

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März/mars 1984**

2. Jahrgang/2eme année

Inhalt / Table des matières	1
Übersicht / Sommaire	2
Sommario / Abstracts	4
Wirtschafts- und Währungslage	6
Situation économique et monétaire	24
Hans-Jürg Büttler und Kurt Schiltknecht: Monetäre und reale Bestimmungsgründe der schweizerischen Wohnbautätigkeit	43
Revision und Ausbau der Bankenstatistik	52
Révision et extension de la statistique bancaire	54
Geld- und währungspolitische Chronik	56
Chronique monétaire	57

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S.6–23)

Die wirtschaftliche Erholung hat sich im OECD-Raum auf breiterer Basis fortgesetzt. Waren die konjunkturellen Auftriebskräfte in der ersten Jahreshälfte 1983 vor allem vom privaten Konsum ausgegangen, so belebten sich gegen Jahresende auch der Export und die Nachfrage nach Investitionsgütern. Das reale Bruttosozialprodukt lag im vierten Quartal in allen grossen Industrieländern mit Ausnahme Frankreichs und Italiens über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Infolge des höheren Wirtschaftswachstums verbesserte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt: Während die Zahl der Arbeitslosen in den Vereinigten Staaten im Gleichschritt mit der steigenden Beschäftigung abnahm, stabilisierte sie sich in Europa. Die durchschnittliche Teuerung blieb bei etwas über 5%.

Auch in der Schweiz hat die konjunkturelle Erholung an Stärke gewonnen. Sowohl der private Konsum als auch die Investitionen und die Auslandnachfrage nahmen im vierten Quartal zu. Die Beschäftigung stieg erstmals nach zwei Jahren saisonbereinigt wieder an. Die Jahreststeuerung betrug gleich wie im Vorquartal 1,8%.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im letzten Vierteljahr 1983 um 2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Im Jahresdurchschnitt nahm sie um 3,6% zu, womit das Geldmengenziel von 3% leicht überschritten wurde. Die Geldmarktsätze zogen in der ersten Dezemberhälfte infolge des bevorstehenden Jahresultimos an, bildeten sich aber noch vor Jahresende wieder zurück. Trotz der Tieferbewertung des Schweizerfrankens gegenüber dem Dollar und dem Yen lag der nominale und reale exportgewichtete Wechselkurs im vierten Quartal über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Zur schweizerischen Wohnbautätigkeit (S. 43–51)

Gegenstand des Aufsatzes von H.-J. Büttler und K. Schiltknecht ist die theoretische und empiri-

sche Untersuchung der monetären und realen Bestimmungsgründe der Wohnbautätigkeit in der Schweiz. Nach der einleitenden Darstellung des schweizerischen Wohnungsmarktes und der Erläuterung der für den Wohnungsbau relevanten monetären Rahmenbedingungen wird die Wohnbaunachfrage aufgrund des Anlageverhaltens der privaten und institutionellen Anleger abgeleitet. Die empirische Untersuchung zeigt, dass die Schwankungen der Wohnbauinvestitionen im wesentlichen durch die Veränderungen der Zinssätze, der Inflationserwartungen im Bausektor und der Leerwohnungsquote bestimmt werden. Daraus folgt, dass eine angemessene und kontinuierliche Ausweitung der Geldmenge über die Stabilisierung der Zinssätze und der Inflationserwartungen einen wesentlichen Beitrag zur Verstetigung der Wohnbauinvestitionen zu leisten vermag. Dagegen lässt sich der Leerwohnungsbestand nicht direkt durch die Geldpolitik, sondern eher durch Massnahmen auf dem Gebiete der Raumplanung beeinflussen.

Revision und Ausbau der Bankenstatistik (S. 52–53)

Veränderte Informationsbedürfnisse und die technische Entwicklung auf dem Gebiet der Informationsverarbeitung haben die Nationalbank zu einer Revision der Bankenstatistik veranlasst. Das neue Konzept unterscheidet sich vom früheren durch eine detailliertere Fragestellung und einen grösseren Kreis der meldepflichtigen Banken. Es umfasst folgende fünf Bereiche: 1. Bilanzstatistik – ausführliche Monatsbilanzen aller Banken mit Bilanzsumme und Treuhandgeschäften von 20 Mio. Franken und darüber –, 2. Kreditstatistik – monatliche Statistik über den Stand der bewilligten und beanspruchten Kredite –, 3. Monatliche Devisenstatistik, 4. Vierteljährliche Eurodevisenstatistik, 5. Halbjährlicher Auslandsstatus der Banken auf Konzernebene. Mit Ausnahme der bereits auf Ende 1983 eingeführten Eurodevisenstatistik, werden die Daten erstmals auf Ende Dezember 1984 erhoben.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 24–42)

Dans la zone de l'OCDE, la reprise économique s'est poursuivie en renforçant ses assises. Si la consommation privée était le principal moteur de la conjoncture au premier semestre de 1983, les exportations et l'investissement ont joué aussi un rôle stimulant vers la fin de l'année. Dans tous les grands pays industrialisés, à l'exception de la France et de l'Italie, le produit national brut réel dépassait au quatrième trimestre le niveau de la période correspondante de 1982. Le renforcement de la croissance a entraîné une amélioration sur le marché du travail. Le nombre de chômeurs a diminué aux Etats-Unis, avec l'augmentation de l'emploi, alors qu'il se stabilisait en Europe. En moyenne, le renchérissement est resté légèrement supérieur à 5%.

En Suisse également, l'amélioration de la conjoncture s'est renforcée. La consommation privée mais aussi l'investissement et la demande étrangère ont augmenté au quatrième trimestre. Après correction des variations saisonnières, l'emploi a progressé pour la première fois depuis deux ans. Le taux annuel de renchérissement s'est établi à 1,8%, comme au trimestre précédent.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale ajustée dépassait de 2% son niveau de la période correspondante de 1982. En moyenne annuelle, elle a augmenté de 3,6%, un taux légèrement supérieur à l'objectif de 3%. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt se sont inscrits en hausse au cours de la première moitié du mois de décembre, en raison de l'approche de l'échéance annuelle; toutefois, un recul a eu lieu encore avant la fin du mois de décembre. Bien que le franc ait fléchi face au dollar et au yen, le cours pondéré en fonction des exportations s'est élevé, en termes nominaux et réels, entre le quatrième trimestre de 1982 et la même période de 1983.

La construction de logements en Suisse (p. 43–51)

H.-J. Büttler et K. Schiltknecht examinent dans cet article les principaux facteurs qui influent en

Suisse sur l'activité dans la construction de logements. Après une description du marché suisse du logement, ils abordent les facteurs importants, sur le plan monétaire, et dérivent la demande de construction de logements à l'aide d'hypothèses sur le comportement des ménages et des investisseurs institutionnels en matière de composition du portefeuille. Dans son côté empirique, l'étude montre que les fluctuations des investissements en logements découlent pour l'essentiel des variations des taux d'intérêt, des anticipations inflationnistes et du taux de logements vacants. Elle débouche sur la conclusion qu'une expansion modérée et continue de la masse monétaire peut, en favorisant des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes stables, contribuer fortement à rendre constants ces investissements. Par contre, la politique monétaire n'exerce pas d'effets directs sur le nombre de logements vacants. De tels effets peuvent être obtenus par des mesures afférentes à l'aménagement du territoire.

Révision et extension de la statistique bancaire (p. 54–55)

L'évolution des besoins en matière d'informations et les progrès réalisés dans le domaine de l'informatique ont amené la Banque nationale à réviser la statistique bancaire. La nouvelle statistique se distingue de l'ancienne par des ventilations plus détaillées et par le nombre plus élevé des banques appelées à fournir des données. Elle comprend (1) la statistique des bilans – bilans mensuels détaillés de toutes les banques et sociétés financières dont le bilan atteint 20 millions de francs ou davantage –, (2) la statistique des crédits – statistique mensuelle sur l'état des limites de crédit et des crédits versés –, (3) la statistique mensuelle des devises, (4) la statistique trimestrielle des euro-monnaies et (5) la statistique semestrielle des positions du groupe envers l'étranger. La nouvelle statistique des euro-monnaies a été introduite à fin décembre 1983 et les autres le seront à la fin de cette année.

Sommario

Situazione economica e monetaria (pag. 6–42)

Nella zona dell'Ocse la ripresa dell'economia si è maggiormente estesa. Nella prima parte del 1983 era soprattutto il consumo privato a sostenere la congiuntura; verso la fine dell'anno si sono rianimati pure gli investimenti e le esportazioni. Nel quarto trimestre in quasi tutti i principali paesi industrializzati il prodotto sociale lordo eccedeva quello di un anno prima. L'espansione dell'attività ha condotto a un miglioramento sul mercato del lavoro. Mentre negli Stati Uniti la disoccupazione è diminuita, parallelamente alla ripresa dell'occupazione, in Europa il numero delle persone in cerca di lavoro si è stabilizzato. Il tasso medio di rincaro si è situato leggermente oltre il 5%.

In Svizzera il miglioramento del quadro congiunturale è divenuto evidente. Il consumo privato, gli investimenti e la domanda estera sono cresciuti durante il quarto trimestre. L'occupazione in termini stagionalizzati è aumentata per la prima volta negli ultimi due anni. L'inflazione su base annua si è stabilizzata al livello del trimestre precedente.

Nel quarto trimestre 1983 la base monetaria epurata superava del 2% il livello di un anno prima. L'aumento medio annuale è stato del 3,6% e ha ecceduto, sia pure di poco, l'obiettivo di crescita (3%). I tassi sul mercato monetario, stimolati dalla costituzione delle liquidità di fine periodo, sono saliti nella prima metà di dicembre, per poi ridiscendere già entro la fine dell'anno. Nonostante il deprezzamento del franco sul dollaro e lo yen nel quarto trimestre, il suo indice nominale e reale ponderato sulla base delle esportazioni si è situato sopra il livello dello stesso periodo dell'anno precedente.

L'edilizia abitativa in Svizzera (pag. 43–51)

Materia di questo studio di H.-J. Büttler e K. Schiltknecht è l'analisi teorica e empirica dei fattori monetari e reali che maggiormente influiscono sull'edilizia abitativa in Svizzera. Dopo

un'esposizione introduttiva del mercato svizzero dell'alloggio e l'illustrazione delle condizioni monetarie fondamentali per l'edilizia abitativa, la domanda di alloggi viene derivata sulla base delle scelte di portafoglio degli investitori privati e istituzionali. La parte empirica dello studio indica che le fluttuazioni degli investimenti in alloggi sono essenzialmente funzione delle variazioni dei tassi d'interesse, delle anticipazioni inflazionistiche e della quota di appartamenti sfitti.

