était de 3% supérieure au niveau des trois mois correspondants de 1983, et le taux d'utilisation

Graphique 6: Italie



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Supplemento al bollettino della Banca d'Italia)

des capacités techniques a augmenté. Pour 1984, les instituts italiens de recherches conjoncturelles prévoient dans l'ensemble une croissance du produit intérieur brut de 2% en termes réels. Le *produit intérieur brut réel* a diminué d'environ 1,5% en 1983.

Sur le marché du travail, la situation ne paraît pas encore en voie d'amélioration. Le chômage a augmenté sensiblement chez les jeunes. Le renchérissement a ralenti, puisque son taux annuel s'établissait à 11,6% en avril, contre 16,6% un an plus tôt.

Les exportations ont continué à croître rapidement. Comme les importations ont augmenté elles aussi suite au raffermissement de la demande, le déficit de la balance commerciale pour les trois premiers mois de 1984 s'inscrivait à 4100 milliards de liras en chiffre rond, soit un niveau presque aussi élevé que celui du même trimestre de l'année précédente.

Durant l'année en cours, le gouvernement italien envisage de relever certains impôts et de compresser les dépenses publiques. Il espère ainsi réaliser l'objectif fixé dans le *budget* de 1984 qui est de ramener de 17% à 15% la part du déficit public au produit intérieur brut. En avril, le gouvernement a pris en outre des mesures pour modérer les hausses de salaires et de prix dans le secteur public.

Au mois de février, la base monétaire était de 12,2% supérieure au niveau enregistré un an auparavant. L'expansion de la masse monétaire  $M_2$  – billets plus dépôts à vue et d'épargne du secteur non bancaire – a ralenti à la fin de 1983. Depuis la suppression de l'encadrement du crédit, la Banque d'Italie attache une importance accrue à l'évolution de cet agrégat.

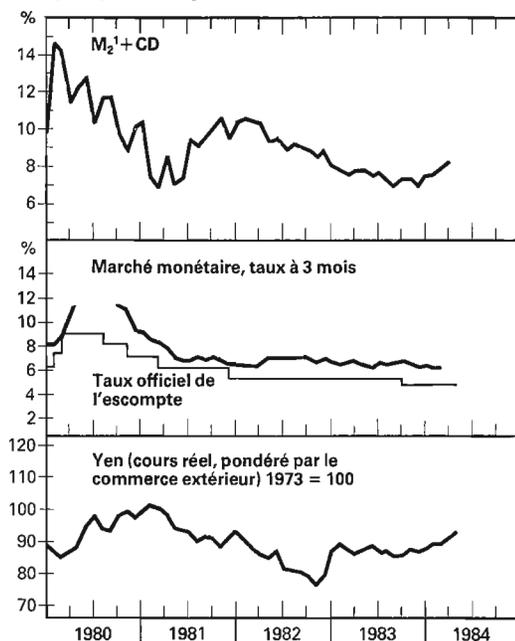
Sur le marché monétaire, les taux ont continué leur baisse. Le rendement des bons du Trésor a passé de plus de 17% en janvier à moins de 15% en avril. La Banque d'Italie a appuyé ce recul en ramenant son taux de l'escompte de 17% à 16% en février, puis à 15,5% en mai. Dans le scénario qu'il a établi pour 1984, l'institut d'émission prévoit une diminution à 8 ou 9% du taux d'inflation.

## Japon

La reprise conjoncturelle, engendrée par les exportations, s'est étendue à l'ensemble de l'économie vers la fin de 1983. Au quatrième trimestre, le *produit intérieur brut réel* dépassait de 3,6% son niveau des trois premiers mois de 1983. La construction, la consommation privée et les investissements en biens d'équipement ont marqué une progression. Au premier trimestre de 1984, les indicateurs conjoncturels signalaient une nouvelle accélération de la croissance. La production industrielle était de 12% plus élevée qu'au premier trimestre de l'année précédente; les entrées de commandes ont augmenté de 18% dans l'industrie des machines, et le nombre de constructions mises en chantier s'est accru.

Le taux de chômage qui était monté en 1983 en raison surtout du nombre accru de femmes sur le marché du travail est resté inchangé; au mois de mars, il s'inscrivait à 2,7%. Après s'être maintenu

Graphique 7: Japon



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Bank of Japan, Economic Statistics Monthly)

à un bas niveau au cours des deux trimestres précédents, le taux annuel de renchérissement a augmenté à 2,3% en moyenne au premier trimestre.

Au premier trimestre, l'excédent de la balance des revenus était de 3,3 milliards de dollars. Il a reculé quelque peu, par rapport au trimestre précédent, du fait de la croissance des importations. Pour l'année budgétaire en cours, on s'attend à un excédent d'environ 42 milliards de dollars pour la balance commerciale et de quelque 31 milliards pour la balance des revenus. Ils s'étaient inscrits à 34,6 milliards et à 24,3 milliards de dollars l'exercice précédent.

Le *budget* pour l'exercice en cours reflète la politique budgétaire restrictive du gouvernement japonais. En diminuant les dépenses publiques d'environ 1,5% en termes réels, le gouvernement espère parvenir à réduire le déficit des comptes de l'Etat. Ce dernier atteignait 13 345

milliards de yens pour l'année budgétaire écoulée, soit 4,8% du produit national brut.

Au premier trimestre, la masse monétaire  $M_2$  a augmenté moins rapidement que pendant les trois mois précédents; en mars, elle dépassait de 8,4% le niveau enregistré un an auparavant. Après une hausse passagère à la fin de 1983, les taux d'intérêt à court terme ont oscillé, au premier trimestre, un peu au-dessus de 6%.

Malgré la pression croissante, exercée par les Etats-Unis en particulier, en vue d'accélérer le processus de libéralisation des marchés financiers japonais, le gouvernement reste attaché au principe d'une ouverture graduelle. Des dispositions plus souples concernant l'émission, par les entreprises japonaises, d'emprunts en euro-yens sont entrées en vigueur au début d'avril. Cette libéralisation n'aura qu'une portée limitée, car l'impôt sur ces émissions a été maintenu.

## Tableaux 2.1–2.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1981	1982	1983a)	1984a)					1984a)
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Etats-Unis	1,9	- 1,9	3,3	- 0,9	0,3	2,4	4,4	6,2	7,8
Rép. féd.									
d'Allemagne	- 0,2	- 1,1	1,3	- 1,7	- 0,3	1,1	1,3	2,8	3,6
Royaume-Uni b)	- 1,6	1,8	3,0	1,1	3,2	2,4	3,0	3,3	-
France b)	0,3	1,9	0,5	1,2	0,8	0,6	0,9	0,6	-
Italie b)	0,1	- 0,3	- 1,4	- 2,4	- 3,4	- 3,7	- 0,4		
Japon	3,8	2,9	3,0	3,7	2,9	2,6	3,2	3,6	-
Suisse b)	1,9	- 1,7	0,5	- 2,3	- 1,4	- 0,7	0,3	1,4	-

a) Chiffre provisoire

b) PIB

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

	1981	1982	1983	1983		1984			
				4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril a)
Etats-Unis	10,4	6,2	3,2	3,3	4,5	4,1	4,6	4,7	4,5
Rép. féd.									
d'Allemagne	5,9	5,3	3,0	2,6	3,1	2,9	3,1	3,2	3,2
Royaume-Uni	11,9	8,6	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,2	5,2
France	13,4	11,8	9,6	9,8	8,8	9,0	9,0	8,6	7,9
Italie	18,7	16,3	15,0	13,0	12,2	12,5	12,2	12,0	11,6
Japon	4,9	2,7	1,9	1,7	2,4	1,7	2,8	2,5	2,4
Suisse	6,5	5,6	2,9	1,8	3,0	2,7	2,9	3,4	3,2

a) Chiffre provisoire

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

	1981	1982	1983	1983		1984			
				4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril a)
Etats-Unis	8,1	9,7	9,6	8,5	7,9	8,0	7,8	7,8	7,8
Rép. féd.									
d'Allemagne	5,2	7,7	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	9,1	9,1
Royaume-Uni b)	10,0	11,7	12,4	12,3	12,6	12,5	12,6	12,6	12,6
France b, d)	7,9	8,9	8,9	9,1	9,6	9,3	9,6	9,8	10,0
Italie b)	8,4	9,1	9,9c)	10,1c)					
Japon	2,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Suisse	0,2	0,4	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1

a) Chiffre provisoire

b) Sans les jeunes sortant de l'école

c) Premier mois du trimestre

d) Calculs de l'OCDE

## 2.4 Balance des revenus (solde en milliards de dollars, variations saisonnières déduites)

	1981	1982	1983a)	1984a)					
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	4,6	- 11,2	- 40,8	- 6,6	- 3,6	- 9,7	- 12,0	- 15,5	-
Rép. féd.									
d'Allemagne	- 7,4	3,3	3,3	2,1	2,3	0,7	- 0,0	0,7	0,8
Royaume-Uni	11,7	9,7	3,0	3,8	1,1	- 0,3	0,9	0,5	1,1
France	- 4,5	- 11,6	- 3,5	- 2,6	- 3,4	- 1,0	0,3	0,3	- 1,9b)
Italie	- 7,7	- 5,5	0,0						-
Japon	4,7	6,8	21,0	1,5	3,4	6,8	6,4	4,4	3,3b)
Suisse	2,8	3,7	2,8	0,9b)	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,9b)	0,9b)

a) Chiffre provisoire

b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

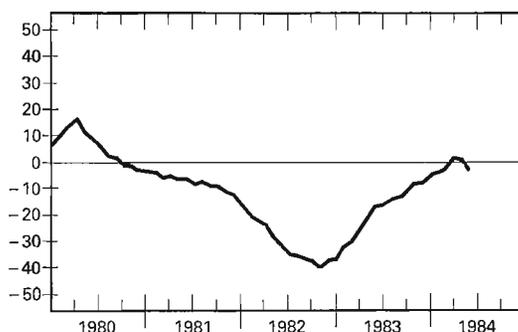
### 1. Aperçu

L'accélération de la conjoncture s'est poursuivie au premier trimestre. L'Indice des indicateurs avancés que calcule la Banque nationale a commencé à monter vers la fin de 1983, après avoir stagné pendant près d'un an. De même, l'indice composite établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a progressé à un rythme plus rapide. Ces deux indices montrent que la reprise, hésitante jusqu'alors dans notre pays, s'est accentuée et étendue. Au premier trimestre, toutes les principales composantes de la demande globale ont contribué à la croissance du produit national brut. La consommation et l'investissement s'étant accélérés, la production industrielle a continué d'augmenter, après correction des variations saisonnières. Les exportations ont progressé, grâce à l'accroissement des commandes passées par des pays membres de l'OCDE mais aussi, pour la première fois depuis environ deux ans, à une demande nettement plus forte venant des pays en développement non exportateurs de pétrole. Après les distorsions observées l'an passé en raison d'achats d'avions exceptionnellement élevés, le déficit de la balance commerciale s'est accru de nouveau selon le schéma habituel, parallèlement à l'accélération de la conjoncture.

L'amélioration de la conjoncture ne s'est répercutée que faiblement sur le marché du travail. Si le nombre de places vacantes a augmenté, en données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a fléchi et le nombre de chômeurs s'est élevé fortement. La hausse des prix de gros aussi bien que celle des prix de détail se sont accélérées au premier trimestre. Dans le domaine des biens de consommation, près de la moitié des hausses de prix concernaient les denrées alimentaires. Ce renforcement du renchérissement devrait avoir toutefois un caractère passager.

Durant les quatre premiers mois de l'année, la monnaie centrale ajustée a été, par moments, légèrement inférieure au sentier de croissance que la Banque nationale s'est fixé à la fin de

Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Indicateur synthétique de l'EPFZ

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

1983. Sur l'euro-marché, les taux d'intérêt à court terme sont restés stables du mois de janvier au mois d'avril, après avoir baissé vigoureusement au tournant de l'année. La structure des dépôts en banque n'a guère varié, de sorte que les masses monétaires  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  ont évolué parallèlement, une fois éliminées les variations saisonnières.

Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt ont augmenté légèrement. Au premier trimestre, les emprunts émis par des débiteurs suisses ont atteint un volume élevé, sans égaler toutefois le niveau observé pour la période correspondante de 1983. Les crédits en Suisse ont continué d'augmenter, et les autorisations délivrées en vue d'exporter des capitaux ont porté sur un montant dépassant celui de la période correspondante de 1983. En particulier, l'accroissement des crédits bancaires à des débiteurs domiciliés à l'étranger a été très vigoureux. Sur le marché des changes, le cours du franc a faibli, en termes nominaux et réels, par rapport au trimestre précédent.

## 2. Evolution de l'économie

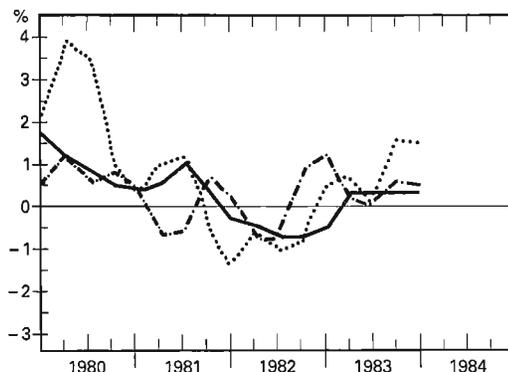
### *Produit intérieur brut et production industrielle*

En termes réels, le produit intérieur brut a continué d'augmenter au premier trimestre. La consommation privée, les investissements et les exportations, soit toutes les principales composantes du produit intérieur brut, ont contribué à cette évolution. Dans l'industrie, aucune nouvelle amélioration du climat n'a toutefois été enregistrée au premier trimestre. L'indice relatif à la marche des affaires dans l'industrie, que calcule le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est maintenu au niveau atteint au tournant de l'année. Quant à l'indice reflétant les intentions des entreprises en matière d'achats et de production, il a marqué une forte hausse, après avoir stagné pendant environ un an. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles, les entrées de commandes et les commandes en portefeuille ont augmenté surtout dans les entreprises axées fortement sur l'exportation. L'industrie des machines et appareils n'a pas fait exception, même si elle considère encore son portefeuille de commandes comme trop peu garni. La production industrielle s'est adaptée à l'accroissement des entrées de commandes et a progressé au premier trimestre, selon le Centre de recherches conjoncturelles, au même rythme que durant les trois mois précédents. Aussi, les stocks de produits finis n'ont-ils diminué que faiblement; les entreprises continuaient de les considérer comme trop élevés. L'utilisation des capacités techniques et de la main-d'œuvre est restée insatisfaisante, notamment dans l'industrie des machines où, pourtant, des installations ont été supprimées. Contrairement au trimestre précédent, les entreprises interrogées n'ont toutefois pas annoncé une nouvelle détérioration de leur situation bénéficiaire.

### *Consommation privée*

L'accroissement de la consommation, qui peut être observé depuis le troisième trimestre de l'an passé, s'est poursuivi au début de 1984. Dans le commerce de détail, le chiffre d'affaires a dépassé les prévisions, ce qui a incité les détail-

**Graphique 9: Produit intérieur brut réel<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à la période précédente, variations saisonnières déduites

— PIB réel  
 - - - Consommation privée  
 ..... Investissements

Source: Office fédéral de la statistique

lants à reconstituer leurs stocks. L'accélération est demeurée sensible dans le secteur non alimentaire, en particulier dans le domaine de l'habillement et dans celui des articles destinés au ménage.

Dans l'hôtellerie, les résultats de la dernière saison d'hiver ont été supérieurs à la moyenne des dernières années, mais les nuitées de la clientèle suisse comme de la clientèle étrangère ont diminué par rapport à l'hiver précédent. En particulier, les hôtes venant de la République fédérale d'Allemagne ont été moins nombreux, alors que les nuitées des clientèles américaine et britannique augmentaient.

### *Investissements*

L'enquête sur les investissements que le Centre de recherches conjoncturelles mène une fois par année dans l'industrie et dans le secteur de la construction confirme la présence d'un climat plus favorable aux investissements. Toutefois, la situation dans le domaine des investissements en biens d'équipement est fort différente de celle de la construction: tandis que les constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat semblent se limiter, cette année, au volume de 1983, les

**Tableau 3: Investissements (variation en % par rapport à l'année précédente)**

	1980	1981	1982	1983	1984					1984
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Importations de biens d'équipement (volume)	19,0	0,2	- 5,8	7,0	- 1,6	4,5	7,0	6,3	10,2	8,1
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	1,7	- 5,9	- 3,6	10,8	3,0	16,9	5,8	23,0	- 2,4	<sup>2)</sup>
Logements construits, dans 96 villes	- 1,3	6,3	6,7	- 4,1	7,6	- 12,9	- 16,7	16,6	- 3,2	<sup>2)</sup>
Projets de constructions industrielles (volume) <sup>1</sup>	67,1	- 29,6	- 22,5	23,6	- 37,8	2,1	- 10,5	44,1	58,5	- 4,7
Promesses de crédit de construction (71 banques)	23,0	- 5,3	- 6,5	19,4	15,7	16,5	14,9	24,0	22,1	3,6

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

<sup>2</sup> Non disponible

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

entreprises ont décidé d'accroître sensiblement leurs achats de biens d'équipement. En investissant, elles entendent surtout améliorer leur capacité concurrentielle, grâce à des mesures de rationalisation et à l'utilisation de nouvelles techniques de production. Par rapport à l'enquête précédente, la tendance à investir a augmenté principalement dans l'industrie des machines et appareils. Les investissements seront effectués en majeure partie en Suisse, les projets concernant l'étranger paraissant inférieurs à ceux de l'an passé. Des investissements à l'étranger sont prévus avant tout pour éviter les mesures protectionnistes prises par certains pays.

Bien que les promesses de crédit de construction et le volume des projets de construction aient augmenté pendant des mois, les constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat sont restées à un niveau peu élevé; selon l'enquête relative aux investissements, les constructions étaient surtout des transformations nécessitées par la fabrication de nouveaux produits ou par le recours à de nouveaux processus de production, les agrandissements étant par contre rares.

Le nombre de logements terminés en 1983 était de 4% inférieur à celui de l'année précédente. Un recul n'avait plus été enregistré dans ce domaine depuis 1977. Le fléchissement a été particulièrement vigoureux dans les cinq grandes villes. En revanche, un renversement de tendance a eu lieu dans les logements en construction et dans les octrois de permis de cons-

truire: l'an passé, le nombre de logements en construction a augmenté de 15% en chiffre rond et celui des permis de construire a progressé de 12%. L'accroissement a porté surtout sur les permis relatifs à des maisons familiales.