Lo studio giunge alla conclusione che un'espansione moderata e regolare della massa monetaria, tendente alla stabilizzazione dei tassi d'interesse e delle anticipazioni inflazionistiche, possa contribuire in larga misura e rendere costanti gli investimenti in alloggi. La politica monetaria non produce invece effetti diretti sulla quantità di appartamenti sfitti, tale risultato sarà piuttosto ottenuto attraverso misure nell'ambito della sistemazione del territorio.

Revisione e ampliamento della statistica bancaria (pag. 52–55)

Nuove esigenze d'informazione e il progresso nelle tecniche di elaborazione dei dati hanno indotto la Banca nazionale a rivedere la propria statistica bancaria. La nuova concezione ha esteso il numero delle banche censite e quello delle informazioni richieste. Essa comprende (1) la statistica dei bilanci – bilanci mensili particolareggiati di tutte le banche e società finanziarie la cui somma di bilancio sia di almeno 20 mio. di franchi –, (2) la statistica dei crediti – statistica mensile sulla situazione delle promesse di credito e dei crediti in essere –, (3) la statistica mensile delle divise, (4) la statistica trimestrale delle euromonete e (5) la statistica semestrale delle posizioni verso l'estero. La nuova statistica sulle euromonete è stata introdotta a fine dicembre 1983, le altre lo saranno alla fine del 1984.

Abstracts

Economic and Monetary Developments (pp. 6–42)

The economies of the OECD countries continued to recover on a broad front. While the economic upswing was carried primarily by consumer spending in the first half of 1983, towards the end of the year exports and the demand for capital goods also picked up. In the fourth quarter the real gross national product was up from the year back in all of the major industrialized countries except France and Italy. Employment improved along with the quickened rate of economic growth: the number of jobless stabilized in Europe, and declined in the United States as employment rose. The average rate of inflation remained somewhat over 5%.

The economic recovery gained strength in Switzerland as well. Consumer spending, capital outlays and the demand for exports all rose in the fourth quarter. The seasonally adjusted number of employed was up for the first time in two years. The annual rate of inflation remained at 1,8%, the same figure as in the preceding quarter.

In the last quarter of 1983 the adjusted monetary base was 2% greater than the year back. Its average rate of growth for the year was 3,6%, slightly over the 3% target. Interest rates in the money market rose in the first half of December in anticipation of the year-end window dressing, but then declined slightly before the year was out. Although the Swiss franc was lower against the U.S. dollar and Japanese yen, its nominal and real export-weighted exchange rates in the fourth quarter were up from the year back.

Residential Construction Activity in Switzerland (pp. 43–51)

This article by H.-J. Büttler and K. Schiltknecht presents a theoretical and empirical study of the monetary and real factors determining residential construction activity in Switzerland. It begins by describing the apartment market and the monetary factors relevant to residential building activity,

and then goes on to derive the demand for such construction as based on the investment behavior of private and institutional investors. The empirical study shows that fluctuations in spending on residential construction are primarily related to changes in interest rates, inflationary expectations in the construction sector, and the vacancy rate for apartments. From this it follows that an appropriate and continuous expansion of the money supply can contribute substantially to maintaining residential construction outlays at a steady level by stabilizing interest rates and inflationary expectations. The number of vacant apartments, on the other hand, is not directly affected by monetary policies but rather by town and country planning measures.

Bank Statistics Revised and Expanded (pp. 52–55)

Changes in information requirements and technical developments in the area of information processing have resulted in the Swiss National Bank revising its bank statistics. In comparison to earlier, more banks will now be required to file reports, and the information sought is more detailed. The following areas are covered: 1) balance sheet figures – detailed monthly balance sheets from all banks whose balance sheet totals and trustee operations together amount to Sfr. 20 million or more –, 2) monthly credit figures showing amounts approved and drawn down, 3) monthly foreign currency figures, 4) quarterly Eurocurrency figures, 5) per semester, a consolidated country exposure report. With the exception of the Eurocurrency figures, which have been required since the end of 1983, these data will be collected as from the end of December 1984.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage* für die Sitzung des Bankrats vom 9. März 1984

A. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

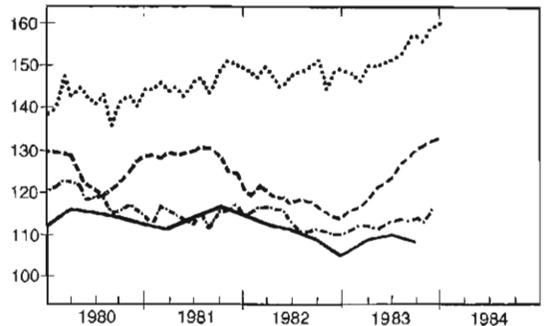
1. Die Weltwirtschafts- und Währungslage im Überblick

Die Konjunkturerholung setzte sich in den grossen Industrieländern im vierten Quartal 1983 fort. Das *reale Bruttosozialprodukt* lag in den Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland, dem Vereinigten Königreich und Japan deutlich über dem Vorjahresniveau, und die rezessiven Tendenzen schwächten sich in Frankreich und Italien ab. Die konjunkturellen Impulse waren von Land zu Land verschieden. Während sich in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik Deutschland die Nachfrage nach Investitionsgütern belebte, wurde das Wachstum im Vereinigten Königreich noch immer vorwiegend vom privaten Konsum getragen. In Frankreich, Italien und Japan ging die wirtschaftliche Erholung vor allem vom Exportsektor aus, doch mehrten sich die Zeichen einer Belebung der Binnennachfrage.

Die Industrieproduktion der grossen Industrieländer übertraf im Durchschnitt das entsprechende Vorjahresniveau um rund 10%. Am stärksten wurde sie erneut in den Vereinigten Staaten und Japan ausgeweitet, doch erholte sich die Produktion auch in den europäischen Ländern, insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland.

Der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung bildete sich im OECD-Raum von 8,9% im zweiten Quartal auf 8,2% im vierten Quartal zurück. Während sich die Beschäftigungslage in den Vereinigten Staaten und Japan weiter verbesserte, hellte sie sich in Europa nur teilweise auf. Der Beschäftigungsrückgang kam in der Bun-

Grafik 1: Industrieproduktion¹



¹ 1975 = 100, saisonbereinigt

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

Quelle: OECD, Main Economic Indicators

desrepublik Deutschland und im Vereinigten Königreich zum Stillstand, und die Zahl der Arbeitslosen bildete sich leicht zurück. Dagegen nahm die Arbeitslosigkeit in Frankreich und Italien weiter zu.

Die durchschnittliche Jahresinflationsrate lag in den OECD-Ländern im letzten Vierteljahr bei 5,3%, so dass sich im Jahresmittel ein Anstieg der Konsumentenpreise um rund 5,5% ergab (1982: 7,3%). Für das laufende Jahr rechnet die OECD mit einer Teuerung in der gleichen Grössenordnung.

Die Verlangsamung des *Geldmengenwachstums*, die sich in den grossen Industrieländern bereits im dritten Quartal 1983 abgezeichnet hatte, setzte sich fort. Die Mehrzahl der monetären Ziele wurde damit trotz der in der ersten Jahreshälfte beobachteten Überschreitungen erreicht. Die Zinssätze bildeten sich im Vereinigten Königreich und in Italien zurück, während sie in den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland tendenziell stiegen.

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November und Dezember 1983 sowie im Januar 1984 bekannt wurden.

Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen

	Oktober 1983 – Januar 1984 ¹		4. Quartal 1982 – 4. Quartal 1983 ²		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	-	+1,4	-	+ 2,9	+ 2,4
Yen	-0,1	+0,9	+ 3,3	+15,4	+12,5
D-Mark	-2,6	-0,8	- 7,1	- 0,4	- 2,5
fFr.	-2,6	-0,6	-15,5	- 7,9	- 3,0
Lit.	-2,5	-0,6	-13,3	- 5,9	+ 1,9
£	-2,0	-0,5	-10,9	- 6,5	- 6,2
sFr.	-2,0	0,0	- 1,1	+ 8,2	+ 3,3

¹ Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent (+ = Aufwertung; - = Abwertung)

² Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent (+ = Aufwertung; - = Abwertung)

Quelle: OECD

Die *Devisenmärkte* waren zwischen Oktober und Januar durch die Höherbewertung des Dollars geprägt. Während der Yen gegenüber dem Dollar eine bemerkenswerte Stabilität aufwies, schwächten sich die Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS) sowie das englische Pfund und der Schweizerfranken ab. Anfang Februar setzte eine Gegenbewegung ein. Mit Ausnahme des Yen, der sich gegenüber dem Dollar nicht veränderte, gewannen die wichtigen Währungen, insbesondere die D-Mark, gegenüber dem Dollar an Wert. Auch innerhalb des EWS wurde die D-Mark, die sich im dritten Quartal noch am unteren Rande des Schwankungsbereichs bewegt hatte, stärker und erreichte im Laufe des Februars den oberen Interventionspunkt. Dagegen schwächten sich der französische Franken und die italienische Lira, die sich bis zum Januar nahe am oberen Rande des Schwankungsbereichs bewegt hatten, ab.

2. Vereinigte Staaten

Der Wirtschaftsaufschwung führte im Jahre 1983 zu einem Anstieg des *realen Bruttosozialprodukts* von 3,3%. Nachdem das auf Jahresbasis umgerechnete Wachstum im zweiten Quartal 9,7% betragen hatte, verlangsamte es sich in den beiden folgenden Quartalen auf 7,6 bzw. 4,9%. Vor allem im Wohnungsbau verlor die rasche konjunkturelle Erholung infolge der Hypothekarzinserhöhungen an Dynamik. Der private Konsum nahm weiter zu, und die Belebung der Investitionstätigkeit, die sich im Vorquartal abzu-

zeichnen begann, setzte sich verstärkt fort. Erhöht wurden vorwiegend die Ausgaben für Ausrüstungsgüter, während die Anlageinvestitionen nur geringfügig stiegen. Die rege Nachfrage war erneut von einer starken Zunahme der Importe begleitet.

Das Wachstum der Industrieproduktion schwächte sich gegenüber der Vorperiode leicht ab, doch deutet der hohe Auftragseingang auf eine in den nächsten Monaten weiter steigende Produktion hin. Im Vorjahresvergleich lag sie um 15% höher, und die Auslastung der Kapazitäten erreichte rund 80%.