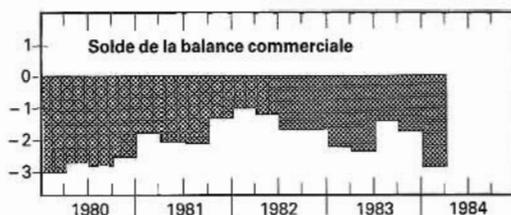
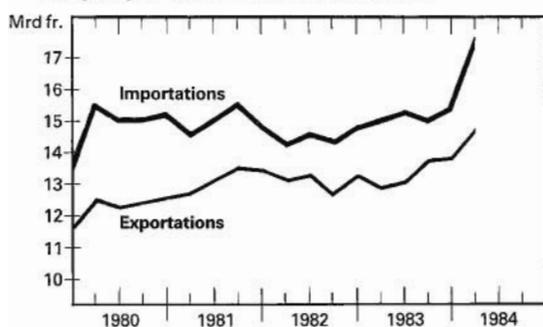
Au premier trimestre, les plans dont l'industrie de la construction pouvait passer à l'exécution semblaient atteindre à peu près le volume enregistré un an auparavant; l'augmentation du côté des logements paraît avoir compensé en gros la diminution dans les constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat ainsi que dans le génie civil.

## **Commerce extérieur**

### *Exportations*

Après correction des variations saisonnières, l'accroissement du volume des exportations observé depuis la seconde moitié de 1983 a faibli au premier trimestre de l'année en cours. Les livraisons dans les Etats membres de l'OCDE et dans les pays en développement non exportateurs de pétrole ont augmenté. Par contre, les ventes dans les pays à commerce d'Etat et dans les pays de l'OPEP ont diminué.

Par rapport au premier trimestre de 1983, les exportations ont augmenté de 12%, en valeur, et de 6,3%, en volume. Cette évolution s'explique entre autres par la croissance considérable des

**Graphique 10: Commerce extérieur<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Variations saisonnières déduites; sans l'or et, dès 1981, sans l'argent et les monnaies

Source: Direction générale des douanes fédérales

livraisons dans des pays de l'OCDE situés hors d'Europe, tels les Etats-Unis (+37,9% en valeur), le Japon (+49,5%) et l'Australie (+50,3%). De même, les taux d'expansion des ventes au Royaume-Uni, en Norvège et en Suède ont été très élevés. Alors que la progression des ventes en République fédérale d'Allemagne correspondait à l'accroissement moyen des exportations suisses, celle des livraisons en Italie a été inférieure à la moyenne. Les ventes en France sont restées au niveau du premier trimestre de l'an passé, sous l'effet de la politique économique restrictive que mène le gouvernement. Les exportations vers les Etats membres de l'OPEP ont diminué; ces pays ont restreint quelque peu l'ensemble de leurs achats à l'étranger en raison du fléchissement des recettes pétrolières.

Les exportations de produits suisses de consommation n'ont dépassé que très peu le volume enregistré pour le premier trimestre de 1983. Les ventes de matières premières et produits semi-ouvrés ont progressé, en revanche, de 13,3%.

L'expansion provenait surtout de l'industrie chimique, qui a accru le volume de ses livraisons à l'étranger de 10,2%, malgré un recul dans les produits pharmaceutiques. Les exportations de biens d'équipement ont augmenté légèrement, grâce surtout aux instruments d'optique et aux appareils de mécanique de précision. Par contre, les livraisons de machines non électriques ont stagné, et les ventes de machines et appareils électriques ont même diminué. Ainsi, la reprise conjoncturelle qui a lieu dans les grands pays industrialisés ne s'est pas encore répercutée, en Suisse, sur tous les secteurs de la demande de biens d'équipement.

### Importations

L'amélioration que la conjoncture suisse enregistre depuis l'été dernier a influé aussi sur les importations. Les livraisons de l'étranger durant les trois premiers mois de l'année ont augmenté de 7,9%, en volume, par rapport au premier trimestre de 1983. L'accroissement des importations de biens de consommation et de biens d'équipement a correspondu approximativement à ce taux moyen. Les achats à l'étranger de matières premières et produits semi-ouvrés ont progressé par contre de 13,3%. L'augmentation des importations de métaux et articles en métal a été particulièrement vigoureuse. Dans le domaine des produits énergétiques, une diminution de 10,3%, en volume toujours, a été observée; les importations de mazout ont reculé d'environ un quart. Il faut attribuer ce fléchissement au fait que l'hiver a commencé tard et que, d'autre part, on s'attendait à une baisse du cours du dollar.

### Balance commerciale et balance des revenus

Les balances commerciales entre la Suisse et certains pays reflètent les décalages entre les phases conjoncturelles que traversent les économies. L'expansion très forte observée aux Etats-Unis a entraîné un accroissement massif des importations de produits suisses; les livraisons de marchandises américaines en Suisse n'ont augmenté toutefois que très peu pour le moment, car l'accélération de la conjoncture a eu lieu plus tard et a été plus faible dans notre pays.

L'évolution est inverse dans le commerce avec la France, où la demande intérieure a stagné sous l'effet de la politique restrictive; les achats de la Suisse en France ont augmenté, alors que nos livraisons dans ce pays restaient au niveau de l'année précédente.

Du quatrième trimestre de 1983 au premier trimestre de l'année en cours, les exportations n'ont progressé, en valeur, que de 730 millions de francs en chiffre rond, après correction des variations saisonnières; par contre, les importations se sont accrues de près de 2 milliards de francs. Au premier trimestre, le déficit a atteint presque 3 milliards de francs, en données corrigées des variations saisonnières.

Pour les trois premiers mois de l'année, le solde actif de la balance des revenus est estimé à 1,9 milliard de francs, soit un montant à peu près égal au résultat du trimestre correspondant de 1983, mais supérieur de 100 millions à celui du quatrième trimestre. L'accroissement du déficit de la balance commerciale, par rapport au premier trimestre de l'année précédente, a été compensé par des recettes nettes plus élevées dans le tourisme, dans les autres services et dans les revenus de capitaux ainsi que par le solde passif plus faible des transferts sans contrepartie. L'augmentation des revenus de capitaux s'explique par le volume net plus important des placements suisses à l'étranger, mais également par

la hausse des taux d'intérêt dans plusieurs grands pays industrialisés.

### Emploi et marché du travail

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a diminué légèrement au premier trimestre. Ce fléchissement a touché l'industrie et la construction, mais aussi le secteur des services, où l'emploi avait stagné en 1983. Du premier trimestre de 1983 à la période correspondante de l'année en cours, l'indice de l'emploi a reculé de 1,9% dans l'industrie, de 0,6% dans la construction et de 0,4% dans le secteur des services.

Au premier trimestre, le nombre de places vacantes a augmenté grâce à la meilleure conjoncture, mais le chômage s'est accentué. Après avoir diminué nettement à partir du mois d'octobre, le nombre de chômeurs complets, en données corrigées des variations saisonnières, s'est élevé de plus de 10 000 entre janvier et avril. Le recul de l'emploi et l'accroissement du chômage cadrent mal avec la conjoncture actuelle. La détérioration observée sur le marché du travail est probablement liée au fait que les entreprises sont maintenant mieux à même de distinguer le recul de la demande dû aux facteurs structurels de celui qui découle de la conjoncture et, partant, de revoir leur choix entre une réduction de l'ho-

**Tableau 4: Emploi et marché du travail**

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1980	1981	1982	1983	1983		1984					
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril	
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	2,0	1,0	-1,1 <sup>2</sup>	-1,3	-1,2	-0,6	-1,0					
Taux de chômage <sup>3,4</sup>	0,2	0,2	0,4	0,8	0,8	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chômeurs <sup>4</sup>	6 255	5 889	13 220	26 288	23 924	28 245	34 183	34 510	34 584	33 456	33 520	
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>4</sup>	2 128	5 704	36 611	48 930	35 392	38 241	23 000 <sup>5</sup>	25 000 <sup>5</sup>	23 500 <sup>5</sup>	21 000 <sup>5</sup>	16 000 <sup>5</sup>	
Places vacantes <sup>4</sup>	12 312	11 876	6 352	5 591	5 145	4 686	5 470	4 662	5 682	6 065	6 204	

<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> Chômeurs complets en pour-cent de la population active de 1980

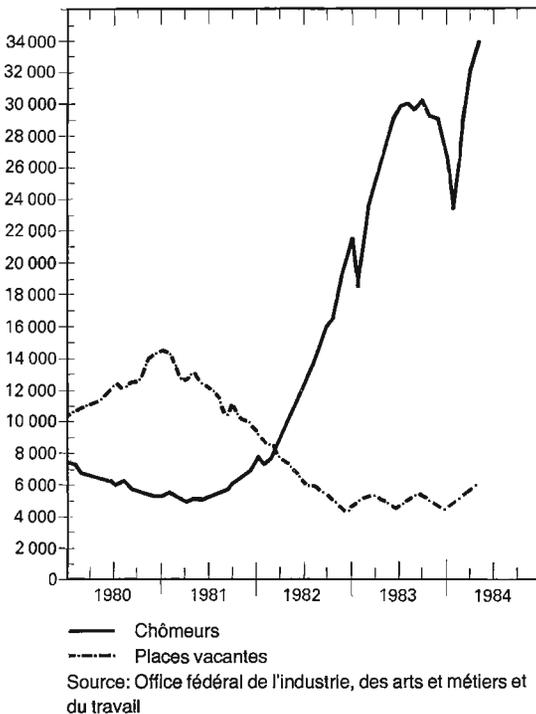
<sup>4</sup> En regard des années et des trimestres, figurent des moyennes des valeurs mensuelles

<sup>5</sup> Chiffre provisoire

Source: La Vie économique

### Graphique 11: Chômeurs et places vacantes

(Variations saisonnières déduites)



raire de travail et le licenciement d'une partie du personnel. Au milieu des années septante déjà, une évolution analogue, mais moins prononcée, avait été observée; au début de la phase de reprise, le nombre de chômeurs avait en effet augmenté pendant quelques mois, après une diminution passagère.

Toutefois, même en tenant compte de cet aspect, la récente montée du chômage paraît très forte. Dès lors, on est incité à penser qu'elle s'explique, en partie au moins, par la réglementation un peu assouplie de l'assurance chômage et par l'entrée en vigueur de nouvelles dispositions concernant les indemnités en cas de réduction de l'horaire de travail.

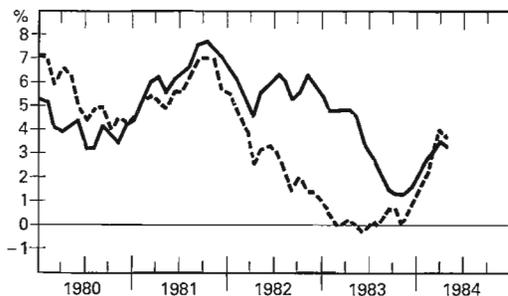
L'indemnité pour perte de gain en cas de chômage ou de réduction de l'horaire de travail repose sur une nouvelle réglementation depuis

l'entrée en vigueur, le 1er janvier 1984, de la loi du 25 juin 1982 sur l'assurance-chômage (LACI). En matière de chômage, le nombre maximum d'indemnités journalières a été relevé (art. 27) et la période pendant laquelle il faut avoir cotisé avant de pouvoir bénéficier d'une indemnité a été définie avec davantage de souplesse (art. 9). Pour lutter contre les abus, la nouvelle loi prévoit entre autres que l'entreprise qui désire introduire une réduction de l'horaire de travail doit l'annoncer à l'avance et justifier cette mesure (art. 36). De plus, l'entreprise doit indemniser elle-même, un jour par mois, chaque travailleur touché par la réduction de l'horaire de travail (art. 37, lit. b) et payer entièrement les cotisations aux assurances sociales, prévues par les dispositions légales et contractuelles, comme si la durée du travail était normale (art. 37, lit. c). Ainsi, les données actuelles relatives aux chômeurs complets et aux personnes touchées par des réductions d'horaires ne sont pas comparables sans autre aux séries des années précédentes. Bien qu'une réduction de l'horaire de travail soit plus onéreuse, sous la nouvelle réglementation, pour les entreprises, elle ne peut être remplacée que partiellement par des licenciements. Les charges supplémentaires que l'entreprise doit supporter, selon la nouvelle loi, en cas de recours à un horaire réduit doivent être comparées aux coûts des licenciements (indemnités) et, éventuellement, de la mise au courant de la main-d'œuvre embauchée ultérieurement. Sur la base de cette comparaison, l'entreprise déterminera, lorsque la conjoncture empêche une utilisation complète de la main-d'œuvre, s'il est préférable de licencier ou de recourir à une réduction de l'horaire de travail.

### Prix et salaires

Au premier trimestre, le taux annuel de renchérissement s'élevait à 3% en moyenne, dépassant ainsi nettement le niveau enregistré au second semestre de l'an passé. Par rapport au premier trimestre de 1983, où il atteignait encore 4,8%, il était toutefois peu élevé. Le taux a passé de 3,4% en mars à 3,2% en avril et à 2,9% en mai.

La hausse que l'indice des prix à la consumma-

**Graphique 12: Evolution des prix<sup>1</sup>**

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

— Prix à la consommation

- - - Prix de gros

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

tion a marquée au premier trimestre était due en grande partie aux marchandises suisses; les prix de ces marchandises ont augmenté davantage qu'au trimestre précédent. Quant aux biens de consommation importés, leur renchérissement a été à peu près comparable à celui du quatrième trimestre de 1983.

Dans le groupe «alimentation», l'augmentation des prix a été particulièrement forte, et les hausses en un an calculées à la fin de chacun des trois premiers mois de l'année dépassaient le renchérissement moyen. De même, les augmentations en un an des prix dans le domaine «instruction et loisirs» étaient supérieures à la moyenne. La majoration de 17,5% des taxes postales et téléphoniques, qui est entrée en vigueur au mois de mars, a entraîné une hausse de 0,3% de l'indice, ces taxes entrant dans la composition de l'indice à raison de 1,8% environ.

Pour la première fois depuis plusieurs années, le taux annuel de hausse des prix de gros était supérieur, au mois de février, à celui des prix à la consommation. Au premier trimestre, les prix de gros sont montés de 3,1% par rapport à la période correspondante de 1983. Les marchandises importées ont contribué un peu plus que les produits suisses à cette évolution. Au cours des deux dernières années, les taux annuels de renchérissement des produits importés avaient été nettement inférieurs à ceux des marchan-

dises suisses; les prix des matières premières et produits semi-ouvrés avaient même baissé.

L'entrée en vigueur, le 1er janvier 1984, de la nouvelle loi sur l'assurance-accidents a entraîné un remaniement de la statistique des gains des travailleurs victimes d'accidents. De ce fait, aucune donnée concernant l'évolution des salaires durant le premier trimestre n'était disponible. Il est probable que les salaires réels des travailleurs aient diminué au premier trimestre, puisque la compensation du renchérissement accordée à la fin de l'année tenait compte de la hausse des prix relativement faible en 1983 et que le renchérissement s'est accéléré depuis lors.

### 3. Evolution monétaire

#### Agrégats monétaires

Au premier trimestre, l'expansion de la monnaie centrale ajustée a été d'abord un peu inférieure à l'objectif, puis elle a évolué, aux mois de mars et d'avril, conformément au sentier de croissance prévu. Les billets en circulation ont augmenté de 0,8% entre le premier trimestre de 1983 et la période correspondante de l'année en cours, ce qui correspond à peu près aux prévisions de la Banque nationale. Pendant cette période, les avoirs en comptes de virements se sont élevés de 1% en moyenne. La diminution que la monnaie centrale ajustée a enregistrée au mois de janvier, par rapport au même mois de 1983, s'explique en grande partie par le niveau exceptionnellement élevé des avoirs en comptes de virements au début de l'année dernière et ne traduit pas une modification du cours de la politique monétaire.

Les masses monétaires  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  ont peu augmenté au premier trimestre. En données corrigées des variations saisonnières,  $M_1$  a passé à un niveau supérieur à 62 milliards de francs pour la première fois depuis 1979. Le numéraire en circulation n'ayant guère varié, la croissance de  $M_1$  a découlé presque exclusivement des mouvements observés dans les dépôts à vue.

$M_2$  a évolué parallèlement à  $M_1$ , car aucun transfert notable n'a été enregistré entre les fonds à

**Tableau 5: 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>
1980	21 740	3,3	7342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1983 1er trim.	22 828	5,0	7808	17,0	577	30 060	7,6
1983 2e trim.	22 688	4,3	7061	- 0,3	574	29 175	2,4
1983 3e trim.	22 493	2,6	7321	3,8	510	29 305	2,6
1983 4e trim.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1er trim.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 janvier	23 289	0,6	8263	- 8,0	837	30 715	- 1,8
1984 février	22 798	1,2	7380	7,2	113	30 065	2,7
1984 mars	22 969	0,7	7843	3,8	441	30 371	2,5
1984 avril	23 088	1,7	7876	14,0	708	30 256	3,1
1984 mai	23 007	1,4	7075	- 0,7	146	29 936	2,7

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

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

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

**Tableau 6: Agrégats monétaires<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1980	- 9,0	17,6	6,5
1981	- 3,6	13,1	5,3
1982	3,0	4,0	3,5
1983	7,5	- 3,4	6,7
1983 1er trim.	15,2	- 5,9	6,3
1983 2e trim.	8,7	- 4,4	7,7
1983 3e trim.	5,3	- 1,6	7,4
1983 4e trim.	1,9	- 1,4	5,5
1984 1er trim.	1,3	4,4	6,4
1984 janv.	1,6	3,6	6,6
1984 févr.	1,4	4,9	6,6
1984 mars	0,8	4,7	6,1
1984 avril	2,3	6,5	6,1

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des taux calculés en fin de mois

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 + dépôts à vue, en monnaie étrangère, détenus par des résidents)

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

vue et les dépôts à terme. Après correction des variations saisonnières, M<sub>2</sub> a augmenté un peu plus qu'au trimestre précédent pour atteindre, à la fin du mois de mars, près de 123 milliards de francs.

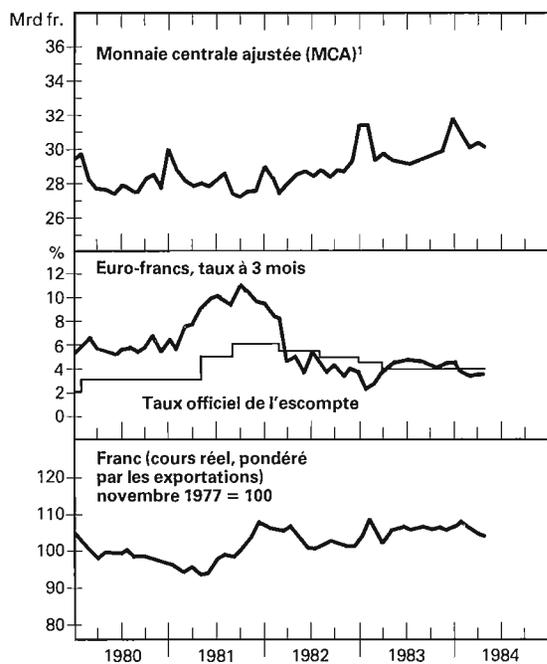
Comme l'afflux de fonds d'épargne est resté important, bien que son taux de croissance ait diminué, M<sub>3</sub> a augmenté davantage que M<sub>1</sub> et que M<sub>2</sub> et passé, en moyenne du premier trimestre, à 253,1 milliards de francs en données corrigées des variations saisonnières.