Der Aufschwung war von einer raschen Besserung der Arbeitsmarktlage begleitet. Zwischen Dezember 1982 und Dezember 1983 stieg die Beschäftigung um 4%, und die Arbeitslosenrate sank kontinuierlich von 10,7% auf 8% im Januar 1984.

Die durchschnittliche Teuerung schwächte sich im Jahre 1983 auf 3,3% gegenüber 6,1% im Vorjahr ab. Da die in Dollar notierten Rohstoffpreise sanken und die Lohnstückkosten nur geringfügig zunahm, blieb die Jahresteuern auch in den letzten drei Monaten von 1983 gering.

Die konjunkturelle Erholung und der hohe Dollarkurs führten im Jahre 1983 zu steigenden Importen, während die Exporte infolge der schwachen Nachfrage, insbesondere aus den mit Zahlungsbilanzproblemen belasteten lateinamerikani-

schen Staaten, abnahmen. Die Ausfuhren in den lateinamerikanischen Raum – 1981 rund 16% des gesamten Exportwertes – sanken innerhalb von zwei Jahren auf beinahe die Hälfte. Das amerikanische Handelsbilanzdefizit weitete sich von 36 Mrd. im Jahre 1982 auf rund 69 Mrd. Dollar aus, und der Fehlbetrag der Ertragsbilanz vervierfachte sich auf über 40 Mrd. Dollar.

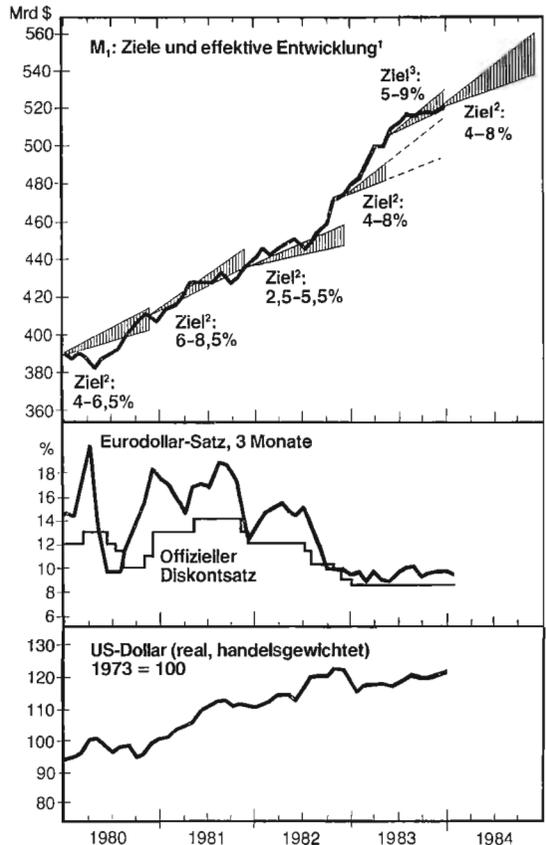
Neuen Schätzungen zufolge dürften sich die *Defizite* des Bundeshaushalts bis zum Fiskaljahr 1986/87 in der Größenordnung von 180 bis 200 Mrd. Dollar bewegen. Für das laufende Fiskaljahr wurde ein Defizit von 183 Mrd. Dollar budgetiert, was einem Anteil am Bruttosozialprodukt von rund 5% entspricht. Bereits zum gegenwärtigen Zeitpunkt wird jedoch mit einem höheren Fehlbetrag gerechnet.

Das Wachstum der Geldmenge M_1 schwächte sich weiter ab. In der Periode vom zweiten bis vierten Quartal 1983 stieg M_1 gemäss revidierten Daten mit einer jährlichen Wachstumsrate von 7,2% und lag damit in der Mitte des im Juli festgelegten Zielbereichs. Die Geldmenge M_2 entwickelte sich auch im letzten Vierteljahr zielgemäss, während sich M_3 leicht über dem Ziel bewegte.

Für das Jahr 1984 strebt das *Federal Reserve Board* eine Wachstumsrate von 4 bis 8% für M_1 und von 6 bis 9% für M_2 und M_3 an. Die Vorgaben liegen bei M_1 und M_2 um einen ganzen und bei M_3 um einem halben Prozentpunkt tiefer als im Vorjahr; als Ausgangsbasis gilt für alle drei Aggregate das vierte Quartal 1983. Die Herabsetzung der Ziele erfolgte, weil die mit dem Abbau der Höchstzinsvorschriften von 1982/83 zusammenhängenden Umschichtungen der Bankeinlagen, die die Aussagekraft der Geldaggregate beeinträchtigten, nach Ansicht der amerikanischen Notenbank nunmehr abgeschlossen sind. Bei der Beurteilung der monetären Entwicklung will die Währungsbehörde auch in diesem Jahr auf einen breiten Fächer von Indikatoren abstellen.

Die kurzfristigen Zinssätze, die im September und Oktober etwas gesunken waren, bewegten sich Ende Jahr wieder nach oben. Der Zinsanstieg widerspiegelte die im Vergleich zur ersten

Grafik 2: Vereinigte Staaten



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

² Vom 4. Quartal des vorangegangenen Jahres bis zum 4. Quartal des laufenden Jahres

³ Vom 2. Quartal bis zum 4. Quartal 1983

Jahreshälfte geringere Liquiditätsausdehnung sowie die kräftige wirtschaftliche Erholung.

3. Bundesrepublik Deutschland

Das *reale Bruttosozialprodukt* nahm in der Bundesrepublik Deutschland im Jahre 1983 erstmals seit 1980 wieder zu (+1,5%). Während die konjunkturellen Auftriebskräfte im ersten Halbjahr vor allem vom privaten Konsum ausgingen, übertrafen in der zweiten Jahreshälfte auch die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sowie die Ex-

porte das entsprechende Vorjahresniveau. Im vierten Quartal lag das reale Bruttosozialprodukt um 3,5% und die Industrieproduktion um 6% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die hohen Auftragseingänge deuten auf eine weitere Produktionsausweitung in den kommenden Monaten hin. Dabei nahm insbesondere die Nachfrage aus dem Ausland zu, so dass die Exporte den privaten Konsum als wichtigste Konjunkturstütze ablösen dürften. Daneben wird aber auch mit höheren Investitionen gerechnet, da sich die Ertragslage der Unternehmen stark verbessert hat, die Kapazitätsauslastung gestiegen ist und die Anfang 1984 in Kraft getretenen Steuererleichterungen die noch immer hohen Finanzierungskosten teilweise wettmachen werden.

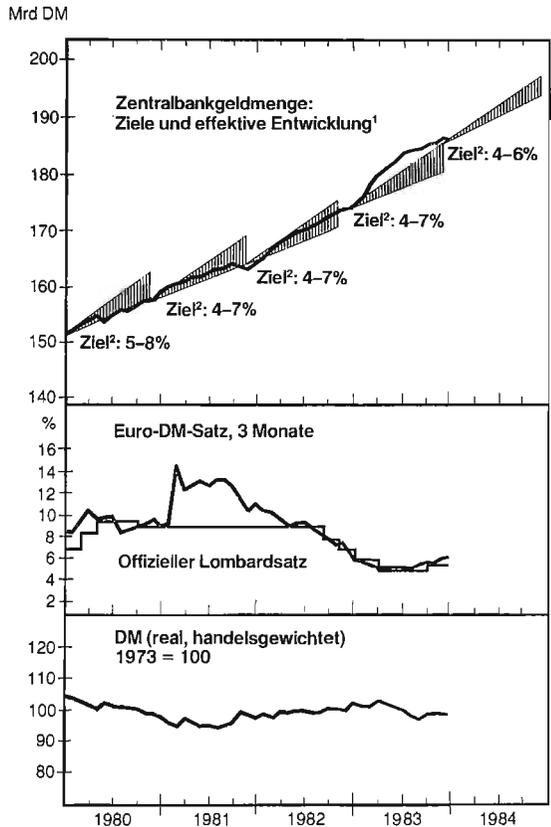
Die Lage am Arbeitsmarkt hellte sich auf. Die Arbeitslosenrate bildete sich von 9,4% im August 1983 auf 8,8% im Januar zurück, die Stellenangebote nahmen zu, und der Beschäftigungsrückgang kam zum Stillstand.

Die Jahresteuerrate, die im vierten Quartal 2,6% betragen hatte, lag im Januar bei 2,9%.

Die Ertragsbilanz wies im Jahre 1983 mit 8,4 Mrd. D-Mark einen gegenüber dem Vorjahr unveränderten Aktivsaldo auf, da der Rückgang des Handelsbilanzüberschusses durch den geringeren Fehlbetrag in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz wettgemacht wurde. Die Einfuhren, deren Volumen sich seit Anfang 1980 zurückgebildet hatte, begannen um die Jahreswende 1982/83 stark zu steigen. Während sie das Vorjahresniveau um durchschnittlich 4,5% übertrafen, nahmen die Ausfuhren um lediglich 1% zu.

Das *Haushaltsdefizit* des Bundes fiel im vergangenen Jahr mit 31,5 Mrd. D-Mark um 9 Mrd. geringer aus als budgetiert. Das Wachstum der Sozialausgaben blieb hinter den Erwartungen zurück, wogegen die Steuereinnahmen die prognostizierten Werte überstiegen. Da sich die Fehlbeträge auch bei den Ländern und Gemeinden zurückbildeten, nahm das Defizit des Gesamthaushaltes von 76 Mrd. D-Mark im Jahre 1981 auf schätzungsweise 55 Mrd. D-Mark im Jahre 1983 ab; sein Anteil am Bruttosozialprodukt verminderte sich von 5% auf 3,3%.

Grafik 3: Bundesrepublik Deutschland



¹ Salsbereinigt (Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte)

² Vom 4. Quartal des vorangegangenen Jahres bis zum 4. Quartal des laufenden Jahres

Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge schwächte sich in den letzten drei Monaten des Jahres 1983 ab, so dass die Geldmenge auf den oberen Rand des von der *Deutschen Bundesbank* festgesetzten Zielbereichs zurückfiel. Das Geldmengenziel für 1983 wurde damit trotz der Überschreitungen in der ersten Jahreshälfte erreicht. Für das laufende Jahr sieht die Bundesbank eine Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge um 4 bis 6% vor.

Das Wachstum der Geldmenge M_1 verlangsamte sich im Laufe des vierten Quartals infolge des Zinsanstiegs in der zweiten Jahreshälfte. Ende

Jahr lagen die Zinssätze immer noch leicht unter dem Vorjahresniveau.