### **Marchés monétaire et financier**

#### *Marché monétaire*

Durant les quatre premiers mois de l'année en cours, l'approvisionnement du marché monétaire en liquidités a été suffisamment ample. Les avoires en comptes de virements se sont chiffrés à 7,8 milliards de francs en moyenne. A l'échéance trimestrielle, ils atteignaient 11,2 milliards de francs, contre 10,8 milliards un an auparavant. En fin de mois, la Banque nationale a couvert les besoins supplémentaires de liquidités en accordant des crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse). Les banques ayant recouru à ces crédits dans une mesure relativement importante, l'institut d'émission n'a renouvelé que partiellement, même à la fin du trimestre, les swaps arrivés à échéance.

### Graphique 13: Suisse



<sup>1</sup> Objectifs fixés en termes de croissance moyenne de la MCA par rapport à l'année précédente: 1981: 4%; 1982: 3%; 1983: 3%; 1984: 3%

Après l'échéance annuelle, qui s'est déroulée sans difficulté, les taux d'intérêt ont baissé sur le marché des euro-francs. Vers la fin du mois de janvier, les taux sont entrés dans une phase de stabilisation et n'ont varié que faiblement durant les trois mois suivants. Les rémunérations servies par les grandes banques sur les dépôts à terme fixe ainsi que le rendement des créances comptables à court terme sur la Confédération ont évolué en gros parallèlement aux conditions appliquées sur le marché des euro-francs. Toutefois, l'écart traditionnel entre les rendements des placements en Suisse et sur le marché des euro-francs a disparu presque totalement aux mois de février, de mars, et d'avril.

Durant les mois de février et de mars, l'écart par rapport aux taux appliqués dans la zone dollar a passé de 6 à 7 points. Pendant ces deux mois, les rémunérations servies sur le dollar ont augmenté d'environ 1 point, tandis que les taux sur les placements en francs restaient à peu près

stables. L'écart, par rapport aux taux allemands, ne s'est guère modifié au premier trimestre; après être tombé à un niveau proche de zéro au milieu de 1983, il avait augmenté graduellement pour atteindre 2 points à la fin de l'année.

#### Marché des changes

Le cours du dollar en Suisse était élevé au début de l'année, comme pendant le dernier trimestre de 1983. Une baisse passagère s'est produite aux mois de février et de mars. Au début du mois de mai, la monnaie américaine a passé à fr. 2,27, soit son niveau le plus élevé depuis 1977. Durant les quatre premiers mois de l'année, le cours a oscillé entre fr. 2,10 et fr. 2,26 et sa moyenne s'est chiffrée à fr. 2,19. L'année précédente, la moyenne avait été de fr. 2,09, les points minimal et maximal s'inscrivant à fr. 1,92 et fr. 2,21. Le mark allemand, qui valait fr. 0,79 au début de l'année, s'est raffermi au mois de février, passant entre fr. 0,82 et fr. 0,83; par la suite, il s'est maintenu à ce niveau. Par rapport au franc, le yen a continué sa hausse durant les quatre premiers mois de l'année, alors que le franc français, la livre sterling et la lire restaient approximativement à leur niveau du dernier trimestre de 1983.

Du premier trimestre de 1983 à la période correspondante de l'année en cours, la valeur réelle du franc a diminué face au dollar, au yen et à la livre sterling, mais a augmenté vis-à-vis du mark, du franc français et de la lire. Par rapport aux monnaies des quinze principaux partenaires

**Tableau 7: Variation du franc suisse<sup>1</sup>**

	Du mois de févr. au mois de mai 1984 <sup>2</sup>		Du 1er trimestre 1983 au 1er trimestre 1984 <sup>3</sup>	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel
Dollar USA	-0,8	-0,8	- 8,2	-9,5
Yen	-1,3	-1,7	-10,2	-8,8
Mark all.	-0,3	-0,1	+ 2,9	+3,1
Franc fran.	-0,4	-0,7	+10,4	+4,9
Livre sterl.	+0,3	+0,5	- 2,0	-4,1
Lire	-0,3	-0,9	+ 8,8	+1,7

<sup>1</sup> Prix en monnaie étrangère du franc suisse  
(+ = revalorisation; - = dépréciation)

<sup>2</sup> Moyenne des variations mensuelles en pour-cent

<sup>3</sup> Moyenne des variations annuelles en pour-cent

commerciaux de la Suisse, le cours nominal pondéré en fonction des exportations s'est élevé de 1,3% en moyenne, le cours réel ne montant que de 0,1%. L'indice du cours réel s'inscrivait à 104,1 points au mois d'avril, contre 106,2 points un an auparavant; ce recul traduit une amélioration de notre capacité concurrentielle.

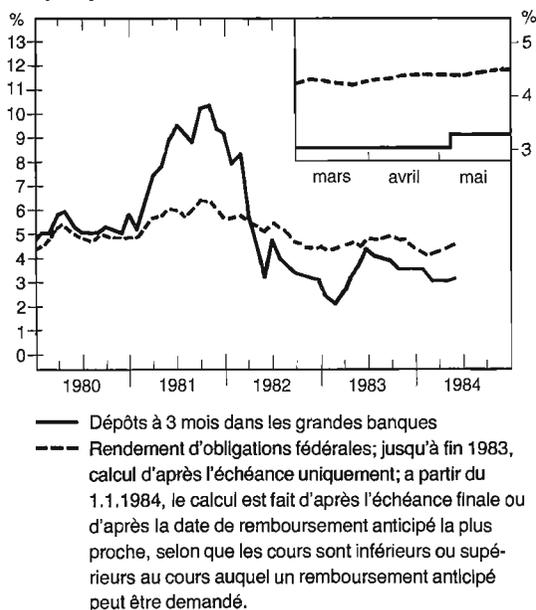
### Marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt sont montés légèrement au cours de la période examinée. Aucun mouvement important n'a eu lieu au premier trimestre sur le marché des obligations. Les taux des nouveaux emprunts sont restés en effet inchangés: la Confédération et les cantons ont offert un coupon de 4½%, les banques cantonales et les autres débiteurs de premier ordre proposant 4¾%; l'adaptation à la légère hausse a été réalisée par une baisse des prix d'émission. Au début du mois de mai toutefois, les débiteurs ont relevé leurs taux de ¼%. Mais la rémunération des obligations de caisse n'a pas été modifiée: les grandes banques et les banques cantonales offraient 4½% pour leurs titres d'une durée de 3 ans et 4¾% pour ceux d'une durée de 4 à 8 ans.

Sur le marché secondaire, les cours des obligations ont baissé lentement, mais continuellement, durant les quatre premiers mois de 1984. Le volume des opérations a été relativement faible. Le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des possibilités de dénonciation anticipée, a passé de 4,2% le 5 janvier à 4,6% à la fin du mois de mai.

Durant le premier trimestre, les débiteurs suisses ont émis des obligations pour un montant de 3,2 milliards de francs. Ce volume est inférieur au record enregistré pour les trois premiers mois de 1983 – 4,8 milliards –, mais supérieur aux résultats des périodes correspondantes de toutes les années antérieures. Du premier trimestre de 1983 à la même période de l'année en cours, le prélèvement d'argent frais a passé de 3,2 milliards à 2,5 milliards de francs, et les conversions, de 1,6 milliard à 0,7 milliard de francs. Au cours de chacun des mois de février, de mars et de mai, la Confédération a lancé, selon le sys-

Graphique 14: Evolution des taux d'intérêt



tème des enchères, un emprunt d'environ 286 millions de francs en moyenne. Le coupon a été fixé à 4½% pour les deux premiers emprunts et à 4¾% pour le troisième. Sur la base des offres reçues, les prix d'émission se sont établis à 99,6%, 99,3% et 100%. Ces emprunts ayant des durées de neuf, dix et douze ans, leur rendement est de 4,55%, 4,59% et 4,75%.

### Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées au premier trimestre ont porté sur une somme de 12,8 milliards de francs. Elles ont augmenté de 14% par rapport au trimestre précédent et de 17% par rapport au premier trimestre de 1983. La structure des opérations s'est modifiée quelque peu en un an. Ainsi, les octrois de crédits bancaires ont progressé fortement, ce qui s'explique par la tendance à la normalisation qui est observée depuis quelque temps et par des facteurs particuliers, tel le crédit destiné au financement de l'usine électrique Atatürk. Les émissions de «notes» ont augmenté de 9% par rapport au trimestre précédent, mais sont restées inférieures de 6% au

montant enregistré pour les trois premiers mois de 1983. Comme l'an passé, les émissions de «notes» ont été effectuées en majorité pour le compte de débiteurs japonais; ces débiteurs ont placé presque exclusivement des titres convertibles. Les emprunts étrangers offerts en souscription publique ont atteint 3,2 milliards de francs, soit un volume identique à celui de l'an passé. Les emprunts à deux monnaies formaient un cinquième de ce montant.

La structure par pays des exportations de capitaux s'est modifiée elle aussi légèrement. De 1983 au premier trimestre de l'année en cours, la part des pays industrialisés à l'ensemble des autorisations a passé de 79% à 70%, et celle des pays en développement, de 9% à 18%. Les organisations de développement avaient une part de 8%, les Etats de l'OPEP de 3%, et les pays à commerce d'Etat de 1%.

### Bilans et crédits bancaires

Bien que la conjoncture se soit en général améliorée et que la demande de crédits ait augmenté, la croissance des *bilans* des 71 banques a ralenti au premier trimestre. Le taux annuel d'expansion se chiffrait à 5,3% à la fin du mois de mars, contre 7,2% à la fin du mois de décembre. Le ralentissement très net de l'augmentation des dépôts effectués par la clientèle étrangère explique pour une large part ce recul.

A l'*actif* des bilans, l'augmentation des placements financiers s'est ralentie de manière analogue; le portefeuille de titres a même diminué durant les trois premiers mois de l'année. Les octrois de crédits à la clientèle étrangère ont été minimes au cours du trimestre, de sorte que le taux annuel de croissance des *crédits à l'étranger* a fléchi légèrement, passant à 3,6% à la fin du mois de mars.

L'expansion des *crédits en Suisse* a continué de s'accélérer en raison de la conjoncture. L'augmentation, au premier trimestre, dépassait de plus de 50% celle de la période correspondante de 1983. De la fin du mois de décembre à la fin du mois de mars, le taux annuel de croissance s'est élevé de 6,2% à 6,6%. Les crédits commer-

ciaux, qui sont en corrélation étroite avec le chiffre d'affaires des entreprises et, partant, avec la conjoncture, se sont accélérés tout particulièrement. Les taux annuels d'expansion des crédits de construction et des crédits hypothécaires sont montés également. Les *promesses de crédit* accordées à la clientèle suisse ayant augmenté de 35% du premier trimestre de 1983 à la période correspondante de l'année en cours, on peut s'attendre à un nouvel accroissement des crédits.

Au *passif*, l'afflux de *fonds de la clientèle suisse* (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne et bons de caisse) a été plus élevé que durant le premier trimestre de 1983. A la fin du mois de mars, ces fonds dépassaient de 5,8% le niveau enregistré un an auparavant. La moitié des afflux en francs était des fonds d'épargne. Ces derniers n'ont augmenté toutefois que de 2,8 milliards de francs au premier trimestre, contre 6,6 milliards pendant la même période de 1983. Cette évolution s'explique par le fait que les rémunérations servies sur les dépôts à terme fixe sont devenues plus attrayantes; à la fin du mois de mars, elles étaient très légèrement inférieures à la rémunération des fonds d'épargne. Les dépôts à terme fixe mais aussi les obligations de caisse ont augmenté bien davantage qu'au premier trimestre de 1983.

Les taux d'intérêt relativement bas appliqués sur le marché des euro-francs semblent avoir contribué à l'accroissement assez fort des fonds déposés par la clientèle suisse. Les *opérations fiduciaires* libellées en francs ont donc diminué de nouveau. En revanche, les banques ont enregistré une augmentation des affaires fiduciaires libellées en monnaies étrangères, notamment en dollars. Dans l'ensemble, le taux annuel de croissance des opérations fiduciaires s'inscrivait à 11,4% à la fin du premier trimestre, contre 8,5% à la fin du mois de décembre 1983.

## Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank\*

Fritz Leutwiler, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Nach dreijähriger Stagnation und Rezession, so heisst es im Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank für das Jahr 1983, hat sich die Lage der Weltwirtschaft aufgehellt. Das gilt, mit einigen Vorbehalten, auch für die Schweiz. Hier ist die Rezession, mit Verzögerung gegenüber anderen Ländern, im vergangenen Jahr zu Ende gekommen. Die wirtschaftlichen Aussichten für 1984 sind nicht ungünstig. Dass eine gewisse Zuversicht begründet ist, bestätigen Meldungen und Prognosen aus jüngster Zeit.

Wenn es nicht guter Schweizerart widersprechen würde, hätten wir somit Grund zu Zufriedenheit: Die Konjunkturaussichten haben sich verbessert, die Arbeitslosigkeit hält sich im internationalen Vergleich noch immer auf sehr niedrigem Niveau (man sollte sich durch die relativ hohen Arbeitslosenzahlen der Wintermonate nicht täuschen lassen), die Teuerungsrate ist erträglich, die Zinsen desgleichen, und wir haben derzeit Wechselkurse, die zwar nicht alle Wünsche befriedigen, mit denen die Wirtschaft aber im grossen und ganzen leben kann. Ideal ist der Zustand zwar nicht, aber er ist annähernd so gut, wie er bei den gegenwärtigen Verhältnissen in der Weltwirtschaft überhaupt sein kann.

Was die Teuerungsrate betrifft, die wesentlich durch die Geldpolitik der Nationalbank bestimmt wird und für die wir deshalb in erheblichem Masse verantwortlich sind, so wäre ein besseres Ergebnis nicht nur grundsätzlich wünschbar, sondern auch möglich gewesen. Die Geldpolitik hätte zu diesem Zweck in den letzten Jahren noch etwas straffer geführt werden müssen. Gestützt auf konjunktur- und wechselkurspolitische Überlegungen haben wir mit einer Reduktion des Geldmengenwachstums auf weniger als 3 Prozent pro Jahr noch zugewartet. Preisstabilität jedenfalls bedeutet für die Nationalbank nach wie vor eine Teuerungsrate nahe bei Null. Wir lassen dieses

Ziel nicht aus den Augen. Lassen Sie mich nun einige Grundsatzfragen der Notenbankpolitik behandeln und deren Möglichkeiten und Grenzen aufzeigen.

Das Handeln der Nationalbank hatte in den letzten Jahren wenig Spektakuläres. Wir haben uns stärker als früher auf die Geldmengenpolitik konzentriert und dabei in vermehrtem Masse die Marktkräfte walten lassen. Das Ziel blieb jedoch gleich: Die Wiederherstellung der Preisstabilität. Was – hoffentlich – der Vergangenheit angehört, sind die währungs- und kreditpolitischen Sprünge der siebziger Jahre.

### **Geldmengenpolitik – emotionslose Beurteilung**

Vor knapp zehn Jahren hat die Nationalbank erstmals ein Geldmengenziel bekanntgegeben. Damit verknüpft waren hochgespannte Erwartungen, aber auch Skepsis. Der Weg von einer aktivistischen, an verschiedenen Zielen orientierten Notenbankpolitik zu einer beharrlichen, allein auf Preisstabilität ausgerichteten Geldmengensteuerung war weder leicht, noch verlief er geradlinig. Die enge Verflechtung der Schweiz mit der Weltwirtschaft brachte es mit sich, dass sich die Unterschiede zwischen der inländischen und der ausländischen Geld- und Finanzpolitik in starken Wechselkursschwankungen niederschlugen. Das gab der Meinung jener Kreise Auftrieb, die eine Geldmengenpolitik für eine kleine, offene Volkswirtschaft als untauglich erachten. Nachdem sich die Wechselkursverhältnisse in jüngster Zeit wieder etwas normalisiert haben, lässt sich das Problem Geldmengen- kontra Wechselkurspolitik vielleicht emotionsfreier diskutieren.

Auf die Gefahr hin, Bekanntes zu wiederholen, möchte ich zunächst einmal mehr auf die Bedeutung der Preisstabilität für das Funktionieren der Wirtschaft in einer Demokratie hinweisen. Dies

\* gehalten in Bern am 27. April 1984

scheint mir um so notwendiger, als mit sinkenden Inflationsraten die Preisstabilität als oberste Zielsetzung der Geldpolitik an Gewicht zu verlieren droht und der Wunsch nach einem mehr wechselkurs- und konjunkturpolitisch motivierten Verhalten der Notenbank stärker wird. Es gehört heute – sicher zu Recht – in weiten Kreisen zum guten Ton, gegen überbordende Staatsausgaben Front zu machen. Weshalb aber hat die Aktivität des Staates in den letzten zwanzig Jahren so stark zugenommen? Sicher gibt es dafür vielfältige Erklärungen, aber ebenso gewiss ist, dass die Inflation wesentlich dazu beigetragen hat. Die Inflation der letzten Dekaden hat den Staat gezwungen, teuerungsbedingte Verzerrungen in der Einkommens- und Vermögensverteilung zu korrigieren, den wirtschaftlich Schwachen zu schützen. Das ist eine durchaus legitime Aufgabe, denn auf keine andere Weise als durch Inflation können in kurzer Zeit so wenige so reich und so viele so arm gemacht werden.

Die Mittel, über die der Einzelne zum Schutz gegen die Inflation verfügt, sind sehr ungleich verteilt. Die Bezüger hoher Einkommen, die Vermögenden haben ganz andere Möglichkeiten, um mit dem Inflationsproblem fertig zu werden, als die Lohnempfänger, die Rentner, die Kleinsparer. Wen wundert daher der Wunsch nach Lohnindexierung, nach ausreichender staatlicher Altersvorsorge, nachdem die Inflation in der Vergangenheit mühsam Ersparnis laufend verzehrt hat? Einige unter Ihnen wissen, dass ich kein Anhänger der Lohnindexierung bin; ich halte jede Indexierung für volkswirtschaftlich schädlich. Aber vom Indexdenken kommen wir erst dann los, wenn Preisstabilität erreicht ist. Sobald die Arbeitnehmer Gewähr dafür haben, dass ihr Lohn nicht mehr durch Inflation verringert wird, verliert das Indexierungspostulat an politischer Brisanz.

Die Flucht in die Sachwerte als Inflationsfolge ist ein bekanntes Phänomen. Sie wurde in unserem Land durch künstlich tiefgehaltene Hypothekenzinsen zeitweise noch erleichtert. Landpreise und Mieten wurden dadurch hochgetrieben. Wenn Leute, die dreissig und mehr Prozent ihres Einkommens für das Wohnen verwenden müssen, staatliche Massnahmen zur Mietzinskontrolle oder zur Förderung des sozialen Wohnungsbaus verlangen, so ist das höchstens für jene unver-

stänglich, die noch nie in dieser Lage waren. Ohne die Hilfe des Staates sieht sich der wirtschaftlich Schwache der Inflation ausgeliefert. Dass im gleichen Zusammenhang bisweilen eine Senkung bzw. Tiefhaltung des Hypothekensatzes von Staates wegen verlangt wird, ist zwar ökonomisch fragwürdig und sogar paradox, erklärt sich aber aus dieser Hilflosigkeit. Wer am Schluss die Gewinner, wer die Verlierer dieses Verwirrspieles um die Umverteilung von Vermögen und Einkommen sind, lässt sich bei der heutigen Staatsaktivität kaum mehr erkennen. Eines steht jedoch fest: Ein sicherer Verlierer ist die Volkswirtschaft als Ganzes.