4. Vereinigtes Königreich

Die Konjunkturerholung gewann im Jahre 1983 an Stärke. Das *reale Bruttoinlandprodukt* stieg um schätzungsweise 2,5%, was dem grössten Zuwachs seit fünf Jahren entspricht. Das Wachstum basierte vor allem auf dem privaten Konsum (+4%) sowie auf dem erstmals nach drei Jahren wieder einsetzenden Lageraufbau, während die Bruttoinvestitionen nur wenig erhöht wurden; sie lagen insgesamt um rund 5% und in der Industrie gar um beinahe 40% unter dem Niveau im Jahre 1979. Im zweiten Halbjahr gingen in der Investitionsgüterindustrie wieder mehr Bestellungen ein, was auf höhere Investitionsausgaben im laufenden Jahr hindeutet.

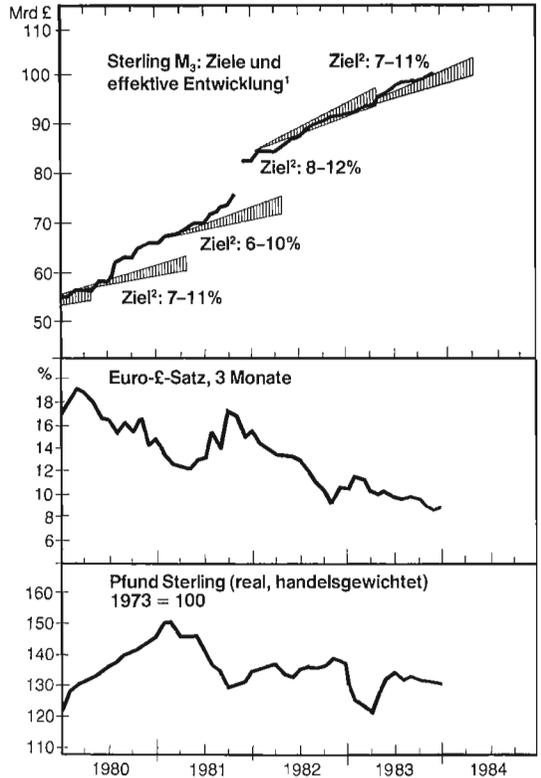
Der Schwachpunkt in der englischen Wirtschaft blieb die verarbeitende Industrie, die ihre Produktion trotz Konsumboom nur geringfügig auszuweiten vermochte. Die Konkurrenz aus dem Ausland drang weiter auf den Inlandmarkt vor, während die Exporte industrieller Erzeugnisse stark schrumpften. Angesichts des zunehmenden Auftragseingangs wurden die Produktionsaussichten in der Januarumfrage des britischen Industrieverbandes jedoch optimistisch eingeschätzt.

Das Wirtschaftswachstum wirkte sich in der zweiten Jahreshälfte 1983 auch auf dem Arbeitsmarkt aus. Der Beschäftigungsrückgang, der zwischen 1979 und 1983 insgesamt 7% und in der verarbeitenden Industrie 20% betragen hatte, kam zum Stillstand. Die Zahl der Arbeitslosen nahm nicht mehr weiter zu. Im Dezember war ihr Anteil an der aktiven Bevölkerung gleich hoch wie ein Jahr zuvor (12,3%).

Die durchschnittliche Jahresinflationsrate belief sich 1983 auf 4,6%, was dem tiefsten Wert seit 1968 entspricht. Die im zweiten Halbjahr etwas höheren Teuerungsraten sind in erster Linie auf den Rückgang des Preisindex in der entsprechenden Vorjahresperiode zurückzuführen.

Der Überschuss in der britischen Ertragsbilanz sank im vergangenen Jahr auf 2,2 Mrd. Pfund,

Grafik 4: Vereinigtes Königreich



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Bank of England, Quarterly Bulletin); ab November 1981 sind die Zahlen von Sterling M₃ wegen statistischer Änderungen nicht mehr mit früheren Werten vergleichbar.

² Vom Februar des laufenden Jahres bis April des folgenden Jahres

nachdem er im Vorjahr noch 5,4 Mrd. Pfund betragen hatte. Stark steigende Importe führten bei stagnierenden Exporten zu einem Defizit in der Handelsbilanz, wobei erstmals auch ein Fehlbetrag im Handel mit Industrieprodukten verzeichnet wurde.

Das *Haushaltsdefizit* wird im laufenden Fiskaljahr (Ende: März 1984) mit schätzungsweise 10 Mrd. Pfund deutlich höher ausfallen als im Frühling budgetiert worden war (8,2 Mrd. Pfund). Der Anteil am Bruttosozialprodukt dürfte sich unverändert auf etwas über 3% belaufen.

Das Wachstum von Sterling- M_3 schwächte sich im vierten Quartal stark ab. Gegenüber Mitte Februar 1983, der Referenzperiode für das Geldmengenziel, sank die auf Jahresbasis hochgerechnete Wachstumsrate auf 10,5%; M_3 fiel damit wieder in den Zielbereich. Die Abschwächung der monetären Expansion bewirkte auf den Finanzmärkten einen Rückgang der Zinssätze. Die monetäre Basis nahm weiterhin langsamer zu als Sterling- M_3 .

5. Frankreich

Gemäss offiziellen Schätzungen stagnierte das *reale Bruttoinlandprodukt* im Jahre 1983. Die rezessiven Tendenzen flachten im zweiten Halbjahr dank steigender Auslandnachfrage ab, und die Industrieproduktion stieg gegenüber der Vorperiode leicht an. Der private Konsum blieb indes schwach, und die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern ging zurück. Gleichzeitig wurden die Lager abgebaut, so dass sich die Relation zwischen Lagerbestand und Verkäufen verkleinerte.

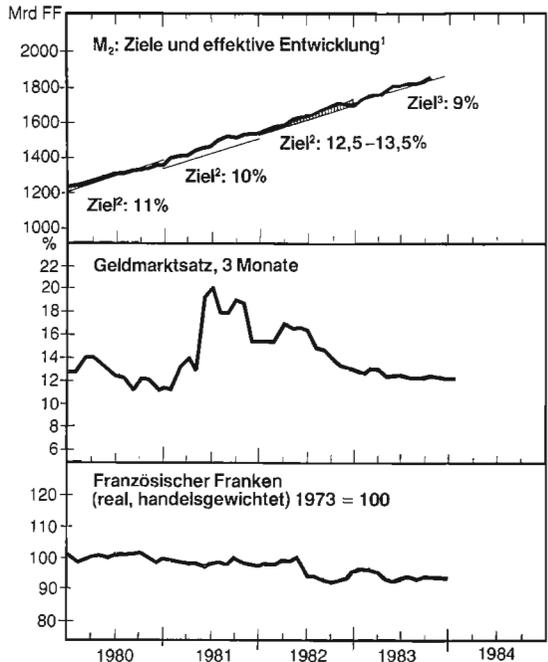
Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich. Nachdem der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung im Jahre 1982 und in den ersten drei Quartalen von 1983 kaum zugenommen hatte, erhöhte er sich von 8,9% im Oktober auf 9,3% im Dezember. Die Beschäftigung sank, und die Zahl der offenen Stellen verminderte sich um einen Drittel.

Die durchschnittliche Jahresinflationsrate belief sich im vergangenen Jahr auf 9,6%; sie fiel damit geringer aus als im Jahre 1982, blieb aber über dem angestrebten Ziel der Regierung von 9%.

Das im Anschluss an die Abwertung des Franc im März 1983 erlassene Sparprogramm der französischen Regierung führte im vergangenen Jahr zu einem Rückgang des Handels- und Ertragsbilanzdefizits auf 42,2 Mrd. FF bzw. 29,1 Mrd. FF. Das Ziel, nämlich die Halbierung des Handelsbilanzdefizits, wurde damit erreicht. Die Ausfuhren nahmen volumenmässig um 3,5% zu, während die Importe um 2% sanken.

Gemäss Schätzungen dürfte das Defizit des *Staatshaushalts* rund 120 Mrd. FF betragen und

Grafik 5: Frankreich



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Banque de France, Bulletin trimestriel)

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

sein Anteil am Bruttosozialprodukt damit etwas über dem vorgesehenen Wert von 3% liegen. Das Budget für das laufende Jahr widerspiegelt den nach wie vor restriktiven wirtschaftspolitischen Kurs. Das geplante Wachstum der Staatsausgaben beläuft sich auf 6,3%, womit es nur wenig über der angestrebten Inflationsrate von 5% liegt.

Nach der Beschleunigung im zweiten Quartal verlangsamte sich das Wachstum der Geldmenge M_2 im dritten Quartal wieder. Die auf Jahresbasis umgerechnete Wachstumsrate betrug 8,6%, womit sich die Geldmenge leicht unterhalb des Zielpfades von 9% bewegte. Zur Wachstumsverlangsamung trug vor allem das Verhalten des Schatzamtes bei. Während es im zweiten Quartal zur Deckung des Budgetdefizits auf die Notenbank zurückgegriffen hatte, nahm es im

dritten Quartal insgesamt 38 Mrd. FF am Kapitalmarkt auf.

Die Zinssätze für Dreimonatsdepots, die im dritten Quartal unverändert geblieben waren, sanken im vierten Quartal von 12,5 auf 12,2%.

Für das Jahr 1984 gaben die französischen Währungsbehörden ein Wachstumsziel für die Geldmenge M_2 von 5,5 bis 6,5% bekannt. Bei einem nominellen Wachstum des Bruttosozialprodukts von 7,5% (OECD-Prognose) widerspiegelt es einen gegenüber dem Vorjahr leicht restriktiveren Kurs. Um die Kreditentwicklung in Einklang mit dem tieferen Geldmengenziel zu bringen, senkten die Währungsbehörden die Kreditwachstumslimits für einige Bankkategorien. Für 1984 dürfte sich damit ein Kreditwachstum von 7 bis 8% gegenüber 11% im vergangenen Jahr ergeben.

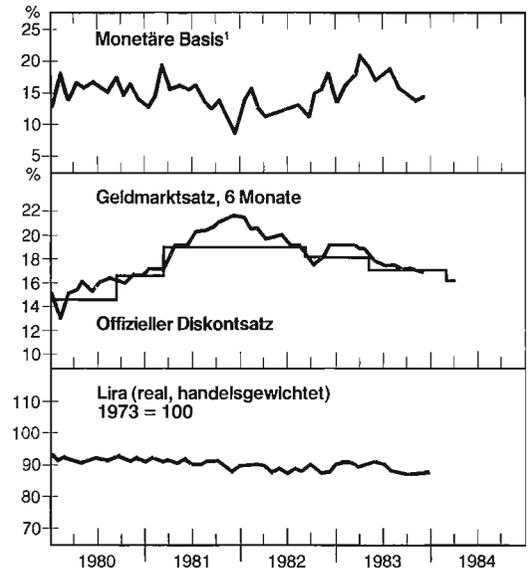
6. Italien

Nachdem die Rezession im zweiten Quartal 1983 den Tiefpunkt erreicht hatte, zeigten sich im dritten Quartal erste Zeichen einer Erholung. Das *reale Bruttoinlandsprodukt* lag jedoch noch immer unter dem entsprechenden Vorjahresniveau (-0,4%). Insgesamt wird für 1983 mit einem Rückgang von 1% gerechnet. Positive Impulse gingen vom privaten Konsum und den Exporten aus. Nach einer Stagnation im ersten Halbjahr nahmen die Konsumausgaben in den Sommermonaten zu, wobei die im Rahmen der Erneuerung der Arbeitsverträge gewährten Reallohnerhöhungen die Nachfrage stimulierten. Die Investitionen verharrten auf tiefem Niveau.

Die Industrieproduktion wurde im vergangenen Jahr in beinahe allen Industriezweigen eingeschränkt. Dabei belief sich der Rückgang in der Investitionsgüterindustrie auf rund 8%, in der Produktionsgüterindustrie auf 5,5% und in der Konsumgüterindustrie auf 4%.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich. Die Beschäftigung sank, und der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung stieg von 9,7% im Juli auf 10,2% im Oktober. Die Teuerungsrate schwächte sich im Laufe des ver-

Grafik 6: Italien



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

gangenen Jahres ab. Im Januar 1984 lag sie bei 12,5% gegenüber 16,4% Anfang 1983.

Der Anstieg der Exporte und der Rückgang der Importe liessen das Handelsbilanzdefizit von 16 000 Mrd. Lire im Jahre 1982 auf 11 500 Mrd. Lire sinken. Die Ertragsbilanz war annähernd ausgeglichen, nachdem sie im Vorjahr noch einen negativen Saldo von 7500 Mrd. Lire bzw. 5,5 Mrd. Dollar aufgewiesen hatte.

Im laufenden Jahr dürfte das *Staatsdefizit* erneut beträchtlich über dem budgetierten Wert liegen. Nachdem die Regierung in ihrem Haushaltsentwurf mit einem Fehlbetrag von 90 800 Mrd. Lire bzw. einem Anteil von rund 15% am Bruttosozialprodukt gerechnet hatte, wurde im Ende 1983 verabschiedeten Finanzgesetz 1984 von einem rund 20% höheren Defizit ausgegangen.

Das Wachstum der monetären Basis blieb im vierten Quartal hoch. Im November lag sie um 14,7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Auf den Finanzmärkten setzte sich der

Zinsrückgang fort: Die Verzinsung der Sechsmonatsgelder lag im November noch etwas über 17%, die Rendite der einjährigen Schatzwechsel sank zu Jahresbeginn zum erstenmal seit drei Jahren wieder unter 17%, und die Banken nahmen den Zinssatz für erstklassige Schuldner um 0,25 Prozentpunkte auf 18,5% zurück. Im Februar senkte die Banca d'Italia den Diskontsatz um einen Prozentpunkt auf 16%.

Seit Jahresbeginn verzichtet die italienische Notenbank auch auf die in Form von «Empfehlungen» ausgeübte Kreditüberwachung. Im Juni 1983 hatte sie die seit 1973 geltende Kreditplafonierung aufgehoben.

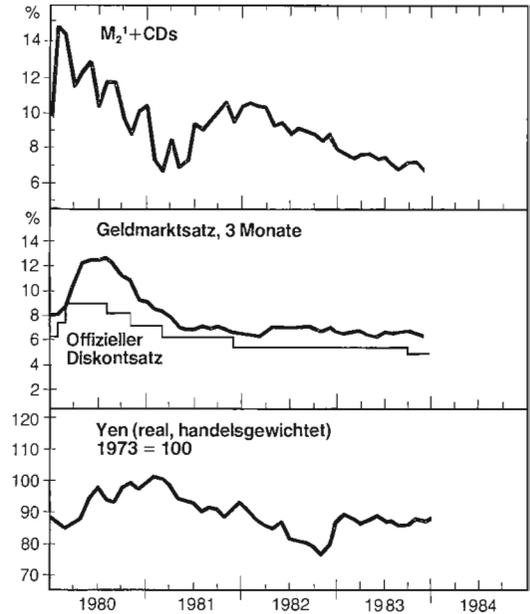
7. Japan

Das *reale Bruttosozialprodukt* nahm im Jahre 1983 wie im Vorjahr um schätzungsweise 3% zu. Wachstumsdämpfend wirkte die vor allem im ersten Halbjahr schwache Binnennachfrage: Der private Konsum stagnierte auf dem Niveau des vierten Quartals 1982, während die Bruttoinvestitionen zurückgingen und sich der Lageraufbau verlangsamte. In der zweiten Jahreshälfte beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum vor allem infolge der höheren Nachfrage aus dem Ausland, insbesondere den Vereinigten Staaten. Steigende Kleinhandelsumsätze, ein Anstieg der Zahl der Neubegonnenen Bauten sowie wieder zunehmende Importe deuteten aber auch auf eine Belebung der Binnenkonjunktur hin.

Die Industrieproduktion lag in der zweiten Jahreshälfte um rund 8% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Angesichts des hohen Auftragseingangs in der Maschinenindustrie im vierten Quartal sowie des im Vergleich zu den Auslieferungen niedrigen Lagerbestandes in der Industrie dürfte sich das starke Produktionswachstum in den nächsten Monaten fortsetzen.

Die konjunkturelle Erholung führte zu einem Rückgang der Zahl der Arbeitslosen, so dass sich die Arbeitslosenrate gegen Jahresende leicht zurückbildete. Die durchschnittliche Jahresteuern blieb im vierten Quartal auf tiefem Niveau (1,6%).

Grafik 7: Japan



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

Der Ertragsbilanzüberschuss belief sich im Jahre 1983 auf 21 Mrd. Dollar, was einer Verdreifachung gegenüber dem Vorjahreswert entspricht. Die Exporte nahmen wertmässig um 5,5% zu, während die Importe um 4,9% sanken.

Das Wachstum der Geldmenge ($M_2 + CDs$) verlangsamte sich in der zweiten Jahreshälfte. Im November lag M_2 um 6,8% höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Der dreimonatige Geldmarktsatz blieb unverändert bei rund 6,4%.

Im Dezember kündigte das japanische Finanzministerium weitere Massnahmen zur Deregulierung der japanischen Finanzmärkte sowie zur Internationalisierung des Yen an. Auf Anfang April werden die geltenden Kapitalmarktvorschriften gelockert und die Devisentermingeschäfte liberalisiert. Weiter wurde im Januar die Mindeststückelung bei der Ausgabe von Certificates of Deposit (CDs) durch in- und ausländische Banken von 500 Mio. auf 300 Mio. Yen gesenkt.

Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunkturentwicklung

2.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

2.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1981	1982	1983	1983					1984
				3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	10,4	6,2	3,2	2,6	3,3	3,0	3,2	3,8	4,1
BRD	5,9	5,3	3,0	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,9
Vereinigtes Königreich	11,9	8,6	4,6	4,6	5,0	5,0	4,8	5,3	5,1
Frankreich	13,4	11,8	9,6	9,8	9,8	10,4	9,9	9,3	9,0
Italien	18,7	16,3	15,0	14,2	13,0	13,3	13,0	12,8	12,5
Japan	4,9	2,7	1,9	1,5	1,7	1,4	1,8	1,8	1,8
Schweiz	6,5	5,6	2,9	1,7	1,8	1,4	1,8	2,1	2,7

2.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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)			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	4,6	-11,2	-41,0	-6,6	-6,6	-3,6	-9,7	-12,0	-15,7
BRD	-7,4	3,1	3,1	0,5	2,3	2,0	0,6	-0,5	0,9
Vereinigtes Königreich	11,7	9,7	3,2	2,0	3,8	1,1	-0,3	0,9	1,2
Frankreich	-4,5	-11,6	-3,5	-3,2	-2,6	-3,4	-1,0	0,3	0,3
Italien	-7,7	-5,5	—	—	—	—	—	—	—
Japan	4,7	6,8	21,0	2,1	1,5	3,4	6,8	6,4	4,4
Schweiz	2,8	3,7	2,8	0,4b)	0,9b)	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,8b)

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Im vierten Quartal setzte sich die seit dem Sommer erkennbare Konjunkturbelebung in der Schweiz zögernd fort. Nachdem die Impulse anfangs eher von der Inlandnachfrage ausgegangen waren, trugen gegen Jahresende vor allem die Exporte zum Anstieg des Sozialproduktes bei. In der Industrie nahm die Produktion saisonbereinigt wieder zu, nachdem sie sich im Vorquartal vorübergehend abgeschwächt hatte. Gegen Jahresende konnten auch am Arbeitsmarkt Zeichen einer Wende festgestellt werden. Saisonbereinigt stieg die Beschäftigung im vierten Quartal zum ersten Mal seit über zwei Jahren wieder an, und die Zahl der Arbeitslosen verminderte sich. Die Teuerung blieb auf tiefem Niveau.

Die Geldmarktsätze, die im Vorfeld des Jahresultimo angestiegen waren, fielen noch vor dem Jahresende wieder unter 4%, nachdem absehbar geworden war, dass sich der Dezemberultimo ohne Störungen abwickeln lassen würde. Am Kapitalmarkt veränderten sich die Zinssätze kaum. Das Geschehen am Devisenmarkt stand bis Ende Januar im Zeichen des starken Dollars und einer schwachen D-Mark. Im Laufe des Februars verlor der Dollar jedoch an Wert, während die D-Mark auch gegenüber dem Schweizerfranken höher notierte. Beim bewilligungspflichtigen

Kapitalexport nahmen die an ausländische Schuldner gewährten Bankkredite wieder zu, nachdem sie im Zusammenhang mit den Zahlungsschwierigkeiten verschiedener Länder 1982 stark vermindert worden waren.