Hiefür haben wir in jüngster Zeit genügend Anschauungsunterricht in hochverschuldeten Ländern erhalten. Viele unter ihnen sind durch die Inflation – und die zur Milderung ihrer Folgen vorgenommenen behördlichen Eingriffe in die Preisbildung – nicht nur wirtschaftlich zerrüttet, sondern auch politisch unterminiert. Demokratie setzt, wenn sie funktionsfähig bleiben soll, eine stabile Währung voraus. Nur bei stabilem Preisniveau lassen sich nämlich die Verteilungsprobleme in der Wirtschaft sinnvoll lösen und die Staatsausgaben in vernünftigem Rahmen halten.

Als Mittel zur Erreichung der Preisstabilität bedienen wir uns in der Schweiz einer strikten Kontrolle und Verstetigung des Geldmengenwachstums über mittlere und längere Frist. Diese Strategie fand nicht immer und überall Anklang. Aber selbst die Kritiker können das positive Ergebnis nicht übersehen: Die Notenbankgeldmenge konnte in den letzten zwei Jahren auch kurzfristig entlang dem vorgesehenen Wachstumspfad ausgeweitet werden, die effektive Teuerungsrate und die Inflationserwartungen haben sich vermindert. Das ist freilich nicht allein das Verdienst der Nationalbank, aber dass die Geldmengenpolitik dazu wesentlich beigetragen hat, steht ausser Zweifel.

Stein des Anstosses bildet gelegentlich die Wechselkursentwicklung. Eine nur auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik nimmt nach Auffassung der Kritiker zuwenig Rücksicht auf die für unsere Wirtschaft so wichtigen Wechselkurse. Vor allem im vergangenen Jahr, als sich der Schweizerfranken gegenüber den europäischen Währungen merklich aufwertete, wäre für die

Befürworter einer mehr wechselkursorientierten Notenbankpolitik eine deutliche Lockerung der Geldpolitik wohl angezeigt gewesen.

Die Nationalbank hat in der Tat eine leichte Überschreitung des Geldmengenzieles toleriert. Der Versuchung, durch eine geldpolitische Kehrtwendung den Auftrieb des Schweizerfrankens zu stoppen, haben wir jedoch widerstanden. Ebenso wurde von administrativen Massnahmen gegen den Kapitalzufluss Abstand genommen.

Wir haben aus unseren Erfahrungen gelernt. Spätestens 1978 mussten wir einsehen, dass eine gleichzeitige Kontrolle der Inflation und des Wechselkurses bei den damals und auch heute noch herrschenden Verhältnissen ein Ding der Unmöglichkeit ist. Das Endergebnis wird auch dann nicht besser, wenn ein bisschen Inflationsbekämpfung mit ein bisschen Wechselkurspolitik gemischt wird.

Bis vor wenigen Jahren hat die Nationalbank gelegentlich eine Strategie des «leaning against the wind» befolgt. Bei einer beträchtlichen realen Aufwertung des Frankens wurde die Geldmenge stärker, bei einer Abwertung etwas weniger stark als geplant ausgeweitet. Monatliche Veränderungen der Notenbankgeldmenge von 3 bis 6 Prozent waren in den Jahren 1975 bis 1977 keine Seltenheit. Mit der Zeit verlor diese Politik jedoch an Wirkung. Um die Wechselkurse kurzfristig zu beeinflussen, mussten immer grössere und länger dauernde Abweichungen vom mittelfristig inflationsneutralen Geldmengenpfad hingenommen werden. Dabei zeigte sich, dass die Geldpolitik – wegen der grossen Verzögerung, mit der Geldmengenimpulse auf den Märkten wirksam werden – selbst zur Ursache von Wechselkurschwankungen werden kann.

Einen Notbehelf stellten in den Zeiten des stärksten Aufwertungsdruckes die Massnahmen zur Abwehr ausländischer Gelder dar. Sie taugten nicht viel, vermochten jedenfalls die Wechselkurskrise vom Herbst 1978 nicht zu verhindern. Wir haben auch daraus eine Lehre gezogen. Ist es schon fraglich, ob eine Notenbank die Nachfrage nach der eigenen Währung in ihrem Land durch administrative Vorkehren einigermaßen unter Kontrolle halten kann, so haben solche

Massnahmen jenseits der Grenze sicher keine Wirkung. Deshalb waren die Versuche, den Schweizerfrankenmarkt zu administrieren und so eine Internationalisierung unserer Währung zu verhindern, zum Scheitern verurteilt.

### Öffnung der Finanzmärkte

Ein kleiner Markt ist im allgemeinen gegen Störungen anfälliger als ein grosser. Die logische Schlussfolgerung liegt in der Öffnung des Marktes. Diesen Weg hat die Nationalbank seit 1979 verfolgt, zuerst mit dem Abbau der Massnahmen gegen den Zufluss ausländischer Gelder, dann durch schrittweise Lockerung der Vorschriften im Bereiche des Kapitalexportes. Konsequenterweise sollten die heute im Bankengesetz verankerten Kapitalexportbestimmungen nach den Vorstellungen des Direktoriums zu gegebener Zeit in Kann-Vorschriften umgewandelt werden.

In den letzten Jahren stieg das Volumen der internationalen Finanztransaktionen sprunghaft an; die bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäfte in Schweizerfranken erreichten im zurückliegenden Jahr erstmals den Betrag von 40 Milliarden Franken. Wir sind überzeugt, dass das hohe Transaktionsvolumen wesentlich zur Stabilisierung des Frankenkurses beigetragen hat.

Unter anderen Aspekten gibt das hohe Volumen aber zum Nachdenken Anlass. Ich spiele damit nicht auf die angeblich stark zinstreibende Wirkung des Kapitalexportes an. Sie wird im allgemeinen überschätzt. Es wäre doch recht naiv anzunehmen, diese Mittel würden, wenn der Kapitalexport behördlich beschränkt oder unterbunden wäre, in der Schweiz, beispielsweise im Markt für Kassenobligationen oder Hypotheken, Anlage suchen. Ein Grossteil dieser Geschäfte würde einfach von der Schweiz auf ausländische Finanzplätze verlagert, wobei unserem Land beträchtliche Einnahmen entgingen.

Was das Direktorium in jüngster Zeit beschäftigt hat, ist der mangelhafte Schutz der Erwerber von sogenannten «Notes». Diese Titel sind, quantitativ gesehen, die wichtigste Form der Kapitalexportgeschäfte geworden. 1983 entfielen auf mittelfristige Schuldverschreibungen ausländischer

Geldnehmer 21 Milliarden Franken oder 51 Prozent aller bewilligungspflichtigen Transaktionen.

Mit der zunehmenden Bedeutung dieses Marktes hat der institutionalisierte Schutz der Gläubiger von Notes nicht Schritt gehalten. An der Börse kotierte Anleihen dürfen nur aufgrund eines Prospektes ausgegeben werden. Der seit 1936 vom Gesetz geforderte Mindestinhalt bietet freilich längst nicht mehr die Informationen, die im Interesse der Anleger notwendig sind. In der Praxis publizieren die Banken freiwillig ausführliche Anleiheprospekte, die weitergehende Angaben über den Schuldner und seine Finanzlage enthalten als obligationenrechtlich verlangt ist. Ausserdem nimmt bei der Zulassung von ausländischen Obligationen und anderen Wertschriften zum Handel an den inländischen Börsen die schweizerische Zulassungsstelle, an der auch der Bund beteiligt ist, eine gewisse Aufsicht wahr. Für Kredite gilt, dass sie meist von Banken gewährt werden, die strengen Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen unterliegen; daraus ergibt sich ein wirksamer Schutz der Anleger.

Anders verhält es sich bei der Plazierung von Notes. Diese Papiere werden in der Regel nicht öffentlich zur Zeichnung aufgelegt, und Prospekte sind nur unter der Hand verfügbar. Seit Juli 1982 lassen die Kapitalexportbestimmungen der Nationalbank die Verbreitung von Informationen über Notes zwar ungehindert zu. Die Emissionsbanken haben jedoch von der Möglichkeit einer besseren Publizität in der praktischen Plazierungstätigkeit bisher kaum Gebrauch gemacht. Mangels Kotierung an der Börse befasst sich auch die Zulassungsstelle nicht mit Notes-Plazierungen. Wir glauben, dass hier eine Lücke im Anlegerschutz besteht, welche die Bundesbehörden schliessen sollten.

### **Enge Grenzen für Deviseninterventionen**

Lassen Sie mich nach diesem Exkurs zur Notenbankpolitik, konkret zur Wechselkurspolitik, zurückkehren. Als der Schweizerfranken sich im letzten Jahr gegenüber der D-Mark stark aufwertete, blieb die Nationalbank dem Devisenmarkt weitgehend fern. Noch vor einigen Jahren hätte sie mit umfangreichen Interventionen versucht,

den Kursverlauf zu beeinflussen. Die heutige Abstinenz widerspiegelt ebenfalls die im Laufe der letzten zehn Jahre gesammelten Erfahrungen. Ein erfolgreiches Eingreifen auf den Devisenmärkten setzt voraus, dass die Zusammenhänge zwischen Notenbankaktionen und Wechselkursverlauf einigermaßen bekannt sind. Nach wie vor bereit aber die Erklärung der kurzfristigen Wechselkursbewegungen unüberwindbare Probleme. Ad-hoc-Begründungen liegen zwar jeweils rasch auf der Hand, doch wenn diese Hypothesen systematisch überprüft werden, lösen sie sich im Nichts auf. Angesichts dieser Unwissenheit ist ein Erfolg von Notenbankinterventionen auf den Devisenmärkten alles andere als gesichert.

Wirkungen auf den Wechselkurs haben letztlich nur dauerhafte Änderungen des geldpolitischen Kurses. Solche Änderungen beeinflussen aber auch die Entwicklung des Preisniveaus und den Gang der Wirtschaft. Es besteht immer die Gefahr, dass die als Folge eines geldpolitischen Kurswechsels einsetzende Wechselkurskorrektur mit einem Konjunktumschwung zusammenfällt und damit die Konjunkturschwankungen verstärkt. Eine Feinsteuerung der Wechselkurse ist deshalb mit erheblichen Risiken verbunden. Gewiss trifft es zu, dass eine Abschwächung der eigenen Währung kurzfristig tendenziell preissteigernd wirkt. Doch langfristig entsteht auf diese Weise so lange keine Inflation, als die Geldmenge unter Kontrolle gehalten wird. Aus diesem Grund strebt die Nationalbank ein geringes, aber stetiges Wachstum der Notenbankgeldmenge an. Wohl impliziert eine solche Politik kurzfristige Schwankungen der Zinssätze und der Wechselkurse, doch sollte die Wirtschaft in der Lage sein, mit diesen Veränderungen fertigzuwerden. Die entsprechenden Absicherungsinstrumente werden laufend erweitert und verfeinert. Weit grössere Probleme ergeben sich aus einer «stop and go»-Politik der Notenbank, denn ein fortgesetztes Herumreissen des geldpolitischen Steuers vermittelt der Wirtschaft keine Hinweise auf den mittelfristigen Verlauf der Zinssätze, des Wirtschaftswachstums oder der Inflation.

Diesen Grundsätzen getreu hat die Nationalbank im vergangenen Jahr darauf verzichtet, die wirtschaftliche Erholung in unserem Land mit einer

kräftig expansiven Geldpolitik voranzutreiben. Es ist daher anzunehmen, dass der schweizerische Konjunkturaufschwung im internationalen Vergleich eher mässig ausfallen wird. Unter kurzfristigen Aspekten mag man dies bedauern; auf längere Frist betrachtet wird sich diese zurückhaltende Politik jedoch auszahlen. Denn eine starke Geldmengenexpansion bleibt nicht ohne Inflationsfolgen, und wenn die Teuerung steigt, nehmen auch die Inflationserwartungen zu, was wiederum die Zinssätze in die Höhe treibt. Früher oder später schliesst sich der Teufelskreis mit dem Zwang zu einer antiinflationären Politik, deren Wirkungen heute nur allzu bekannt sind: hohe Zinssätze, Rezession und Arbeitslosigkeit. Wir ziehen es vor, die schweizerische Wirtschaft diesen Gefahren nicht auszusetzen.

### **Dynamik und Anpassungsfähigkeit in den USA – Erstarrung in Europa**

Was soeben über die Inflationsrisiken eines kräftigen Konjunkturaufschwungs gesagt wurde, gilt natürlich auch für die Vereinigten Staaten, wo derzeit die Teuerungsprognosen nach oben revidiert werden. Es wäre für Amerika und die Welt bedauerlich, wenn die mit – vorübergehend – hoher Arbeitslosigkeit erkaufte Fortschritte in der Inflationsbekämpfung von begrenzter Dauer wären. Der Glaube der Wirtschaft und der Bevölkerung in die Ernsthaftigkeit der behördlichen Stabilitätsbeteuerungen würde darunter leiden.

Andererseits darf nicht übersehen werden, dass die amerikanische Wirtschaft eine grössere Anpassungsfähigkeit und stärkere Dynamik aufweist, als dies in vielen europäischen Ländern der Fall ist. Dort sind neue Arbeitsplätze in grosser Zahl geschaffen worden, hier stagniert die Beschäftigung, und die Fortschritte bei der Lösung struktureller Probleme lassen zu wünschen übrig.

In Europa wird die konjunkturelle Erholung zudem teilweise erschwert durch verhärtete Arbeitsmarktstrukturen und Staatsausgaben, die im Verhältnis zum Sozialprodukt in manchen Fällen höher sind als in den Vereinigten Staaten. Ob es den Regierungen dieser Länder leichter fällt als der amerikanischen, die Budgetdefizite zu verringern, ist zu bezweifeln. Um die Wirtschaft richtig

in Schwung zu bringen, braucht es jedenfalls zusätzliche Massnahmen. Insbesondere muss die Rentabilität der privaten Investitionen erhöht werden. Dazu ist in zahlreichen Ländern eine Korrektur des Steuersystems und eine Reduktion der Reallöhne unumgänglich. Das gilt auch für den Abbau von Subventionen an schrumpfende Industrien. Solche Hilfen gehen zulasten gesunder Teile der Wirtschaft und verzögern den Anpassungsprozess.

In der Theorie und der politischen Rhetorik wird man sich über diese Postulate rasch einig sein. Die Realisierung dürfte aber auf harten Widerstand stossen. Denn kurzfristig erhöhen Massnahmen dieser Art die Arbeitslosigkeit, und die Aussicht auf spätere Gesundung der Volkswirtschaft lässt sich politisch schwer verkaufen. So ist zu vermuten, dass die Industrieländer vor einem langwierigen Anpassungsprozess stehen.

Dazu kommt das internationale Schuldenproblem, dessen realwirtschaftliche Aspekte heute eher bedrohlicher erscheinen als die finanziellen. Die Aussichten bezüglich der Entwicklung der Exporte in die Entwicklungsländer sind alles andere als rosig. Für europäische Industriestaaten fällt dies stärker ins Gewicht als für die USA und Japan, denn sowohl die Exportabhängigkeit im allgemeinen wie auch die Bedeutung der Entwicklungsländer, einschliesslich der erdölproduzierenden, als Absatzmärkte ist hier grösser als dort. Die sich gegenwärtig abzeichnende Verbesserung des Welthandels sollte nicht über die künftigen Schwierigkeiten hinwegtäuschen. Sie ist vornehmlich das Ergebnis einer expansiveren Geldpolitik in einigen führenden Industrieländern. Der kräftige Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten und die Schwäche europäischer Währungen haben vor allem Exporte aus Europa begünstigt. Darauf ist kein Verlass. Früher oder später muss die Geldmengenentwicklung wieder an die kürzere Leine genommen werden, wenn man davon ausgeht, dass niedrigere Inflationsraten weiterhin ein erstrebenswertes Ziel bleiben. Auf mittlere Frist kann deshalb nur mit bescheidenem Wachstum der Weltwirtschaft gerechnet werden. Auch die Schweiz wird sich dieser Entwicklung nicht entziehen können, zumal sie in besonders hohem Masse exportabhängig ist. Wir tun gut daran, uns auf einige weitere schwierige Jahre einzustellen.

Die erwähnten Probleme, die sich vor allem in Europa stellen, sind unserem Land nicht fremd. Auch die schweizerische Wirtschaft muss ständig um ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit kämpfen, und auch bei uns müssen überholte Strukturen bereinigt werden. Die gegenwärtige Konjunkturerholung sollte dazu optimal genutzt werden. Was heute besonders not tut, ist die Anpassung des Angebotes an die langfristig mögliche Nachfrage, und zwar sowohl quantitativ als auch qualitativ.

Der Staat sollte sich aus diesem Prozess weitgehend heraushalten. Weder ist es seine Aufgabe, Strukturhaltung zu betreiben, noch sollte er sich in die Strukturbereinigung einmischen. Das ist Sache der Wirtschaft selbst. Die schweizerischen Banken sind überdies gut gerüstet, um der Wirtschaft sowohl bei der Lösung von Strukturproblemen wie auch bei der Finanzierung der Exporte an die Hand zu gehen. Wenn sie heute bei der Gewährung von Krediten im In- und Ausland da und dort zurückhaltender geworden sind, so heisst dies nicht, dass der Staat in die Lücke zu springen hat. Mit Geld des Steuerzahlers sollten keine Risiken eingegangen werden, die die Banken scheuen.

Die Voraussetzungen für die Lösung von Wirtschaftsproblemen sind in der Schweiz relativ günstig. Der Glaube an die Allmacht des Staates sitzt beim Schweizer nicht allzu tief, die Kenntnis wirtschaftlicher Zusammenhänge ist verbreitet, der Staat selbst ist im allgemeinen sparsam und nicht zu interventionsfreudig, die im internationalen Vergleich niedrige Arbeitslosigkeit und das gute Sozialklima erleichtern den Anpassungsprozess. Der Nationalbank fällt es deshalb weniger schwer als einigen ausländischen Zentralbanken, eine stabilitätsgerechte Geldpolitik zu führen. Wir könnten es uns daher leisten, die bei uns anstehenden Probleme nicht zu verdrängen, sondern zu meistern!

### **Ertragsrechnung und Gewinnausschüttung**

Zum Schluss noch einige Bemerkungen zur Ertragslage und zur Gewinnausschüttung. Wie Sie dem Geschäftsbericht entnehmen konnten, hat die Ertragsrechnung der Nationalbank auch 1983

wieder mit einem sehr hohen Überschuss von 2061 Mio Franken abgeschlossen; der Überschuss war nur um rund 90 Mio Franken geringer als im Vorjahr. Die Nationalbank hat weiterhin von den hohen Zinssätzen auf Dollaranlagen profitiert, und der Dollarkurs ist nicht nur nicht gesunken – wie es bei Währungen mit hohen Zinssätzen gewöhnlich der Fall ist –, sondern sogar noch gestiegen, so dass sich zusätzlich ein nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung, sondern in der Bilanz erscheinender Buchgewinn von 904 Mio Franken ergab.

Der grösste Teil des Ertragsüberschusses wurde wiederum den Rückstellungen zugewiesen, nachdem die notwendigen Beträge für die Speisung des Reservefonds, für die Maximaldividende von 6 Prozent sowie für die Entschädigung an die Kantone ausgeschieden waren. Die Rückstellungen konnten so um weitere 2051 Mio Franken auf 9066 Mio Franken aufgestockt werden. Der Löwenanteil entfällt auf die Rückstellungen für Währungsrisiken, die nun 8566 Mio Franken erreichen, nachdem sie noch 1978 völlig aufgebraucht gewesen waren.

Ich habe Ihnen vor Jahresfrist unsere Auffassung über eine allfällige zusätzliche Gewinnausschüttung dargelegt. Wie Sie wissen, käme sie gemäss Bundesverfassung und Nationalbankgesetz nicht den Aktionären, sondern zu einem Drittel dem Bund und zu zwei Dritteln den Kantonen zugute. Ich habe damals vor übertriebenen Erwartungen in bezug auf die längerfristige Entwicklung der Nationalbankerträge gewarnt und den Nutzen, den eine zusätzliche Ausschüttung den Empfängern bringen würde, als fragwürdig bezeichnet. Im übrigen ist zu bedenken, dass die Nationalbankgewinne einen anderen Charakter haben als die Gewinne der übrigen Unternehmen.

Für uns steht vor allem der geldpolitische Aspekt der Gewinnausschüttung im Vordergrund. Im Rahmen unserer Geldmengenpolitik schaffen wir derzeit jährlich zusätzliches Notenbankgeld in der Grössenordnung von 900 Mio Franken. Da eine Gewinnverteilung durch die Notenbank nichts anderes als Geldschöpfung darstellt, müsste die Ausweitung der Geldmenge über den Erwerb von Devisen und inländischen Obligationen entsprechend eingeschränkt werden. Geldpolitisch lies-

se sich dies nur verantworten, wenn eine zusätzliche Gewinnausschüttung lediglich einen Bruchteil der geldpolitisch erforderlichen Geldmengenerweiterung betragen würde. Ob es dabei bliebe, ist die entscheidende Frage; die Gefahr einer Eskalation der Begehrlichkeiten lässt sich in der Tat nicht übersehen.

Wir haben diesen Problembereich kürzlich mit dem Bundesrat besprochen. Bundesrat und Direktorium sind sich darüber einig, dass eine allfällige zusätzliche Gewinnausschüttung die Geldpolitik der Nationalbank keinesfalls beeinträchtigen dürfte. Beschlossen ist noch nichts; das Gespräch soll weitergeführt werden.

## Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

Exposé de Fritz Leutwiler, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

---

Après trois années de récession et de stagnation, peut-on lire dans le dernier rapport de gestion de la Banque nationale suisse, l'économie mondiale a enregistré une amélioration. Cette constatation, à quelques réserves près, s'applique également à la Suisse où la récession a pris fin l'an dernier, plus tard que dans d'autres pays. Pour 1984, les perspectives économiques ne sont pas défavorables. Les informations et les prévisions publiées récemment confirment qu'une certaine confiance est justifiée.

Si cela n'était pas contraire aux habitudes helvétiques, nous aurions ainsi des motifs de satisfaction: les perspectives conjoncturelles se sont améliorées, le chômage se maintient à un niveau qui peut être considéré comme très bas sur le plan international – les chiffres relativement élevés pour les mois d'hiver ne devraient pas nous induire en erreur –, le taux d'inflation et les taux d'intérêt sont à des niveaux supportables; en outre, nous avons actuellement des cours de change qui ne satisfont certes pas tous les désirs, mais auxquels l'économie peut somme toute s'accommoder. La situation n'est évidemment pas idéale, mais elle est à peu près aussi bonne que possible compte tenu des caractéristiques actuelles de l'économie mondiale.

Dans le domaine du renchérissement, un résultat meilleur aurait été non seulement fondamentalement souhaitable, mais aussi possible. Le taux d'inflation dépendant dans une forte mesure de la politique monétaire, nous en sommes pour une large part responsables. Face à l'inflation, la politique monétaire aurait dû être un peu plus restrictive ces dernières années. Pour des considérations tenant à la conjoncture et aux cours de change, nous n'avons pas encore réduit à moins de 3% la croissance annuelle de la monnaie centrale. Pour la Banque nationale en tout cas, la

stabilité des prix signifie toujours un taux de renchérissement proche de zéro. Nous ne perdons pas cet objectif de vue. Permettez-moi d'aborder maintenant quelques questions fondamentales de la politique de l'institut d'émission et de mettre en évidence les possibilités et les limites de cette politique.

Ces dernières années, l'action de la Banque nationale a été peu spectaculaire. Nous avons axé notre stratégie dans une plus forte mesure que précédemment sur la politique de la masse monétaire et laissé davantage agir les forces du marché. L'objectif est resté cependant identique, à savoir le rétablissement de la stabilité des prix. Les à-coups qui ont caractérisé la politique des changes et du crédit dans les années septante appartiennent, espérons-le, au passé.

### **Politique de la masse monétaire – un jugement sans passion**

Voici près de dix ans, la Banque nationale annonçait pour la première fois un objectif de croissance monétaire. Cette stratégie soulevait de grands espoirs, mais aussi du scepticisme. Le passage d'une politique interventionniste et visant plusieurs objectifs à une gestion de la masse monétaire rigoureuse et axée uniquement sur la stabilité des prix n'a pas été aisé et ne s'est pas effectué non plus sans certains tâtonnements. Du fait des relations très étroites que la Suisse entretient avec l'économie mondiale, les divergences entre les politiques monétaires et budgétaires suisses et étrangères ont entraîné de fortes fluctuations des cours de change. Cette instabilité a apporté de l'eau au moulin des milieux qui considéraient qu'une politique de la masse monétaire ne convenait pas à une économie ouverte et de petite dimension. Les rapports de change s'étant de nouveau quelque peu normalisés dans la période récente, le problème du choix entre une politique de la masse monétaire et une politique

\* Berne, le 27 avril 1984

des cours de change peut être abordé sans trop éveiller les passions.

Au risque de répéter ce qui est connu, je voudrais d'abord rappeler l'importance que revêt la stabilité des prix, en démocratie, pour le fonctionnement de l'économie. Ce rappel me paraît d'autant plus nécessaire que la modération du taux d'inflation peut faire perdre à la stabilité des prix son caractère d'objectif prioritaire de la politique monétaire et renforcer le désir de voir l'institut d'émission attacher davantage d'importance à la politique des cours de change et à la politique conjoncturelle. Dans de larges milieux, il est aujourd'hui de bon ton – et à juste titre certainement – de critiquer les dépenses publiques excessives. Mais pourquoi l'activité de l'Etat s'est-elle accrue si fortement au cours des vingt dernières années? Cette expansion a certainement des origines multiples, mais il est tout aussi sûr que l'inflation a joué un rôle essentiel. L'inflation, ces dernières décennies, a contraint l'Etat à corriger les distorsions qu'elle entraînait dans la répartition des revenus et des richesses et à protéger les économiquement faibles. Cette tâche est parfaitement légitime, car l'inflation est un moyen à nul autre comparable pour permettre à quelques-uns d'amasser en peu de temps une fortune, pendant que beaucoup d'autres s'appauvrissent.

Les moyens dont les particuliers disposent pour se protéger de l'inflation sont très inégalement répartis. Les bénéficiaires de revenus élevés et les gens aisés peuvent se prémunir contre l'inflation en recourant à de tout autres moyens que les salariés, les rentiers et les petits épargnants. Qui s'étonnera, dans ces conditions, du désir d'indexer les salaires et de voir l'Etat développer une prévoyance vieillesse suffisante quand l'inflation a érodé continuellement des épargnes péniblement constituées? Certains d'entre vous savent que je ne suis pas un partisan de l'indexation des salaires; pour moi, toute indexation est nuisible sur le plan économique. Nous ne nous débarrasserons pas de l'indexation avant d'avoir atteint la stabilité des prix. Dès que les salariés auront la garantie de ne plus voir leurs traitements diminuer du fait de l'inflation, le principe de l'indexation aura perdu de son acuité sur le plan politique.

La fuite dans les valeurs réelles, à la suite de

l'inflation, est un phénomène connu. Dans notre pays, elle a été facilitée parfois par des taux hypothécaires maintenus artificiellement bas. Le prix des terrains et les loyers ont alors augmenté. Lorsque des personnes devant consacrer trente pour-cent ou davantage de leurs revenus au logement exigent que l'Etat prenne des mesures pour contrôler les loyers ou pour stimuler la construction de logements sociaux, seuls ceux qui n'ont jamais été dans une telle situation peuvent éventuellement ne pas le comprendre. Sans l'aide de l'Etat, les économiquement faibles se sentent désarmés face à l'inflation. La réduction ou la stabilisation étatique des taux hypothécaires, parfois demandée dans ce cadre, est certes contestable et même paradoxale, mais elle s'explique par ce sentiment d'impuissance. Etant donné l'activité actuelle de l'Etat, il n'est plus guère possible de déterminer qui sont finalement les vainqueurs et les perdants de cette partie confuse dans laquelle se joue la redistribution des revenus et des richesses. Une chose est cependant certaine: l'économie, dans son ensemble, est perdante.

Les pays fortement endettés nous en ont donné suffisamment l'illustration. A la suite de l'inflation et des interventions que les autorités ont pratiquées dans la formation des prix pour atténuer les effets du renchérissement, nombre de ces pays souffrent non seulement d'une économie en ruine, mais encore d'une vie politique brisée. Pour garder sa capacité de fonctionnement, la démocratie a besoin d'une monnaie stable. Sans la stabilité des prix, les problèmes de répartition au sein de l'économie ne peuvent être résolus de façon judicieuse et les dépenses publiques ne peuvent être maintenues dans un cadre raisonnable.

En Suisse, pour atteindre la stabilité des prix, nous contrôlons strictement la croissance de la masse monétaire et nous la maintenons constante à moyen et long terme. Cette stratégie n'a pas toujours été bien accueillie. Pourtant, même les auteurs des critiques ne peuvent ignorer le résultat positif: au cours des deux dernières années, la monnaie centrale a pu être accrue, à court terme également, conformément au sentier de croissance prévu et le taux effectif de renchérissement comme les anticipations inflation-

nistes ont reculé. Tout le mérite n'en revient évidemment pas à la Banque nationale, mais il ne fait aucun doute que la politique monétaire y a contribué pour beaucoup.

L'évolution des cours de change peut constituer occasionnellement une pierre d'achoppement. Ceux qui nous critiquent estiment qu'une politique monétaire axée exclusivement sur la stabilité des prix ne tient pas suffisamment compte des cours de change, si importants pour notre économie. L'an dernier surtout, quand le franc s'est revalorisé notablement face aux autres monnaies européennes, un net assouplissement de la politique monétaire aurait sans doute été jugé opportun par les partisans d'une politique axée davantage sur les cours de change.

En réalité, la Banque nationale a toléré un léger dépassement de son objectif monétaire. Nous avons cependant résisté à la tentation de mettre un terme à la hausse du franc en modifiant fondamentalement notre politique. De même, nous avons renoncé à édicter des mesures pour restreindre l'afflux de fonds.

Nous avons tiré des enseignements de nos expériences. Pas plus tard qu'en 1978, nous avons dû reconnaître qu'il était matériellement impossible de vouloir contrôler simultanément l'inflation et les cours de change. Dans les circonstances actuelles, cette constatation est toujours valable. Le résultat final n'est pas meilleur lorsque l'on dose un peu de lutte contre l'inflation et un peu de politique des cours de change.

La Banque nationale suivait encore, il n'y a pas si longtemps, une stratégie qui l'amenait parfois «to lean against the wind». Elle augmentait la masse monétaire un peu plus ou un peu moins que prévu, selon que le cours réel du franc montait sensiblement ou fléchissait. Dans les années 1975 à 1977, des variations mensuelles de la monnaie centrale de l'ordre de 3 à 6% n'étaient pas exceptionnelles. Cette politique a peu à peu perdu de son efficacité. Pour influer à court terme sur les cours de change, il était devenu nécessaire de s'écarter toujours davantage et toujours plus longuement du sentier de croissance que la masse monétaire doit suivre à moyen terme pour ne pas engendrer d'effets inflationnistes. En rai-

son de l'important retard avec lequel les variations de la masse monétaire se traduisent sur les marchés, la politique monétaire, a-t-on constaté, peut elle-même devenir une source de fluctuation des cours de change.

Dans les périodes où le franc était soumis à de fortes pressions, les mesures de lutte contre l'afflux de fonds étrangers étaient des pis-aller. Leur efficacité était limitée, et elles n'ont pu en tout cas empêcher le déclenchement d'une crise sur les marchés des changes à l'automne de 1978. Nous en avons également tiré un enseignement. Les réglementations qu'une banque centrale adopte en vue de contrôler la demande de monnaie nationale ont une efficacité douteuse dans le pays et certainement nulle au delà des frontières. Aussi les tentatives de réglementer le marché du franc suisse et, partant, d'empêcher une internationalisation de notre monnaie étaient-elles vouées à l'échec.

### **Ouverture des marchés**

Un marché étroit est en général davantage exposé aux perturbations qu'un marché vaste. La conséquence logique est une plus grande ouverture du marché. A partir de 1979, la Banque nationale a choisi cette voie, d'abord en démantelant les mesures contre l'afflux de fonds étrangers, puis en assouplissant graduellement les dispositions régissant les exportations de capitaux. Pour la Direction générale, le régime de l'autorisation auquel les exportations de capitaux sont soumises actuellement en vertu de la loi sur les banques devrait logiquement être transformé en dispositions de caractère potestatif, lorsque l'occasion se présentera.

Au cours des dernières années, le volume des transactions financières internationales s'est accru vigoureusement. Les autorisations accordées l'an dernier pour exporter des capitaux ont dépassé pour la première fois la somme de 40 milliards de francs. Nous sommes convaincus que ce volume élevé a contribué dans une large mesure à la stabilisation du cours du franc.

Considéré sous d'autres aspects, ce volume important donne toutefois matière à réflexion. Je ne

veux pas faire allusion à la poussée, soi-disant forte, que les exportations de capitaux exercent sur les taux d'intérêt. Cet effet est généralement surestimé. Il serait vraiment naïf de croire que ces fonds seraient placés en Suisse, en obligations de caisse ou en hypothèques par exemple, si les autorités restreignaient ou bloquaient les exportations de capitaux; une grosse part de ces opérations serait simplement transférée vers des places financières étrangères et notre pays perdrait des recettes considérables.

La Direction générale s'est préoccupée récemment de la protection insuffisante des acquéreurs de «notes». Ces titres, sur le plan quantitatif, représentent la forme la plus importante des exportations de capitaux. En 1983, 21 milliards de francs, ou 51% de l'ensemble des autorisations délivrées pour exporter des capitaux, concernaient les reconnaissances de dette à moyen terme d'emprunteurs étrangers.

La protection légale des détenteurs de «notes» n'a pas suivi le développement de ce marché. Les emprunts dont la cotation en bourse est prévue ne peuvent être émis sans prospectus. Le contenu minimal des prospectus, qui est exigé par la loi depuis 1936, ne recouvre évidemment plus, et depuis longtemps, les informations nécessaires à la sauvegarde des intérêts des investisseurs; dans les prospectus d'émission toutefois, les banques publient de leur plein gré des données sur le débiteur et sa situation financière qui vont bien au delà des exigences du code des obligations. En outre, lors de l'introduction d'obligations étrangères ou d'autres valeurs au marché officiel des bourses suisses, une instance à laquelle participe notamment la Confédération exerce une certaine surveillance. Quant aux crédits, ils sont accordés généralement par des banques qui sont soumises à des exigences rigoureuses en matière de fonds propres et de liquidités; il en résulte une protection efficace des investisseurs.

La situation est tout autre lorsqu'il s'agit du placement de «notes». Ces titres ne sont généralement pas offerts en souscription publique, et des prospectus ne sont disponibles qu'en sous-main. Depuis le mois de juillet 1982, les dispositions de la Banque nationale concernant les exportations de capitaux permettent sans restriction la diffusion

d'informations sur les placements de «notes». Jusqu'à maintenant toutefois, les banques qui prennent part à ces opérations n'ont guère utilisé cette possibilité d'améliorer l'information sur leurs placements. Les «notes» n'étant pas cotées en bourse, l'instance qui se prononce sur les admissions n'examine pas ces opérations. Il y a là, à notre avis, une lacune dans la protection des investisseurs, et les autorités fédérales devraient la combler.

### **Marge de manœuvre étroite sur les marchés des changes**

Après cette digression, je voudrais revenir à la politique de l'institut d'émission, plus particulièrement à la politique des cours de change. L'an dernier, quand le franc s'est revalorisé fortement face au mark, la Banque nationale est restée largement absente du marché. Il y a quelques années encore, elle aurait tenté, par d'importantes interventions, d'influer sur l'évolution des cours. La réserve qu'elle s'impose depuis peu reflète également les expériences faites durant les dix dernières années. Pour avoir le succès escompté, une intervention sur les marchés des changes implique que les liens entre l'action de la banque centrale et l'évolution des cours soient connus un tant soit peu. Or la recherche des causes des fluctuations à court terme soulève toujours des problèmes insurmontables. Une explication ad hoc est certes chaque fois disponible rapidement, mais ces hypothèses ne résistent pas à un examen systématique. Etant donné cette ignorance, le succès des interventions sur le marché des changes n'est nullement assuré.

Finalement, seules les modifications durables du cours de la politique monétaire ont un effet sur les rapports de change. Cependant, de telles modifications influent aussi sur l'évolution du niveau des prix et sur la marche de l'économie. La correction des cours de change qui résulte de la modification du cours de la politique monétaire peut coïncider avec un retournement de la conjoncture et, partant, renforcer les fluctuations conjoncturelles. Aussi une gestion précise des cours de change est-elle liée à de gros risques. Il est certain qu'une dépréciation de la monnaie nationale entraîne à court terme une tendance à

la hausse des prix. A long terme toutefois, cette tendance ne peut engendrer une vague d'inflation aussi longtemps que la masse monétaire est maintenue sous contrôle. C'est la raison pour laquelle la Banque nationale vise une croissance faible mais constante de la monnaie centrale. Une telle politique implique sans doute des fluctuations à court terme des taux d'intérêt et des cours de change, mais l'économie devrait être en mesure de s'accommoder à ces variations. Les instruments qui permettent de se protéger contre ces variations sont constamment étendus et affinés. Si la banque centrale adoptait une politique de «stop and go», elle soulèverait des problèmes beaucoup plus graves, car l'économie, du fait de ces coups de barre fréquents, n'aurait aucune indication sur l'évolution à moyen terme des taux d'intérêt, de la conjoncture et de l'inflation.