Die Bilanzsummen der Banken wuchsen weiterhin an, wobei insbesondere das Kreditgeschäft ausgedehnt werden konnte. Die Anlagen der Banken an den Euomarkten und an anderen Finanzmärkten gingen dagegen erstmals seit Beginn der achtziger Jahre zurück. Die Entwicklung der Kreditzusagen lässt für 1984 ein weiterhin ansteigendes Kreditwachstum erwarten. Das Treuhandgeschäft dagegen konnte 1983 nicht mehr an frühere Zuwachsraten anknüpfen.

Die Nationalbank dehnte 1983 die bereinigte Notenbankgeldmenge mit durchschnittlich 3,6% etwa stärker als ursprünglich vorgesehen aus. Der tendenzielle Rückgang der Vorjahreszuwachsraten setzte sich im vierten Quartal fort. Die gleiche Entwicklung war auch beim Geldaggregat M_1 zu beobachten. Demgegenüber verzeichnete M_2 im Dezember im Vorjahresvergleich die erste Zunahme seit 18 Monaten.

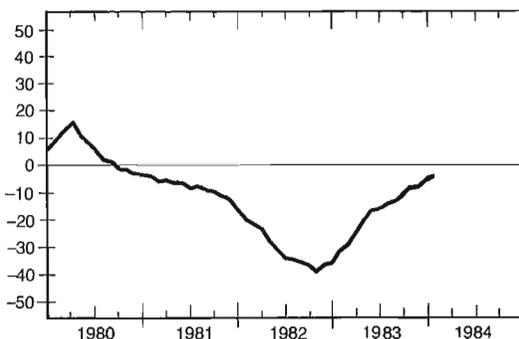
Für 1984 legte die Nationalbank wiederum ein Geldmengenziel von 3% fest. Es ist jedoch so bemessen, dass von der Geldpolitik keine neuen Teuerungsimpulse ausgehen dürften.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Nach der Stagnation im Sommerhalbjahr dürfte sich das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal saisonbereinigt leicht erhöht haben. Impulse gingen besonders von der Exportwirtschaft aus, die in den letzten Monaten eine deutliche Verbesserung von Bestellungseingang und Auftragsbestand meldete. Gemäss Umfrageergebnis der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich (KOF) stieg in der Industrie die Produktion gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt leicht an. Wie aus den vom gleichen Institut ermittelten Sammelindikatoren «Unternehmerplane» hervorgeht, wurde in den eher auf die Inlandnach-

Grafik 8: Geschäftsgang in der Industrie¹



¹ Indikator der Konjunkturforschungsstelle KOF-ETH
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

frage ausgerichteten Teilen der Industrie die Lage im vierten Quartal etwas weniger zuversichtlich beurteilt als im Vorquartal.

Der Geschäftsgang in der Chemie-, Textil- sowie Nahrungs- und Genussmittelindustrie verbesserte sich weiter, wenn auch etwas langsamer. Dagegen stagnierte er in der Maschinen- und Apparateindustrie weiterhin.

Privater Konsum

Die sich im dritten Quartal abzeichnende leichte Konsumsteigerung setzte sich in den folgenden Monaten in ähnlichem Ausmass fort, was den Detailhandel im vierten Quartal zu einer positiven Beurteilung des Geschäftsgangs veranlasste. Die Lager wurden im Dezember sogar als zu tief erachtet, und die Bestellungen nahmen beim Grosshandel gegen Ende 1983 zu. Als weiteres Indiz für eine Belebung des Konsums gelten die wieder angestiegenen Verkäufe von Neuwagen. Der besonders konjunkturrempfindliche Autohandel war seit Mitte 1982 stark zurückgegangen und im Herbst 1983 auf das Niveau von Mitte 1978 gesunken. Im Tourismussektor erhöhte sich vor allem die Zahl der Hotelübernachtungen ausländischer Gäste. Die Hotels waren trotz ungünstiger

Witterungsverhältnisse zu Beginn der Wintersaison gut ausgelastet.

Investitionen

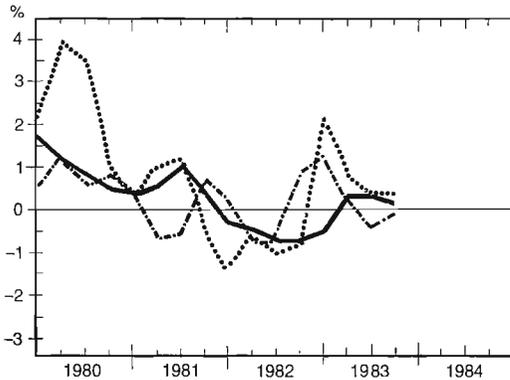
Im zweiten Halbjahr 1983 dehnte sich die Investitionstätigkeit aus, wozu sowohl die Hochbautätigkeit als auch die Ausrüstungsinvestitionen beitrugen. Auf eine vermehrte Nachfrage nach Ausrüstungsinvestitionen deutet der in der Maschinenindustrie seit Mitte 1982 angestiegene Auftragszugang aus dem Inland. Werden die Produktionsgüterinvestitionen an den Investitionsgütereinfuhren gemessen, so gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass die Zunahme grösstenteils auf die Flottenerneuerung der Swissair zurückzuführen ist. Der Zwang zur Einführung neuer Technologien wird anhalten, so dass im Zuge der verbesserten Konjunkturaussichten mit einer Belebung der Nachfrage nach Produktionsgütern zu rechnen ist.

Bei den grossgewerblichen und industriellen Bauten stiegen seit einigen Monaten sowohl die neu zugesagten Baukredite als auch die geplanten Bauvolumen. Es ist damit zu rechnen, dass diese Projekte im laufenden Jahr teilweise realisiert werden, was die Bauproduktion zusätzlich stimulieren könnte.

Die Wohnbauproduktion nahm im vierten Quartal dank der günstigen Witterung zu. Dagegen ging die Zahl der erteilten Baubewilligungen gegenüber dem Vorquartal zurück. Dabei dürfte es sich jedoch nur um einen vorübergehenden Rückgang handeln, da sich die nachfragebestimmenden Faktoren nicht verändert haben.

Ausdruck der nach wie vor bestehenden Unsicherheit ist die Beurteilung der Fertigfabrikatelage durch die Unternehmer. Die Lager konnten in den letzten Monaten zwar etwas abgebaut werden, gelten aber weiterhin als zu hoch.

Grafik 9: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber Vorquartal, saisonbereinigt

— Reales BIP
 - - - - - Privater Konsum
 Anlageinvestitionen

Quelle: Bundesamt für Statistik

Aussenhandel

Exporte

Im vierten Quartal nahmen die Exporte saisonbereinigt wieder zu und bewegten sich nominell

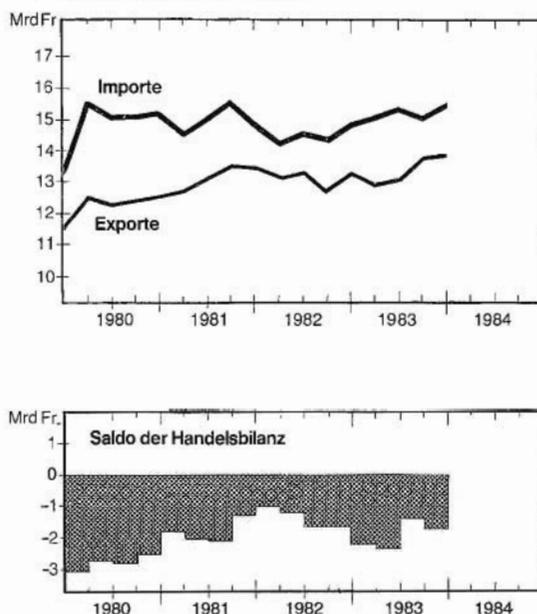
um 5,5% und real um 4,0% über dem Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums. Insbesondere erhöhten sich im Vorquartalsvergleich die Ausfuhren in die grossen OECD-Länder (ausgenommen Frankreich). Dagegen stagnierten die Exporte in die Entwicklungsländer, und in die OPEC-Staaten konnte sogar weniger ausgeführt werden als im Vorquartal.

Die geringe Investitionsnachfrage in den meisten Ländern drückte noch immer auf die Investitionsgüterexporte. Der im Vorquartal beobachtete Anstieg kam gegen Jahresende zum Stillstand. Besonders in der bedeutsamen Kategorie «nicht-elektrische Maschinen» wurde weniger exportiert als im Vorjahr. Demgegenüber wirkte sich die vermehrte Konsumgüternachfrage im Ausland auf die schweizerischen Exporte von dauerhaften Konsumgütern positiv aus. Sie lagen im vierten Quartal real um knapp 5% über dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode. Eine Ausnahme bildeten die Uhren, deren Ausfuhren im gleichen Zeitraum nachliessen.

Importe

Die Importe, deren Wachstum sich im dritten Quartal verlangsamt hatte, nahmen gegen Jahresende wieder stärker zu. Auch ohne die beiden letzten eingeführten Grossflugzeuge erhöhten sich saisonbereinigt die Investitionsgüterimporte im vierten Quartal. Als Folge der mittlerweile in Gang gekommenen Konsumbelebung im Inland wurden auch vermehrt Konsumgüter eingeführt.

Grafik 10: Aussenhandel¹



¹ Nominell, saisonbereinigt, ohne Gold und ab 1981 auch ohne Silber und ohne Münzen

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Deutlich über dem Vorjahresstand lagen im vierten Quartal die Importe von Haushaltapparaten und Haushaltgegenständen; gleiches gilt auch für die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Bei den Energieträgern stiegen die Importe nach einem Rückgang im Sommerhalbjahr im vierten Quartal saisonbereinigt wieder an.

Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

Handelsbilanz und Ertragsbilanz

Gegenüber dem dritten Quartal nahmen die Importe etwa dreimal so stark zu wie die Exporte, wodurch sich das Handelsbilanzdefizit im vierten Quartal vergrösserte. Für das ganze Jahr 1983 ergab sich in der Handelsbilanz ein Fehlbetrag von 7,3 Mrd. Franken, womit das Defizit gegenüber dem Vorjahr um 1,9 Mrd. Franken höher ausfiel.