Tenant compte de ces principes, la Banque nationale a renoncé, l'an dernier, à adopter une politique monétaire fortement expansionniste pour stimuler la reprise économique dans notre pays. L'amélioration de la conjoncture devrait donc être un peu plus modérée en Suisse qu'à l'étranger. A court terme, on peut le regretter; à plus long terme toutefois, cette politique sera payante. En effet, une forte expansion de la masse monétaire ne reste pas sans incidences sur l'inflation et, lorsque le renchérissement s'accélère, les anticipations inflationnistes augmentent également, ce qui provoque une hausse des taux d'intérêt. Tôt ou tard, le cercle vicieux se forme et contraint à mener une politique anti-inflationniste dont les effets ne sont que trop connus: taux d'intérêt élevés, récession et chômage. Nous préférons ne pas exposer l'économie suisse à ces dangers.

### **Dynamisme et capacité d'adaptation aux Etats-Unis, mais léthargie en Europe**

Mes propos sur les risques inflationnistes liés à une vigoureuse reprise de la conjoncture s'appliquent aussi aux Etats-Unis où les prévisions concernant le renchérissement sont actuellement révisées à la hausse. Pour les Etats-Unis comme pour le monde, il serait regrettable que les succès dans la lutte contre l'inflation, obtenus

au prix d'un chômage temporairement accru, soient de courte durée. La politique de stabilité qu'entendent suivre les autorités perdrait en effet de sa crédibilité aux yeux de l'économie et du public.

D'un autre côté, il ne faut pas oublier que l'économie américaine fait preuve d'une capacité d'adaptation et d'un dynamisme supérieurs à ce qui peut être observé dans maintes économies européennes. Un grand nombre d'emplois ont été créés aux Etats-Unis, alors qu'en Europe l'emploi stagne et les progrès accomplis en vue de résoudre les problèmes structurels laissent à désirer.

En Europe, l'amélioration de la conjoncture est rendue plus difficile par la rigidité des structures du marché du travail et par les dépenses publiques qui, dans nombre de pays, atteignent une proportion du produit national plus élevée qu'aux Etats-Unis. Une réduction des déficits budgétaires ne sera sans doute pas plus aisée pour les gouvernements de ces pays que pour les autorités américaines. Quoi qu'il en soit, des mesures supplémentaires sont nécessaires pour relancer véritablement l'économie. En particulier, la rentabilité des investissements privés doit être améliorée. Pour ce faire, une correction du système fiscal et une réduction des salaires réels sont inévitables dans maints pays. En outre, les subventions versées aux industries en perte de vitesse doivent être démantelées. De telles aides grèvent les parties saines de l'économie et retardent le processus d'adaptation.

Dans la théorie et dans les discussions politiques, l'accord se fera rapidement sur ces nécessités. La réalisation se heurtera toutefois à une forte résistance. En effet, des mesures de cet ordre entraînent à court terme une aggravation du chômage, alors que la perspective d'une amélioration de l'économie est difficile à démontrer à l'opinion publique. Ainsi, les pays industrialisés se trouvent manifestement face à un processus d'adaptation de longue haleine.

En outre, le problème de l'endettement international est toujours présent. Aujourd'hui, ses répercussions sur les économies réelles paraissent plus menaçantes que ses aspects finan-

ciers. En ce qui concerne les exportations vers les pays en développement, les perspectives sont tout autres que roses. Cette situation est plus préoccupante pour les pays industrialisés européens que pour les Etats-Unis et le Japon; en effet, ceux-ci sont de façon générale moins dépendants des exportations, et les pays en développement, y compris les pays producteurs de pétrole, représentent pour eux des marchés moins importants que pour nous. L'amélioration qui se dessine actuellement dans le commerce international ne devrait pas nous leurrer sur les difficultés qui nous attendent. Elle résulte principalement de la politique monétaire plus expansionniste de plusieurs pays industrialisés importants. La vigoureuse reprise de la conjoncture aux Etats-Unis et la faiblesse des monnaies européennes ont favorisé tout particulièrement les exportations des pays européens. Ces bases ne sont guère solides. Tôt ou tard, il faudra reprendre les rênes de la politique monétaire si l'on part du fait que des taux d'inflation plus faibles demeurent un objectif digne d'être poursuivi. Aussi, à moyen terme, ne peut-on compter que sur une croissance modeste de l'économie mondiale. La Suisse ne pourra faire exception à cette tendance, d'autant qu'elle est dépendante des exportations dans une mesure particulièrement forte. Nous ferions bien de nous préparer à de nouvelles années difficiles.

Les problèmes évoqués, qui se posent avant tout à l'Europe, concernent également notre pays. L'économie suisse doit elle aussi lutter en permanence pour défendre sa capacité concurrentielle sur les marchés internationaux et assainir ses structures surannées. L'amélioration de la conjoncture que nous enregistrons en ce moment devrait être utilisée à ces fins de façon optimale. Aujourd'hui, il est nécessaire en particulier d'adapter quantitativement et qualitativement l'offre à la demande potentielle à long terme.

L'Etat devrait largement se tenir à l'écart de ce processus. Sa tâche n'est pas de contribuer au maintien des structures, et il ne devrait pas non plus s'immiscer dans l'assainissement des structures. Ce processus est l'affaire de l'économie elle-même. Les banques suisses sont d'ailleurs à même d'aider l'économie aussi bien à résoudre

les problèmes structurels qu'à financer les exportations. La prudence accrue dont elles font preuve aujourd'hui, çà et là, dans l'octroi de crédits en Suisse et à l'étranger ne signifie pas que l'Etat doit s'empresse de combler le vide. Des risques devant lesquels les banques ont reculé ne devraient pas être courus avec l'argent des contribuables.

Pour résoudre les problèmes économiques, la Suisse dispose de conditions relativement favorables. La croyance en un Etat omnipotent n'est pas profondément ancrée dans l'esprit de nos concitoyens, les interactions qui se produisent au sein de l'économie sont largement connues et l'Etat lui-même freine ses dépenses et n'est pas trop enclin à intervenir; en outre, le chômage qui est relativement peu élevé et le bon climat social facilitent le processus d'adaptation. Aussi est-il moins difficile à la Banque nationale qu'à d'autres banques centrales de mener une politique monétaire axée sur la stabilité. Dans ces conditions, nous pourrions ne pas simplement fermer les yeux sur les problèmes que nous avons en suspens, mais aller jusqu'à les maîtriser.

### **Compte de profits et pertes et répartition du bénéfice**

Pour terminer, je voudrais formuler encore quelques réflexions à propos du résultat de l'exercice et de la répartition du bénéfice. Comme l'indique notre rapport de gestion, le compte de profits et pertes s'est soldé en 1983 par un excédent de recettes de nouveau élevé; cet excédent s'est chiffré en effet à 2061 millions de francs, montant inférieur seulement d'environ 90 millions au résultat de l'année précédente. La Banque nationale a donc de nouveau profité des fortes rémunérations servies sur les placements en dollars. La monnaie américaine, au lieu de fléchir comme le font généralement les monnaies à taux d'intérêt élevés, s'est revalorisée, de sorte qu'un bénéfice comptable supplémentaire de 904 millions de francs a été porté au bilan et non au compte de profits et pertes.

Après avoir retenu les montants nécessaires en vue d'une attribution au fonds de réserve ainsi que du versement du dividende maximal de 6%

et de l'indemnité aux cantons, nous avons affecté la majeure partie de l'excédent de recettes aux provisions. Celles-ci ont pu ainsi être renforcées de 2051 millions et portées à 9066 millions de francs. La part du lion a été attribuée à la provision pour risques de change; cette provision, entièrement utilisée en 1978, est maintenant dotée de 8566 millions de francs.

L'année dernière, je vous ai exposé notre opinion sur une éventuelle distribution plus importante du bénéfice. Comme vous le savez, celle-ci ne reviendrait pas aux actionnaires; conformément à la constitution fédérale et à la loi sur la Banque nationale, un tiers devrait être attribué à la Confédération, et les deux autres tiers, aux cantons. J'ai également mis en garde contre des espoirs exagérés en ce qui concerne l'évolution à moyen terme des bénéfices de la Banque nationale et émis des doutes sur les avantages que tireraient les bénéficiaires d'une distribution plus importante. En outre, il faut tenir compte du fait que les bénéfices de la Banque nationale ont un caractère différent de ceux des autres entreprises.

Pour nous, l'aspect monétaire de la distribution des bénéfices occupe le premier plan. Dans le cadre de notre politique de la masse monétaire, nous créons actuellement chaque année un volume supplémentaire de monnaie centrale de l'ordre de 900 millions de francs. Une distribution de bénéfices par l'institut d'émission n'étant rien d'autre qu'une création de monnaie, l'accroissement de la masse monétaire par l'acquisition de devises et d'obligations suisses devrait être réduit d'autant. Sur le plan de la politique monétaire, on ne pourrait par conséquent envisager qu'une distribution de bénéfices représentant une petite fraction de la croissance de la masse monétaire exigée par la politique de l'institut d'émission. La question déterminante est de savoir si on en resterait là; le danger d'une escalade des convoitises ne peut être ignoré.

Récemment, nous avons abordé ce problème avec le Conseil fédéral. Le Conseil fédéral et la Direction générale sont d'avis qu'une éventuelle distribution plus importante de bénéfices ne devrait en aucun cas nuire à la politique monétaire de la Banque nationale. Rien n'est décidé pour le moment; la discussion sera poursuivie.

# Der schweizerisch-liechtensteinische Währungsvertrag und die Reform des liechtensteinischen Gesellschaftsrechts

Peter Klausner\*

## I. Einleitung

«Was hat denn die Gesellschaftsrechtsreform im Fürstentum Liechtenstein mit dem schweizerisch-liechtensteinischen Währungsvertrag zu tun?» mag sich der aussenstehende Beobachter fragen. Ihm wird vielleicht zunächst bloss eine gewisse zeitliche Koinzidenz auffallen: Der liechtensteinische Landtag verabschiedete das revidierte Gesellschaftsrecht am 15. April 1980. Der Währungsvertrag zwischen der Eidgenossenschaft und dem Fürstentum wurde, nachdem schwergewichtig in den Jahren 1977–1979 darüber verhandelt worden war, zwei Monate später, am 19. Juni 1980, unterzeichnet. Er trat am 25. November 1981 in Kraft.<sup>1</sup>

Dass indessen auch ein enger sachlicher Zusammenhang zwischen den beiden Rechtssetzungsverfahren besteht, macht spätestens ein Blick in die Materialien deutlich. Der Bundesrat äusserte sich dazu in der Botschaft über den Währungsvertrag wie folgt:

*«Liechtenstein hat sein Gesellschaftsrecht reformiert und zahlreiche Sicherungen gegen Missbräuche eingeführt. Diese Reform ist eine wesentliche Voraussetzung für die Unterzeichnung des Währungsvertrages gewesen.»<sup>2</sup>*

Im vorliegenden Beitrag geht es mir darum, die Hintergründe der Währungszusammenarbeit zwischen der Schweiz und dem Fürstentum aufzuzeigen, die in den sechziger und siebziger Jahren eingetretene Wandlung in den geld- und währungspolitischen Befugnissen der Nationalbank darzulegen, Zielsetzung und Inhalt des Währungsvertrages zu umreissen und daraus die

Grundüberlegungen der schweizerischen Notenbank zur Reform des liechtensteinischen Gesellschaftsrechts abzuleiten. Eine Würdigung des Reformwerks aus währungspolitischer Sicht sowie ein Ausblick auf die Zukunft werden den Abschluss bilden.

## II. Die schweizerisch-liechtensteinische Währungszusammenarbeit im Rückblick

Das Fürstentum Liechtenstein führte im Jahre 1924 einseitig den Schweizerfranken als gesetzliches Zahlungsmittel ein und wurde damit Teil des schweizerischen Währungsgebietes. In Artikel 1 jenes Erlasses hiess es kurz und bündig: «Die ausschliessliche gesetzliche Währung ist der Schweizerfranken als Liechtensteiner Franken.»<sup>3</sup>

Weil Liechtenstein bereits durch den Zollanschlussvertrag von 1923<sup>4</sup> wirtschaftlich eng mit der Schweiz verbunden war, tolerierte die eidgenössische Regelung die Benutzung des Schweizerfrankens ohne zwischenstaatliche Regelung. Die Schweizerische Nationalbank versorgte das Fürstentum via die drei liechtensteinischen Banken mit Bargeld und Giralgeld – ein Zustand, der sich während vier Jahrzehnten als völlig unproblematisch erweisen sollte. In jener Zeit versuchte die Notenbank ihren Auftrag zur Hauptsache mit rechtsgeschäftlichen Mitteln, d.h. Diskont-, Lombard- und in begrenztem Umfang Offenmarktgeschäften, wahrzunehmen. Empfehlungen an die Banken und Gentlemen's Agreements, die auch die liechtensteinischen Banken loyal befolgten, traten ergänzend hinzu.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> SR 0.951.951.4

<sup>2</sup> Botschaft über den Währungsvertrag mit Liechtenstein vom 12. November 1980 (BBl 1980 III 1268)

<sup>3</sup> Gesetz betreffend die Einführung der Frankenwährung vom 26. Mai 1924 (LGBl 1924 Nr. 8)

<sup>4</sup> BS 11 160; AS 1952 118, 1964 855

<sup>5</sup> Dazu im einzelnen: Festschrift SNB (1982), S. 117 f.

\* Direktor und Stellvertreter des Vorstehers des I. Departements der Schweizerischen Nationalbank. Leicht überarbeitete Fassung eines Referats, gehalten am Seminar des schweizerischen Anwaltsverbandes vom 28. März 1984 in Zürich.

In den sechziger und dann erneut Anfang der siebziger Jahre jedoch, als die Schweiz notrechtliche Massnahmen gegen den Zustrom ausländischer Gelder ergreifen musste, trat die Sonderstellung des Fürstentums schlagartig zu Tage. Die Nationalbank verfügte nun über hoheitliche Steuerungsinstrumente wie das Verzinsungsverbot und den Negativzins, Mindestreserven auf Bankeinlagen, Anlageverbot und anderes mehr<sup>6</sup>; aber diese Vorschriften hatten im Fürstentum, dessen Währung ja ebenfalls in ihrer Stabilität gefährdet war, keine Geltung. Für Auslandsgelder, die Anlage im Schweizerfranken suchten, bot sich das Fürstentum Liechtenstein als Umgebungsmöglichkeit geradezu an.

Das Fürstentum seinerseits war von den schweizerischen Währungsvorschriften insofern direkt betroffen, als es zunächst wie das übrige Ausland behandelt wurde. Dies bedeutete beispielsweise, dass die schweizerischen Banken Frankenguthaben von Liechtensteinern – auch jene der dortigen Banken, Handels- und Industriebetriebe – nicht mehr verzinsen durften. Um die damit verbundenen wirtschaftlichen Nachteile aus dem Weg zu räumen, erliess das Fürstentum 1965 sowie 1972/73 in autonomer Rechtssetzung identische Massnahmen, die es gegenüber Personen und Gesellschaften in seinem Hoheitsgebiet selbst vollzog.<sup>7</sup> Als Gegenleistung anerkannte die Schweiz jeweils das Fürstentum Liechtenstein währungsrechtlich als Inland; die dortigen ausländisch beherrschten Sitzgesellschaften blieben freilich Devisenausländer. Dieses Provisorium der Währungsbeziehungen, bei dem Liechtenstein die wechselnden monetären Vorschriften der Schweiz nachträglich in seine Gesetzgebung übernahm, dauerte bis Ende August 1980 an.<sup>8</sup>

### III. Ziele und Grundzüge des Währungsvertrags

Mit der Überführung der hoheitlichen Notenbankinstrumente in das ordentliche Recht<sup>9</sup> schien der Zeitpunkt gekommen, die de facto mittels «parallelschalteter» Gesetzgebung praktizierte Währungsunion zwischen der Schweiz und dem Fürstentum staatsvertraglich abzusichern und so auf eine dauerhafte Basis zu stellen. Drei Ziele

standen aus schweizerischer Sicht im Vordergrund:

#### 1. Einheit und Unmittelbarkeit der Währungsordnung

Rechts- und namentlich Verwaltungsvorschriften über die Geld-, Kredit- und Währungspolitik müssen in Anpassung an die sich ändernden Verhältnisse auf den Finanzmärkten rasch und gezielt erlassen werden können. Monetäre Massnahmen erreichen die ihnen zugeordnete Wirkung in der Regel nur, wenn sie unter strikter Geheimhaltung vorbereitet und kurzfristig in Kraft gesetzt werden. Das Verfahren der autonomen Setzung nachträglich übernommenen Rechts durch Liechtenstein war dazu wenig geeignet.

Die wohl bedeutsamste Bestimmung des Währungsvertrags besagt daher, dass alle schweizerischen Vorschriften, die die Geld-, Kredit- und Währungspolitik im Sinne des schweizerischen Nationalbankgesetzes oder den Schutz der schweizerischen Münzen und Banknoten betreffen<sup>10</sup>, im Fürstentum Liechtenstein automatisch Geltung haben (Art. 1)<sup>11</sup>. Nicht Gegenstand der Rechtsvereinheitlichung bildet – und dieser Hinweis scheint mir wichtig – die Bankenaufsicht zum Schutze der Gläubiger. Ebenso figuriert die Vereinbarung über die Sorgfaltspflicht der Banken nicht in der Liste der im Fürstentum Liech-

<sup>6</sup> Festschrift SNB (1982), S. 130 ff.

<sup>7</sup> LGBl 1965 Nr. 39; 1972 Nr. 56, 1973 Nr. 30. Dazu aus schweizerischer Sicht: BBl 1980 III 1263

<sup>8</sup> Auf diesen Zeitpunkt wurden die letzten Massnahmen zur Abwehr ausländischer Gelder aufgehoben: AS 1980 1110

<sup>9</sup> Revision des Nationalbankgesetzes vom 15. Dezember 1978; Inkrafttreten am 1. August 1979 (BBl 1978 I 769; AS 1979 983, 994 ff.). Vgl. Schürmann (1983), S. 310 ff.

<sup>10</sup> Es handelt sich neben dem Nationalbankgesetz (SR 951.11) und seinen Ausführungserlassen (SR 951.121–171) vor allem um das Münzgesetz (SR 941.10) und seine Ausführungserlasse (SR 941.101–103) sowie um die Art. 7–10 Bankengesetz (SR 952.0).

<sup>11</sup> Währungsvertrag zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und dem Fürstentum Liechtenstein vom 19. Juni 1980; alle im Abschnitt III angegebenen Artikel beziehen sich auf diesen Vertrag.

tenstein geltenden schweizerischen Rechtsnormen.<sup>12</sup>

## 2. Vollzugskompetenz der Nationalbank im Fürstentum

Die Beeinflussung von Geldmenge, Wechselkurs und Zinsniveau mit hoheitlichen Mitteln erfordert ausreichende Befugnisse der Vollzugsorgane zur Überwachung und Kontrolle. Das revidierte Nationalbankgesetz<sup>13</sup> berechtigt die SNB, alle zur Durchführung monetärer Massnahmen erforderlichen Auskünfte und Meldungen einzuholen sowie die entsprechenden Unterlagen einzuverlangen. Die Richtigkeit der Informationen kann an Ort und Stelle überprüft werden.<sup>14</sup>

Es leuchtet ein, dass inhaltlich übereinstimmendes Recht in den Vertragsstaaten auch rechtsgleich vollzogen werden sollte. Zu diesem Zweck räumt der Währungsvertrag der SNB Vollzugsbefugnisse gegenüber Banken sowie anderen Personen und Gesellschaften in Liechtenstein ein (Art. 3). Dabei gelten verschiedene Sondervorschriften: So hat die SNB die fürstliche Regierung von allen Massnahmen, die sie gegenüber Normadressaten in Liechtenstein ergreift, in Kenntnis zu setzen und mit Untersuchungen, die im Fürstentum an Ort und Stelle durchgeführt werden, in der Regel eine schweizerische oder liechtensteinische Revisionsgesellschaft zu betrauen. Ermittlungen bei Drittpersonen in Liechtenstein, z. B. Zeugenvernahmen, sind durch die liechtensteinischen Behörden unter Beizug eines Vertreters der SNB nach liechtensteinischem Recht vorzunehmen. Gegen Verfügungen der SNB steht den betroffenen liechtensteinischen Personen und Gesellschaften die Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Schweizerische Bundesgericht offen.