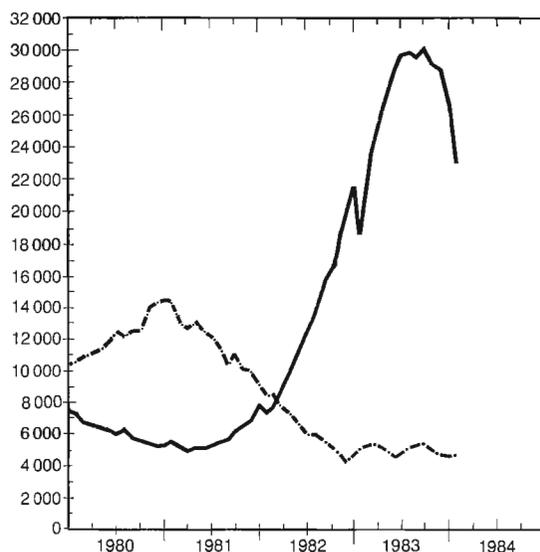
Der Überschuss in der Ertragsbilanz erweiterte sich von etwa 1,3 Mrd. Franken im dritten Quartal auf rund 1,8 Mrd. Franken im letzten Quartal, da dem in der gleichen Periode grösseren Handelsbilanzdefizit höhere Kapitalerträge gegenüberstanden. Nach ersten Schätzungen erreichte der Ertragsbilanzüberschuss für das ganze Jahr 1983 6,1 Mrd. Franken.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Im vierten Quartal 1983 nahm die Beschäftigung saisonbereinigt erstmals seit Sommer 1981 wieder zu. Die Aufwärtsbewegung ist allerdings nur teilweise auf die konjunkturelle Belebung der schweizerischen Wirtschaft zurückzuführen. Ebenso bedeutsam war die ausgesprochen milde Witterung, die – wie bereits im vierten Quartal 1982 – den Fortgang der Bauarbeiten begünstigte und den saisonal üblichen Beschäftigungsrückgang im Baugewerbe dämpfte. Im Dienstleistungssektor wuchsen die Personalbestände wieder leicht an, während in der Industrie noch-

Grafik 11: Arbeitslose und offene Stellen

(Saisonbereinigt)



— Arbeitslose
- - - Offene Stellen

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

mals eine geringfügige Abnahme zu verzeichnen war. Im Durchschnitt lag die Beschäftigung 1983 um insgesamt 1,3% tiefer als im Vorjahr, was einem Verlust von 30 000 bis 35 000 Arbeitsplätzen gleichkommt.

Entsprechend der positiven Beschäftigungsentwicklung im vierten Quartal stieg die Arbeitslosigkeit im zweiten Halbjahr 1983 nicht mehr weiter

Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1980	1981	1982	1983	1983						1984	
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.		Jan.
Index der Beschäftigten ¹	2,0	1,0	- 1,1 ²	- 1,3	- 1,6	- 1,2	- 0,6					
Arbeitslosenquote	0,2	0,2	0,4	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	
Ganzarbeitslose ³	6 255	5 889	13 220	26 288	25 795	23 924	28 245	25 389	28 967	30 380	34 510	
Kurzarbeiter ³	2 128	5 704	36 611	48 930	54 253	35 392	38 241	40 327	39 420	34 975	25 000 ⁴	
Offene Stellen ³	12 312	11 876	6 352	5 591	5 007	5 145	4 686	5 175	4 638	4 246	4 662	

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte = Durchschnitte aus den Monatsendwerten

⁴ provisorisch

Quelle: Die Volkswirtschaft

an. Nach Eliminierung der üblichen Saisoneinflüsse bildete sich die Zahl der Ganzarbeitslosen in den Wintermonaten sogar deutlich zurück (vgl. Grafik 11). Auch die Zahl der Kurzarbeiter verminderte sich seither. Rückläufige Zahlen bei Entlassungen sowie die wiederum besser als im Vorquartal ausgefallene Beurteilung der Beschäftigungsaussichten durch die Unternehmer deuten ebenfalls auf eine allmähliche Besserung der Arbeitsmarktlage hin. Noch keine Tendenzwende ist allerdings bei den offenen Stellen zu erkennen, deren Zahl seit Herbst 1982 bei rund 5000 blieb.

Preise und Löhne

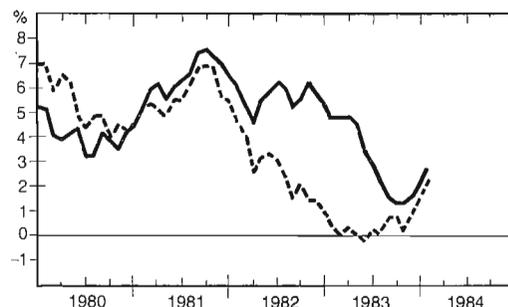
Im Laufe des vergangenen Jahres bildete sich die Teuerung stark zurück. Im vierten Quartal betrug die Jahresteuierung wie im Vorquartal 1,8%. Damit stieg der Landesindex der Konsumentenpreise im Jahresdurchschnitt um 2,9%, verglichen mit 5,7% im Jahre 1982. Zum raschen Teuerungsrückgang trugen neben der auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik der Nationalbank und der schwachen Konjunkturlage auch die sinkenden Weltmarktpreise für Erdöl bei, die bei der Bedarfsgruppe Heizung und Beleuchtung zu einem Indexrückgang führten und sich auf die Preisentwicklung beim Verkehr dämpfend auswirkten.

Im Januar und Februar des neuen Jahres lag die Jahresteuierung mit 2,7% bzw. 2,9% zwar über den tiefen Werten von Ende 1983, jedoch deutlich unter den Inflationsraten vor Jahresfrist. Die nur zögernd einsetzende Konjunkturbelebung lässt, von Zufallsschwankungen abgesehen, in nächster Zeit weiterhin tiefe Teuerungsraten erwarten.

Auf der Grosshandelsstufe stieg die Jahresteuierung seit ihrem Tiefstand im zweiten Quartal 1983 wieder an, wozu die Importpreise und die Preise der Inlandwaren gleichermaßen beitrugen. Im Jahresdurchschnitt erhöhten sich die Grosshandelspreise lediglich um 0,5% (1982: 2,6%).

Die Arbeitnehmerverdienste lagen nach Schätzungen des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit im vierten Quartal 1983 durchschnittlich rund 3,1% höher als ein Jahr zuvor. Daraus resultierte innert Jahresfrist eine Reallohnerhöhung von etwa 1,3%.

Grafik 12: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode

— Konsumentenpreise
 - - - Grosshandelspreise

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

3. Der monetäre Bereich

Die Entwicklung der Geldaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge bewegte sich im vierten Quartal 1983 entsprechend den Zielvorstellungen, und die Jahreswachstumsraten bildeten sich weiter zurück. Da im Laufe des Jahres die Notenbankgeldmenge etwas stärker als ursprünglich vorgesehen ausgedehnt wurde, erreichte die Zuwachsrate im Durchschnitt des Jahres 1983 3,6%, womit sie das Geldmengenziel von 3% leicht übertraf.

Für das Jahr 1984 legte die Nationalbank wiederum ein Geldmengenziel von 3% fest. Im Januar 1984 belief sich die bereinigte Notenbankgeldmenge auf durchschnittlich 30,7 Mrd. Franken. Da sie Anfang 1983 einen hohen Stand aufgewiesen hatte, ergab sich erstmals seit Februar 1982 wieder ein Rückgang (-1,8%). Die Giro Guthaben lagen sogar um 8% unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Die Geldmenge M_1 , die im zweiten und dritten Quartal saisonbereinigt um rund 500 Mio. abgenommen hatte, stieg in den drei letzten Monaten des vergangenen Jahres wieder leicht an; sie bewegte sich bei rund 61,1 Mrd. Franken. Dabei nahmen insbesondere die Sichteinlagen bei den Banken zu, während der Bargeldumlauf unverändert blieb. Da die Geldmenge M_1 in den ersten drei Quartalen 1982 verhältnismässig tief gele-

Tabelle 5: Die bereinigte Notenbankgeldmenge (BNBGM) und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
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
1982 4. Q.	22 848	4,1	7602	13,2	652	29 799	6,4
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
1983 Okt.	22 455	1,4	7800	9,9	627	29 628	2,7
1983 Nov.	22 587	1,1	7479	4,2	242	29 824	2,1
1983 Dez.	24 202	0,6	8378	2,4	1280	31 660	1,0
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

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

Tabelle 6: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
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
1982 4. Q.	11,6	- 1,1	5,3
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
1983 Okt.	2,4	- 3,2	4,9
1983 Nov.	2,1	- 1,9	5,2
1983 Dez.	1,2	1,0	6,3
1984 Jan.	1,6	3,6	6,6

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

M₂ = M₁ + Quasi-Geld (Termineinlagen und inländische Sichteinlagen in fremder Währung)

M₃ = M₂ + Spareinlagen

gen hatte, wies sie im Jahresmittel eine hohe Zuwachsrate auf (+7,5%).

Das im Frühling und zu Beginn des Sommers starke Wachstum der Termineinlagen kam im zweiten Halbjahr zum Stillstand. Die Geldmenge M₂ entwickelte sich damit saisonbereinigt im vierten Quartal parallel zu M₁. Infolge der grossen Umschichtungen von Termin- zu Spareinlagen

Ende 1982 lag die Geldmenge M₂ im Jahre 1983 jedoch um 3,4% unter dem Vorjahresniveau.

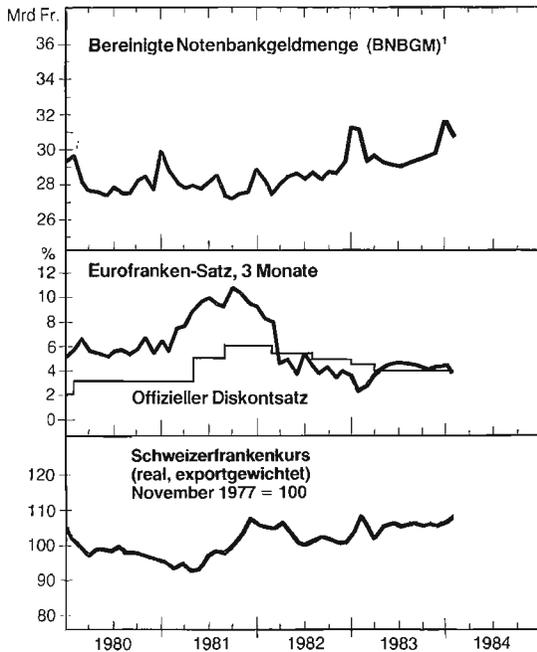
Die Geldmenge M₃ nahm im vierten Quartal infolge des anhaltend hohen Zugangs an Spareinlagen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal stärker zu als die beiden engeren Geldmengenaggregate. Gegenüber dem Vorjahresniveau erhöhte sich M₃ um 6,7%.