## 3. Gegenseitige Amts-, Rechts- und Vollstreckungshilfe

Angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtung zwischen dem Fürstentum und der Schweiz überrascht es nicht, dass grenzüberschreitende währungsrechtliche Tatbestände häufig sind. Es ist ein weiteres Ziel des Währungsvertrags, Lük-

ken in der Durchsetzung monetärer Vorschriften durch eine wirksame Amts-, Rechts- und Vollstreckungshilfe der Vertragsstaaten möglichst gar nicht entstehen zu lassen.

Die liechtensteinischen Behörden haben deshalb rechtskräftige Verfügungen der SNB und Urteile des Bundesgerichts zu vollstrecken. In Verwaltungsverfahren der SNB gegen Personen und Gesellschaften in der Schweiz leisten die liechtensteinischen Behörden Amtshilfe bei Ermittlungen im Fürstentum (Art. 5). Die Verfolgung strafbarer Handlungen gegen die Währungsvorschriften ist der liechtensteinischen Staatsanwaltschaft zugewiesen. Ihre Beurteilung obliegt den liechtensteinischen Gerichten, wobei das Bundesgericht eine beschränkte Rechtskontrolle ausübt (Art. 6). Im übrigen sieht der Vertrag bei währungsrechtlichen Strafsachen, vorbehaltlich der Gesetzgebung beider Staaten über die Auslieferung, eine umfassende Rechts- und Vollstreckungshilfe vor (Art. 7, 8).

Insgesamt geht der Vertrag nicht weiter, als zum Schutz der gemeinsamen Währung nötig ist. So bleibt jeder der beiden Staaten frei, seine eigene Wirtschafts- und Konjunkturpolitik zu führen. Der Vertrag berührt auch keine Steuerfragen, und er kann mit sechsmonatiger Frist auf das Ende eines Kalenderjahres gekündigt werden. Die liechtensteinische Währungshoheit bleibt damit im Kern erhalten. – Nach diesem kurzen Grundriss des Währungsvertrags komme ich zum zentralen Problembereich, nämlich zur Beziehung zwischen dem liechtensteinischen Gesellschaftsrecht und der Durchsetzung von Währungsmassnahmen.

## IV. Gesellschaftsrecht und Durchsetzung von Währungsmassnahmen

Die Nationalbank war sich spätestens nach den Enthüllungen in den Fällen «Weisskredit Bank Lugano/Finanz- und Vertrauens-Anstalt» sowie

<sup>12</sup> Die fürstliche Regierung schloss mit den dortigen Banken eine ähnliche, auf die «Durchgriffsidentifikation» bei Sitzgesellschaften allerdings verzichtende Vereinbarung ab: Schmid-Lenz (1978), S. 121.

<sup>13</sup> Art. 16k NBG.

<sup>14</sup> Weiterführend dazu: Schürmann (1980), Art. 16k N. 2-6.

«SKA Chiasso/Texon-Anstalt» im Jahre 1977 darüber klar, dass Ihre allfälligen Befugnisse gegenüber liechtensteinischen Personen und Gesellschaften toter Buchstabe bleiben müssten, wenn sie nicht von einer Reform des dortigen Gesellschaftsrechts begleitet würden. Sowohl die Finanz- und Vertrauens-Anstalt als auch die Texon-Anstalt waren dazu verwendet worden, in der Schweiz vorgenommene illegale Finanzoperationen während längerer Zeit zu tarnen und die schweizerischen bzw. liechtensteinischen Währungsvorschriften systematisch und massiv zu verletzen. Über welches Mass an Anonymität und Freiheit vor behördlicher Kontrolle die Gründer und Besitzer gewisser liechtensteinischer Verbandspersonen unter dem früheren Recht verfügten, mag ein Zitat aus einem Bundesgerichtsentscheid<sup>15</sup> veranschaulichen:

*«Es besteht kein Zweifel, dass die Texon, obwohl sie eine Anstalt nach liechtensteinischem Recht darstellt, ausschliesslich in der Schweiz verwaltet wurde. Während der massgebenden Zeitdauer waren von den vier Verwaltungsräten der Texon drei in der Schweiz wohnhafte Schweizer. Die Geschäftstätigkeit wickelte sich überwiegend in enger räumlicher Beziehung zur Niederlassung der SKA in Chiasso in den Räumen des Anwaltsbüros Noseda/Maspoli/Pedrazzini ab. Gelegentlich wurden auch ausländische Gelder in Italien entgegengenommen. Dagegen übte die Gesellschaft in Liechtenstein keine Geschäftstätigkeit aus. In Vaduz eingehende Post wurde nach Chiasso weitergeleitet. Auch die Buchhaltung wurde in der Schweiz geführt; erst als die Verantwortlichen der Texon anfangs 1977 zur Überzeugung gelangten, dass Schwierigkeiten bevorstanden, wurde ein Teil der Archive in das Fürstentum Liechtenstein überführt. Die Gelder, die die Texon übernahm, flossen in die Schweiz, nicht nach Liechtenstein, und wurden auch von der Schweiz aus weiter angelegt.»*

Es lag der schweizerischen Seite fern, vom Fürstentum neben der Vereinheitlichung der Währungsgesetzgebung auch noch eine Angleichung des liechtensteinischen Gesellschaftsrechts an die schweizerischen Normen zu verlangen. Vielmehr konnte es sich für die Nationalbank ledig-

lich darum handeln, Vorstellungen über einen gewissen «minimum standard» zu entwickeln, der mit einer Reform des liechtensteinischen Gesellschaftsrechts – unter Beibehaltung seines eigenständigen Charakters – anzustreben wäre.

Erste Ansatzpunkte bot das formelle Handelsrecht. Schweizerische Währungsvorschriften können sich an Personen und Gesellschaften des Bankensektors<sup>16</sup> wie auch – und das ist hier der springende Punkt – des Nichtbankensektors<sup>17</sup> richten. In Bewilligungsverfahren, bei Kontrollvorkehrungen oder strafrechtlichen Vorabklärungen erhält die SNB als Vollzugsbehörde ein erstes Bild über den betreffenden Normadressaten hauptsächlich anhand von Handelsregisterauszügen, Bilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen. Den registerrechtlichen Bestimmungen sowie den Vorschriften über die kaufmännische Buchführung und die Bilanzierung kommt daher eine nicht zu unterschätzende Bedeutung für den Vollzug und die Überwachung von Währungsmassnahmen zu. Ein Vergleich des diesbezüglichen schweizerischen mit dem früheren liechtensteinischen Recht förderte erhebliche Unterschiede zutage. Stichwortartig seien genannt:

- die gegenüber der uneingeschränkten Öffentlichkeit des schweizerischen Handelsregisters bloss bedingte, durch Vorbehalte und Ausnahmen abgeschwächte Publizität des liechtensteinischen Öffentlichkeitsregisters;<sup>18</sup>
- die im Fürstentum merklich relativierte und weniger genau umschriebene Prüfungspflicht des Registerführers;<sup>19</sup>

<sup>15</sup> BGE 105 I b 348 ff. E 10d. Vgl. auch BGE 104 I b 280

<sup>16</sup> z. B. Mindestreserven (Art. 16a–16f NBG), Verzinsungsverbot und Kommissionsbelastung auf Frankenguthaben von Ausländern (Art. 16i Ziff. 1 NBG), Pflicht zum Ausgleich der Fremdwährungspositionen (Art. 16i Ziff. 5 NBG) sowie Bewilligungspflicht für bestimmte Kapitalexperte (Art. 8 BaG)

<sup>17</sup> z. B. Kontrolle öffentlicher Emissionen (Art. 16g, 16h NBG), Anlageverbot (Art. 16i Ziff. 3 NBG), Bewilligungspflicht für die Geldaufnahme im Ausland (Art. 16i Ziff. 4 NBG), Noteneinfuhrverbot (Art. 16l Ziff. 6 NBG)

<sup>18</sup> Art. 930/31 OR versus Art. 954, 955 und 997 altPGR

<sup>19</sup> Art. 940 OR versus Art. 964 altPGR. Recht kurios erscheint in diesem Zusammenhang die folgende Vorschrift (Art. 972 Abs. 1 altPGR): «Alle Eintragungen müssen, soweit das Gesetz selber nicht eine Ausnahme zulässt, wahr sein, dürfen zu keinen Täuschungen Anlass geben und keinem öffentlichen Interesse widersprechen.»

- die vormals höchstens interne Bilanzkontrolle liechtensteinischer Sitzgesellschaften, denen die regelmässige externe Prüfung der Bücher schweizerischer Sitzgesellschaften durch die Steuerbehörden namentlich des Bundes gegenübersteht;
- die bei den häufigsten Gesellschaftstypen Liechtensteins – im Unterschied zu den juristischen Personen des schweizerischen Handelsrechts – früher bloss fakultative Kontrollstelle.<sup>20</sup>

Gefahren des Missbrauchs lauerten jedoch auch im materiellen Gesellschaftsrecht Liechtensteins, das jahrzehntelang durch ausgeprägten Formenreichtum und weitgehenden Verzicht auf zwingende Bestimmungen gekennzeichnet war. Bezüglich der beliebtesten Unternehmensformen (Anstalt, Stiftung und Trust) kann vorsichtig gesagt werden, dass sie nach ihrer Errichtung dem Gründer, Stifter oder Treugeber eine Dispositionsfreiheit und einen Grad an Anonymität boten, welche nicht nur den Behörden, sondern mitunter auch dem liechtensteinischen Repräsentanten verunmöglichten, die spätere Geschäftsführung oder Rechtsnachfolge zu durchschauen.<sup>21</sup> Nun erfordern jedoch verschiedene der im Nationalbankgesetz vorgesehenen Währungsmaßnahmen auf seiten der Banken eine klare Trennung zwischen inländischen und ausländischen Geldanlegern<sup>22</sup>. Ohne Kenntnis der Beherrschungsverhältnisse einer Sitzgesellschaft – wenigstens indirekt über einen verantwortlichen Vertreter – ist deren korrekte Zuordnung in die Kategorie der Devisenin- oder der Devisenausländer nicht gewährleistet. Einige in dieser Hinsicht besonders problematische Gebilde des früheren materiellen Gesellschaftsrechts seien hier, wiederum nur beispielhaft, angeführt:

- die treuhänderisch gegründete Anstalt mit Abtretung der Gründerrechte, bei der die Verwaltung anonym bleiben und ohne Einblick der Behörden bestimmen konnte, wo und in welcher Weise die Geschäfte geführt wurden;<sup>23</sup>
- das Treuunternehmen nach ausländischem (nicht-liechtensteinischem) Recht, für das keinerlei erkennbare Mindestorganisation bestand,<sup>24</sup>

- die «gemischte» Stiftung, die bei praktisch freier Zweckbestimmung die Führung eines kaufmännischen Gewerbes ohne Registereintrag und damit in weitestgehender Diskretion gestattete.<sup>25</sup>

Die Liste der juristischen Personen und Mandatskonstruktionen, die zur Durchführung undurchsichtiger Finanzoperationen einladen, könnte noch beträchtlich verlängert werden.

## V. Beurteilung der liechtensteinischen Gesellschaftsreform aus währungspolitischer Sicht

Inwieweit hat nun die Reform des liechtensteinischen Gesellschaftsrechts die schweizerischen Wünsche nach erhöhter Transparenz und erweiterten Kontrollmöglichkeiten berücksichtigt?

Um die Antwort vorwegzunehmen: Die Änderungen des Personen- und Gesellschaftsrechts und der Gesetze über das Treuunternehmen<sup>26</sup>, die Landes- und Gemeindesteuern<sup>27</sup> sowie – als flankierende Massnahme zur Reform – des Gesetzes über die Rechtsanwälte, Rechtsagenten, Treuhänder und Vermögensverwalter<sup>28</sup> hinterlassen gesamthaft den Eindruck, dass erhebliche Fortschritte erzielt worden sind. Die Voraussetzungen für einen rechtsgleichen Vollzug der monetären Bestimmungen im Fürstentum, das seine volkswirtschaftlichen Erträge aus dem Gesellschaftswesen verständlicherweise nicht geschmälert sehen wollte, haben sich entscheidend verbessert. Werfen wir einen kurzen Blick auf einige aus der Optik der Notenbank besonders relevante Neuerungen:

<sup>20</sup> Art. 727 ff., 768 ff., 819 und 906 ff OR *versus* Art. 350, 536, 544 und 932 a § 10 altPGR.

<sup>21</sup> Vgl. Meier (1970), S. 97 ff.

<sup>22</sup> z. B. Mindestreserven auf Bankeinlagen (Art. 16c Abs. 2, 3 NBG); Verzinsungsverbot und Kommissionsbelastung (Art. 16i Ziff. 1 NBG)

<sup>23</sup> Art. 534ff. altPGR. Offenbar unterblieb auch eine behördliche Kontrolle darüber, ob das Kapital wirklich einbezahlt wurde: Steiner (1956), S. 8 f.

<sup>24</sup> Vgl. Schneider (1969), S. 87 und 97

<sup>25</sup> Art. 106, 553 Abs. 2 und 3 altPGR

<sup>26</sup> LGBl 1980 Nr. 39 und 40

<sup>27</sup> LGBl 1980 Nr. 41

<sup>28</sup> LGBl 1979 Nr. 44

- Nach der Reform besteht für juristische Personen – mit gewissen, nicht sehr bedeutenden Ausnahmen – die Pflicht zur Eintragung in das Öffentlichkeitsregister, wobei das Recht der Persönlichkeit grundsätzlich erst mit der Eintragung erlangt wird. Das gleiche gilt für Treuunternehmen. Für Treuhandverhältnisse, die auf die Dauer von mehr als zwölf Monaten begründet werden, gilt neu die Pflicht zum Registereintrag, wenn der Treuhänder, oder bei Mittreuhändern wenigstens einer von ihnen, seinen Wohn- bzw. Geschäftssitz in Liechtenstein hat.
- Das neue Recht verlangt zwingend eine Kontrollstelle für juristische Personen, die ein nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe betreiben oder deren statutarischer Zweck den Betrieb eines solchen Gewerbes zulässt. Für Aktiengesellschaften ist eine Kontrollstelle in jedem Fall obligatorisch. Die Kontrollstelle haftet für den Schaden, den sie durch Nichterfüllung ihrer Pflichten verursacht. Überdies haben die juristischen Personen, die ein kaufmännisches Gewerbe betreiben, die von der Kontrollstelle geprüfte Jahresrechnung der liechtensteinischen Steuerverwaltung jährlich vorzulegen.
- Der Bilanzvorlagepflicht steht die besondere «Deklarationspflicht» gegenüber, der alle im Öffentlichkeitsregister eingetragenen juristischen Personen unterliegen, die kein nach kaufmännischer Art geführtes Unternehmen betreiben. Damit ist ein Mindestmass an Transparenz im Bereich der liechtensteinischen Domizilgesellschaften geschaffen. Für die gesetzmässige Ausscheidung der beiden Kategorien juristischer Personen erscheint mir wesentlich, dass die Grenze zwischen den nach kaufmännischer Art geführten und den nicht-kaufmännischen Unternehmen nunmehr in Anlehnung an die Bestimmungen der schweizerischen Handelsregisterverordnung gezogen ist.<sup>29</sup>
- Im Stiftungsrecht wird die unmittelbare Unternehmensträgerstiftung mit wirtschaftlichem Zweck ausgeschlossen. Eine Stiftung darf ein nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe nur noch betreiben, wenn es der Erreichung ihres nichtwirtschaftlichen Zweckes dient oder

wenn das Halten von Beteiligungen einen kaufmännischen Betrieb erfordert. Im Trustrecht ist die Errichtung von Treuunternehmen nach ausländischem Recht nicht mehr möglich. Gewisse Lücken im Vereinsrecht sind ebenfalls geschlossen worden.

Bei der Durchsicht des neuen Rechts mag freilich auffallen, dass sich an der beschränkten Publizität des Öffentlichkeitsregisters nichts geändert hat. Insbesondere bleibt der archaisch anmutende Artikel 955 PGR bestehen, der bei Sitzgesellschaften anstelle der Publikation einer Eintragung deren «Anschlag an der Gerichtstafel» zulässt. Offensichtlich soll die Zahl der liechtensteinischen Sitzgesellschaften ein Staatsgeheimnis bleiben. Die Nationalbank ist jedoch beim Vollzug allfälliger Währungsmassnahmen darauf angewiesen, Mindestinformationen über einzelne Gesellschaften jederzeit und im Überblick verfügbar zu haben. Sie hat sich deshalb in einem den Währungsvertrag begleitenden Briefwechsel das Recht zusichern lassen, jederzeit das liechtensteinische Öffentlichkeitsregister einzusehen und Abschriften daraus zu entnehmen.<sup>30</sup>

Noch ein Wort zu den Anforderungen an den Verwaltungsrat: Nach der Reform von 1980 muss mindestens ein zur Geschäftsführung und Vertretung befugtes Mitglied der Verwaltung in Liechtenstein wohnhaft sein und zusätzlich die Zulassung als Rechtsanwalt, Rechtsagent, Treuhänder oder Buchprüfer nachweisen oder eine von der Regierung anerkannte kaufmännische Befähigung haben. Der Domizil-Verwaltungsrat ist dafür verantwortlich, dass zur allfälligen Überprüfung einer Bilanz die Geschäftsbücher im Fürstentum verfügbar sind. Unterliegt eine Gesellschaft der Deklarationspflicht, so hat er die entsprechende Erklärung mitzuunterzeichnen und kann, wenn diese unrichtig ist, mit einer Geldstrafe belegt werden. Trotz alledem scheint es bedauerlich, dass die Gelegenheit nicht genutzt wurde, um auch die zivilrechtliche Verantwortlichkeit der Domizil-Verwaltungsräte zu erhöhen. Weil das liechtensteinische Zivilrecht es nach wie vor zulässt, unterschiedliche Zeich-

<sup>29</sup> Art. 52 Abs. 3 HRV

<sup>30</sup> AS 1981 II 1724

nungsbefugnisse für den Domizil-Verwaltungsrat (Kollektivunterschrift) und den ausländischen Gesellschaftsinhaber (Einzelunterschrift) zu vereinbaren, und da die Gründerrechte einer Anstalt weiterhin blanko abgetreten werden können, wird sich erst erweisen müssen, ob die disziplinarische Aufsicht über die Angehörigen bewilligungspflichtiger Berufe, zusammen mit dem im liechtensteinischen Strafgesetz neu eingeführten Tatbestand der Untreue, genügen.

In zusammenfassender Würdigung bleibt festzuhalten, dass kein Rechtssystem gegen Missachtung und Missbrauch gefeit ist. Es sei hier lediglich an die vielfältigen Möglichkeiten erinnert, die eine schweizerische Einmann-AG mit Inhaberaktien dem wirtschaftlich Berechtigten eröffnet. Billigerweise konnte vom Fürstentum beim Abschluss des Währungsvertrags nicht mehr erwartet werden, als im Gesellschaftsrecht des eigenen Landes verwirklicht ist. Liechtenstein hat beachtenswerte Anstrengungen unternommen, sein Gesellschaftsrecht gegen die Gefahr von Missbräuchen, nicht zuletzt gegen die von der internationalen Wirtschaftskriminalität ausgehenden Bedrohungen, abzuschirmen.

## VI. Ausblick

In den etwas mehr als zwei Jahren, in denen der Währungsvertrag mit Liechtenstein nunmehr in Kraft ist, hat sich die Zusammenarbeit der drei liechtensteinischen Banken mit dem Noteninstitut harmonisch eingespielt. Die liechtensteinischen Banken liefern der Nationalbank in gleicher Weise wie die Banken in der Schweiz die Angaben für die Führung der Geld-, Kredit- und Währungspolitik sowie für die Bankenstatistik.<sup>31</sup> Ferner wurden auf den 25. November 1981 die Ausführungsbestimmungen der Nationalbank zum bewilligungspflichtigen Kapitalexport in dem Sinne angepasst, dass die liechtensteinischen Banken nunmehr ebenfalls Schweizerfrankenkredite an ausländische Schuldner gewähren, öffentliche Auslandsanleihen auflegen und Notesplazierungen durchführen können, sei es allein oder syndiziert mit schweizerischen Instituten.<sup>32</sup>

Im übrigen kommt die Nationalbank in ihrer derzeitigen Geld- und Währungspolitik weitgehend

ohne Verwaltungsvorschriften aus. Kein Wunder also, dass weder die im Währungsvertrag zur Behandlung von Auslegungsfragen vorgesehene «Gemischte Kommission» (Art. 13) noch gar das Schiedsgericht (Art. 14) zusammentreten musste. Die Stunde der Bewährung würde für den Staatsvertrag und das neue liechtensteinische Gesellschaftsrecht erst schlagen, wenn die Schweiz – wofür heute keinerlei Anzeichen zu erblicken sind – dereinst wieder Massnahmen zur Abwehr ausländischer Gelder ergreifen müsste. Dann nämlich wäre unter feldmässigen Bedingungen feststellbar, ob sich die Kluft zwischen den Zielen eines solchen Abwehrrdispositivs und den Intentionen des PGR-Gesetzgebers von 1926, «für die Niederlassung ausländischer Gesellschaften günstige Bedingungen zu gewähren, um dadurch fremdes Kapital anzuziehen»,<sup>33</sup> durch die Reform von 1980 namhaft verkleinert hat.

## Literatur

- Festschrift der Schweizerischen Nationalbank (1982), «75 Jahre Schweizerische Nationalbank», Zürich.
- Meier, O. (1970), *Die liechtensteinische Privatrechtliche Anstalt*, Dissertation Zürich.
- Schmid-Lenz, W. (1978), Die Vereinbarung über die Sorgfaltspflicht der Banken, *Schweizerische Juristenzeitung*, Bd. 74.
- Schneider, M. (1969), *Anstalt und Treuunternehmen des liechtensteinischen Rechts als Unternehmenformen für Sitz- und Holdinggesellschaften*, Dissertation Göttingen.
- Schürmann, L. (1980), *Nationalbankgesetz und Ausführungs-erlasse*, Kommentar und Textausgabe, Bern.
- (1983), *Wirtschaftsverwaltungsrecht*, 2. Aufl., Bern.
- Steiner, E. (1956), Die Anstalt und das Treuunternehmen des liechtensteinischen Rechts, *Schweizerische Juristenzeitung*, Bd. 52.

<sup>31</sup> Art. 7 BaG; Art. 1 und 3 VO über die Mindestreserven der Banken vom 11. Juli 1979 (SR 951.131)

<sup>32</sup> Art. 8 BaG; Ziff. B 1.1 Merkblatt SNB über die geltenden Kapitalexportbestimmungen

<sup>33</sup> Meier (1970), S. 50

**Abkürzungen**

AS	Sammlung der eidgenössischen Gesetze, Jahrgang 1948 ff.	LGBI	Liechtensteinisches Landesgesetzblatt
BaG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934/11. März 1971 (Bankengesetz)	NBG	Nationalbankgesetz vom 23. Dezember 1953/15. Dezember 1978
BBl	Bundesblatt	OR	Bundesgesetz über das Obligationenrecht vom 30. März 1911/18. Dezember 1936 (Obligationenrecht)
BGE	Entscheidungen des schweizerischen Bundesgerichts, Amtliche Sammlung	PGR	Personen- und Gesellschaftsrecht des Fürstentums Liechtenstein, Gesetze vom 20. Januar 1926 und vom 15. April 1980
BS	Bereinigte Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen 1848–1947	altPGR	Personen- und Gesellschaftsrecht des Fürstentums Liechtenstein, Gesetz vom 20. Januar 1926
E	Erwägung	SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts
HRV	Verordnung über das Handelsregister vom 7. Juni 1937	VO	Verordnung

## Geld- und währungspolitische Chronik

---

### **Weiterführung regelmässiger Offenkäufe am Obligationenmarkt**

In der Vergangenheit hatte die Nationalbank die im Rahmen des Geldmengenziels geplante Geldschöpfung fast ausschliesslich durch den Erwerb ausländischer Aktiven und durch Swaps vorgenommen. Im März 1982 begann sie versuchsweise mit regelmässigen Käufen am Obligationenmarkt, um abzuklären, ob auf diesem Weg eine etwas stärkere Diversifikation ihrer Aktiven möglich wäre, ohne den Zinstrend und die Zinsstruktur signifikant zu beeinflussen. Die Erfahrungen mit Käufen im Gesamtbetrag von brutto rund 1080 Mio. Franken innerhalb von zwei Jahren haben gezeigt, dass dies der Fall ist.

Das Direktorium hat deshalb beschlossen, die Käufe inländischer Obligationen weiterzuführen. Vorderhand beabsichtigt die Nationalbank nicht, Käufe und Verkäufe am Obligationenmarkt zur kurzfristigen Steuerung der Liquidität einzusetzen. Sie schliesst jedoch die Möglichkeit nicht aus, dass zu einem späteren Zeitpunkt Operationen am Obligationenmarkt vermehrt als geldpolitisches Instrument herangezogen werden.

Um eine signifikante Beeinflussung des Zinstrends und der Zinsstruktur zu vermeiden, werden die Käufe der Nationalbank weiterhin dosiert und mit einer gewissen Flexibilität getätigt. Sie erstrecken sich wie bisher auf alle Kategorien von Wertschriften, welche das Noteninstitut gemäss Art. 14 Ziff. 2 des Nationalbankgesetzes erwerben kann (Bund, Kantone, Gemeinden, Kantonalbanken, Pfandbriefzentralen und leicht realisierbare Titel anderer Banken).

### **Kredite an den Internationalen Währungsfonds**

Ende April trat die im Dezember 1983 dem Internationalen Währungsfonds (IWF) in Aussicht gestellte Kreditzusage in der Höhe von 6 Mrd. Sonderziehungsrechte (SZR) in Kraft. 3 Mrd. SZR werden von der Bank für Internationalen

Zahlungsausgleich (BIZ) zusammen mit den Notenbanken von 19 Industrieländern und weitere 3 Mrd. von Saudi-Arabien bereitgestellt. Die Schweizerische Nationalbank ist im Rahmen der BIZ mit einer Substitutionszusage von 180 Mio. SZR bzw. rund 415 Mio. Schweizerfranken beteiligt.

Die Kreditzusage der BIZ kann bis Ende April 1985 beansprucht werden. Die Laufzeit der Kredite beträgt normalerweise drei Monate, wobei Verlängerungen bis zu einer Gesamtlaufzeit von 2½ Jahren möglich sind. Die Verzinsung erfolgt zu Euromarktbedingungen.

### **Beitritt zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF**

Nachdem die eidgenössischen Räte am 14. Dezember 1983 den Bundesbeschluss über den Beitritt der Schweiz zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) des Internationalen Währungsfonds verabschiedet hatten (vgl. Quartalshefte 4/1983 und 1/1984), waren vom Bundesrat – in Absprache mit der Schweizerischen Nationalbank – noch verschiedene Einzelheiten zu regeln. Im wesentlichen handelte es sich um den Vollzug des Beitritts, die schweizerische Vertretung in der Elfergruppe, das Konsultationsverfahren zwischen Bund und Nationalbank sowie die Berichterstattung an das Parlament. Der entsprechende Bundesratsbeschluss erging am 4. April 1984.

Der Beitritt erfolgte dadurch, dass die Nationalbank in ihrer Eigenschaft als teilnehmende Institution am 10. April 1984 beim Währungsfonds die sogenannte Beitrittsurkunde hinterlegte. Diese enthält die Erklärung, dass die Nationalbank in Übereinstimmung mit den Gesetzen ihres Landes beitritt und alle erforderlichen Schritte unternommen hat, um die Bedingungen des AKV-Beschlusses erfüllen zu können. Gleichzeitig wurde dem geschäftsführenden Direktor des Währungsfonds ein Schreiben des Bundesrates übermittelt, das den von den eidgenössischen

Räten beschlossenen Hinweis auf die in der schweizerischen Gesetzgebung verankerten Grundsätze der internationalen Entwicklungszusammenarbeit enthält. Schliesslich bestätigte die Nationalbank in einem Brief an den Vorsitzenden der Zehnergruppe, dass sie die ergänzenden Abmachungen akzeptiert, welche bei Schaffung der AKV aufgrund eines Vorschlags Frankreichs im sog. «Baumgartner-Brief» festgelegt worden waren. In der Sitzung der Minister und Gouverneure der Zehnergruppe, die am 12. April 1984 in Washington stattfand, ist die Schweiz offiziell als elftes Mitglied aufgenommen worden.

Die Vertretung der Schweiz in der Elfergruppe orientiert sich am Muster der übrigen Mitgliedländer; diese folgen ausnahmslos dem Prinzip der Doppelvertretung. Im Bundesratsbeschluss vom 4. April 1984 ist als Regel festgehalten, dass die Schweiz bei Sitzungen auf Ministerebene vom Vorsteher des Eidgenössischen Finanzdepartements oder dem von ihm bezeichneten Vertreter aus seinem Departement sowie vom Präsidenten des Direktoriums der Nationalbank oder dem vom Direktorium bezeichneten Vertreter repräsentiert wird. Bei Sitzungen auf Stellvertreterebene werden der vom Vorsteher des Eidgenössischen Finanzdepartements sowie der vom Direktorium der Nationalbank bezeichnete Vertreter anwesend sein.

Die für die Teilnahme der Schweiz an den AKV erforderliche Zusammenarbeit zwischen der Nationalbank, dem Finanzdepartement und den mitinteressierten Departementen soll für alle Beteiligten klar und bindend geordnet sein. Diesem

Zweck dient das Konsultationsverfahren zwischen Bund und Nationalbank, das drei verschiedene Phasen aufweist: Die Nationalbank orientiert das Finanzdepartement über die jeweiligen Traktanden, die in den Sitzungen der Elfergruppe behandelt werden, und liefert die dazu nötigen Unterlagen. Das Finanzdepartement seinerseits orientiert die mitinteressierten Departemente sowie allenfalls den Bundesrat; es koordiniert die Haltung des Bundes und bringt diese der Nationalbank zur Kenntnis. Lassen sich die Meinungen des Bundes und der Nationalbank bei Traktanden von grundsätzlicher Bedeutung (Aktivierung der AKV, Vorschläge auf Abänderung der AKV, Auslegungsfragen usw.) nicht vereinbaren, so ist vorgesehen, dass eine Delegation des Bundesrates und das Direktorium der Nationalbank das Einvernehmen herstellen.

Gemäss Bundesbeschluss vom 14. Dezember 1983 hat der Bundesrat die eidgenössischen Räte über die Beteiligung der Schweiz an den AKV zu unterrichten. Der Bundesrat nimmt in Aussicht, dem Parlament über die Aktivierung der AKV, d.h. die Abrufung von Kreditbeträgen durch den IWF, jeweils speziell Bericht zu erstatten. Da die AKV nur unter der Voraussetzung aktiviert werden können, dass das internationale Währungssystem bedroht ist und die normalen Mittel des IWF aus den Quoten nicht ausreichen, sollen bei dieser Gelegenheit die Ratsmitglieder auch bezüglich der internationalen Währungslage informiert werden. Über die sonstigen Tätigkeiten der Elfergruppe wird der Bundesrat das Parlament im Rahmen seines Geschäftsberichtes informieren.

## Chronique monétaire

---

### **Poursuite des achats réguliers sur le marché des obligations**

Dans le passé, la Banque nationale assurait la création de monnaie prévue dans le cadre de son objectif monétaire presque uniquement en achetant des actifs étrangers et en passant des swaps. A partir du mois de mars 1982, elle a acquis régulièrement, à titre d'essai, des obligations sur le marché suisse afin de déterminer s'il est ainsi possible de diversifier davantage ses actifs sans influencer visiblement sur la tendance et la structure des taux d'intérêt. Les achats réalisés au cours de deux années – leur montant brut a atteint environ 1080 millions de francs – ont montré que cette solution est réalisable.

Aussi la Direction générale a-t-elle décidé de poursuivre les achats d'obligations suisses. Pour le moment, la Banque nationale n'envisage pas de recourir, pour la gestion à court terme des liquidités, à des achats et à des ventes d'obligations. Elle n'exclut toutefois pas la possibilité d'utiliser davantage, dans une phase ultérieure, les opérations sur le marché des obligations en tant qu'instrument de la politique monétaire.

Pour éviter d'exercer une influence notable sur la tendance et la structure des taux d'intérêt, les achats de l'institut d'émission feront l'objet, comme précédemment, d'une répartition équilibrée et seront effectués avec souplesse. Ils porteront sur toutes les catégories de titres que la Banque nationale est autorisée à acquérir en vertu de l'article 14, chiffre 2, de la loi qui la régit (Confédération, cantons, communes, banques cantonales, centrales de lettres de gage et titres facilement réalisables d'autres banques).

### **Crédits au Fonds monétaire international**

Une promesse de crédit d'un montant de 6 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS), dont il avait déjà été question en décembre 1983, a été accordée au Fonds monétaire international (FMI) à la fin du mois d'avril. 3 milliards de DTS sont

mis à disposition par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), avec la collaboration des banques centrales de 19 pays industrialisés, et le solde, par l'Arabie saoudite. La Banque nationale participe à cette opération, dans le cadre de la BRI, avec une promesse de substitution de 180 millions de DTS, soit 415 millions de francs environ.

La promesse de crédit de la BRI peut être utilisée jusqu'à la fin du mois d'avril 1985. Les crédits ont une durée de trois mois en principe, mais ils peuvent être prolongés pour s'étendre finalement sur deux ans et demi. Quant à leur rémunération, elle est fondée sur les conditions appliquées sur l'euro-marché.

### **Adhésion de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt du FMI**

Après l'adoption par les Chambres fédérales, au mois de décembre 1983, de l'arrêté fédéral concernant l'adhésion de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du Fonds monétaire international (voir bulletins trimestriels no 4/1983 et 1/1984), le Conseil fédéral devait encore, après entente avec la Banque nationale suisse, fixer la marche à suivre pour l'adhésion et régler des questions afférentes à la représentation suisse au Groupe des Onze, à la procédure de consultation entre la Confédération et la Banque nationale et aux rapports à fournir au Parlement. Ces points ont été fixés dans un arrêté du Conseil fédéral du 4 avril 1984.

L'adhésion a été réalisée par le fait que la Banque nationale, en sa qualité d'institution participante, a déposé au Fonds monétaire, le 10 avril 1984, l'instrument nécessaire. Dans ce document, elle déclare adhérer en conformité avec la législation suisse et avoir pris toutes les mesures nécessaires pour être à même de satisfaire aux conditions prévues dans les AGE. Simultanément, le Conseil fédéral a fait transmettre au Directeur général du FMI une lettre dans laquelle il précise, comme les Chambres l'ont demandé,

les principes dont s'inspire la législation suisse en matière de coopération internationale au développement. Enfin, dans une lettre adressée au président du Groupe des Dix, la Banque nationale a déclaré accepter les arrangements complémentaires qui, lors de la mise sur pied des AGE, avaient été arrêtés sur proposition de la France et consignés dans la «lettre Baumgartner». Lors de la séance que les ministres et gouverneurs du Groupe des Dix ont tenue à Washington le 12 avril 1984, la Suisse a été accueillie officiellement comme onzième membre.

La délégation suisse qui participe aux séances du Groupe des Onze s'inspire des règles appliquées par les autres membres; ceux-ci suivent sans exception le principe de la double représentation. L'arrêté du Conseil fédéral du 4 avril 1984 précise que la Suisse sera représentée aux réunions qui se tiennent au niveau ministériel par le chef du Département fédéral des finances, ou par un représentant de ce département qu'il aura désigné, ainsi que par le président de la Direction générale de la Banque nationale, ou par un représentant désigné par la Direction générale; pour les séances qui se tiennent au niveau des suppléants, le chef du Département fédéral des finances désignera son représentant, et la Direction générale de la Banque nationale, le sien.

La coopération qu'exige la participation aux AGE entre la Banque nationale, le Département des finances et les autres départements concernés doit être réglée de façon claire et contraignante

pour tous les intéressés. A cette fin, une procédure de consultation comprenant trois phases a été mise sur pied. La Banque nationale informe le Département des finances de l'ordre du jour des séances du Groupe des Onze et fournit tous les documents nécessaires. De son côté, le Département des finances informe les départements qui sont également intéressés et, au besoin, le Conseil fédéral; il coordonne la position de la Confédération et la transmet à la Banque nationale. Si les opinions de la Confédération et de la Banque nationale divergent sur des points d'importance fondamentale (recours aux AGE, propositions de modification des AGE, questions d'interprétation, etc.), il est prévu qu'une délégation du Conseil fédéral et la Direction générale de la Banque nationale se rencontrent en vue de parvenir à une entente.

Conformément à l'arrêté fédéral du 14 décembre 1983, le Conseil fédéral doit fournir aux Chambres des informations sur la participation de la Suisse aux AGE. Le Conseil fédéral envisage d'adresser un rapport spécial au Parlement lors de chaque recours aux AGE (appel de fonds par le FMI). Comme il faut, pour un recours aux AGE, que le système monétaire international soit menacé et que les ressources normales du FMI ne suffisent pas, les Chambres devront alors être informées également de la situation monétaire internationale. Le Conseil fédéral renseignera le Parlement, dans le cadre de ses rapports de gestion, sur les autres activités du Groupe des Onze.