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank lagen im November und im Dezember 1983 um rund 3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Den zusätzlichen Liquiditätsbedarf an den Monatsenden finanzierte die Nationalbank im November und Januar über den traditionellen Notenbankkredit (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten). Am Jahresultimo, der bei Giroguthaben von 14,2 Mrd. Franken (Vorjahr: 14,0 Mrd.) abgewickelt wurde, schloss die Nationalbank mit den Banken zusätzlich Swapgeschäfte ab. Die reibungslose Ultimofinanzierung widerspiegelte sich in der Entwicklung der Eurofrankensätze und insbesondere im relativ niedrigen Satz für Ultimogeld.

Grafik 13: Schweiz



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

Die Frankenzinssätze am Euromarkt stiegen in der ersten Hälfte des Monats Dezember vorübergehend an und wiesen danach eine sinkende Tendenz auf. Anfang Februar 1984 lagen alle Eurofrankenzinssätze unter 4%. Die Grossbanken reagierten mit einer zweimaligen Senkung ihrer Vergütungen auf Festgeldern auf 3 bis 3½% je nach Laufzeit. Erstmals seit rund einem Jahr vergüteten die Grossbanken damit nicht mehr für alle Laufzeiten von 3 bis 12 Monaten den gleichen Zinssatz.

Der Bund emittierte jeden Monat für jeweils etwas mehr als 200 Mio. Franken Dreimonats-Buchforderungen. Im Januar kamen ergänzend Sechsmo-nats-Buchforderungen für rund 170 Mio. Franken hinzu. Die Verzinsung erfolgte wie üblich parallel zur Entwicklung auf dem Eurofrankenmarkt, wobei der Zinssatz der Buchforderungen durchschnittlich rund einen Prozentpunkt unter dem entsprechenden Zinssatz für Eurofranken lag.

Devisenmarkt

Der im vierten Quartal zu beobachtende Anstieg des Dollars gegenüber dem Schweizerfranken setzte sich auch in den ersten Tagen des neuen Jahres fort. Am 10. Januar notierte der Dollar mit 2.26 ein seit Oktober 1977 nicht mehr erreichtes Niveau. In der zweiten Januarhälfte, vor allem aber im Februar, verlor der Dollar an den Devisenmärkten deutlich an Wert. Auch gegenüber dem japanischen Yen schwächte sich der Schweizerfranken im viertel Quartal ab. Im Unterschied zum Dollar blieb der Yen jedoch im neuen Jahr auf seinem hohen Niveau. Die für die Schweizer Exporteure wichtige D-Mark konnte sich im Februar von ihrer in den vorhergehenden Wintermonaten gezeigten Schwäche erholen.

Da sich die Aufwertungstendenzen des Schweizerfrankens gegenüber den anderen wichtigen Währungen im vierten Quartal fortsetzten, wertete sich der Franken, gemessen am exportgewichteten Index, im Vergleich zum Vorjahresquartal auf; nominal um 8,2% und real um 3,3%.

Tabelle 7: Veränderung des Frankenkurses¹ gegenüber den wichtigsten Währungen

	November 1983 – Februar 1984 ²		4. Quartal 1982 – 4. Quartal 1983 ³	
	nominal	real	nominal	real
US-\$	-0,6	-0,1	- 0,8	- 3,0
Yen	-0,8	-0,2	-10,5	-11,0
D-Mark	-0,3	0,2	+ 6,0	+ 4,7
fFr.	0,0	0,1	+14,3	+ 5,3
£	0,3	0,6	+11,3	+ 7,2
Lit.	0,2	-0,4	+12,2	+ 1,3

¹ Preis eines Schweizerfrankens in fremder Währung
(+ = Aufwertung; - = Abwertung)

² Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent

³ Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent

Kapitalmarkt

Nachdem die Renditen am Obligationenmarkt im vierten Quartal 1983 geringfügig nachgelassen hatten, stiegen sie in den ersten beiden Monaten des neuen Jahres wieder an. Bei der Beurteilung der Zinsentwicklung gilt es zwei Änderungen im Erhebungsmodus der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen zu berücksichtigen: Zum

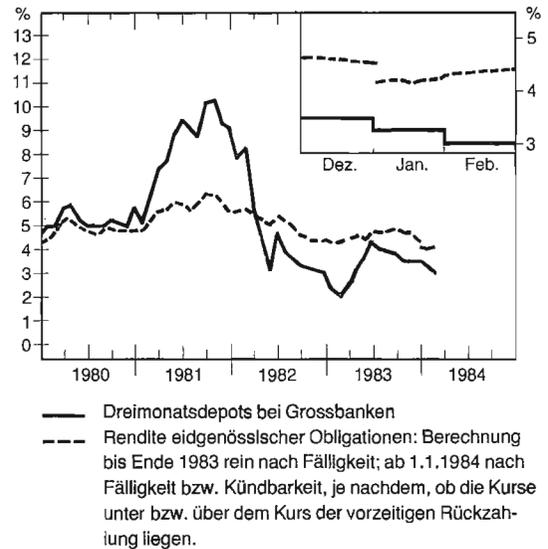
einen wurde der Obligationenkorb wie üblich am Jahreswechsel bereinigt (Restlaufzeiten mindestens fünf Jahre). Zum anderen berechnet und publiziert die Nationalbank ab 1. Januar 1984 die Rendite der Bundesobligationen neu auch nach Kündigung statt wie bisher nur nach Fälligkeit (vgl. Änderung der Berechnungsweise der Obligationenrendite im Quartalsheft 5/1983). Die nach Fälligkeit berechnete Rendite betrug am Jahresende 4,53% und zu Beginn des neuen Jahres 4,41%. Dagegen ergab die nach Kündigung errechnete Rendite am 3. Januar 4,22%.

Die inländischen Schuldner emittierten im vierten Quartal Obligationen im Betrag von 3,5 Mrd. Franken (4. Quartal 1982: 3,0 Mrd.). Da jedoch gegenüber dem letzten Quartal 1982 die Konversionen von 0,3 Mrd. auf 1,4 Mrd. zunahmen, fiel die Neubeausspruchung des Marktes innert Jahresfrist um 0,6 Mrd. auf 2,1 Mrd. Franken. Fast alle aufgelegten Anleihen, insbesondere aber die Optionsanleihen wurden überzeichnet. Der Bund emittierte per 15. Dezember im Auktionsverfahren eine 4½%-Anleihe. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Anleihebetrag von 300 Mio. und ein Emissionspreis von 100,4% festgelegt, was bei einer Laufzeit von zehn Jahren eine Rendite von 4,45% ergibt.

Im vierten Quartal 1983 belief sich das Volumen der bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäfte auf 11,2 Mrd. Franken. Der Anteil der Bankkredite fiel mit 26% wieder höher aus als in den ersten drei Quartalen 1983 (22%) und dem zweiten Semester 1982 (19%). In den Jahren 1978 bis 1981 hatte dieser Anteil regelmässig rund 40% betragen und im ersten Semester 1982 immerhin noch 33%. Die Kreditgewährung der Banken, die infolge der Zahlungsschwierigkeiten verschiedener Länder Mitte 1982 deutlich gesunken war, erhöhte sich im vierten Quartal 1983 auch gegenüber den Entwicklungsländern, die im vierten Quartal 1,5 Mrd. Franken borgen konnten. Zwischen Mitte 1982 und Herbst 1983 waren pro Quartal durchschnittlich nur noch 0,5 Mrd. auf diese Ländergruppe entfallen.

Bei den Anleihsenemissionen ausländischer Schuldner wurden nach fast einjähriger Pause wieder verschiedene Doppelwährungsanleihen aufgelegt, die im Durchschnitt der Monate Sep-

Grafik 14: Zinsentwicklung in der Schweiz



tember bis Dezember 1983 27% aller emittierten Anleihen ausmachten. Zudem fielen im vierten Quartal 1983 wiederum die zahlreichen Emissionen von Wandelnotes vornehmlich japanischer Schuldner auf.

Bankbilanzen und Kredite

Unter dem Einfluss der lebhafteren Wirtschaftstätigkeit stieg die Bilanzsumme der 71 Banken (ohne Edelmetalle) im vierten Quartal wieder etwas stärker. Damit erreichte das Bilanzwachstum 1983 gesamthaft mit 7,1% fast den Vorjahreswert. Im vierten Quartal nahmen auf der Aktivseite die Finanzanlagen erstmals seit 1980 ab, währenddem sich das Kreditgeschäft belebte. Auf der Passivseite setzte im November der seit zwei Jahren beobachtete Zustrom von Spargeldern wieder kräftig ein. Das zuvor schwache Treuhandgeschäft weitete sich im vierten Quartal trotz der relativ niedrigen kurzfristigen Zinssätze von neuem aus. Ende 1983 lag das Treuhandvolumen, teilweise infolge des höheren Währungskurses der Dollaranlagen, um 8,5% über dem Vorjahresstand.

Aktiven

In den vergangenen zwei Jahren bauten die Banken ihre Guthaben auf den Finanzmärkten vor allem im Interbankgeschäft sowie in Form von Geldmarktpapieren und Wertschriften kräftig aus. Einerseits trugen dazu die hohen Geldmarktsätze in den Vereinigten Staaten bei, andererseits wuchs das Kreditgeschäft angesichts schwacher Konjunktur im Inland und erhöhter Vorsicht der Banken im Ausland nur langsam. Im Sommer 1983 begannen die Banken, ihre Finanzanlagen wieder abzubauen. Diese Tendenz setzte sich im vierten Quartal fort, wobei sie vom starken Aufbau liquider Mittel zum Jahresultimo überlagert wurde.

Seit Mitte 1983 stieg das während der jüngsten Rezession stagnierende Kreditvolumen wieder an und lag Ende 1983 5,7% höher als vor Jahresfrist. In den meisten Kreditarten beschleunigte sich das Wachstum im vierten Quartal. Die Hauptaktivität im inländischen Kreditgeschäft entfiel allerdings nach wie vor auf den Hypothekarbereich, wo der Zuwachs Ende 1983 8% betrug. Während die Darlehen an öffentliche Körperschaften 1983 um 4% zunahmen, übertrafen die Inland-Debitoren (Kontokorrentkredite plus feste Vorschüsse und Darlehen) dank einer Steigerung im vierten Quartal den Vorjahresstand um 4,1%.

Aufgrund der Entwicklung der Kreditzusagen dürfte sich das Kreditwachstum in der ersten Hälfte 1984 weiter beschleunigen. Die Zusagen, die der Beanspruchung rund ein halbes Jahr vorauslaufen, zeigen seit Mitte 1982 eine steigende Tendenz. Auch im Bereich der Baukredite begannen sich im dritten und vierten Quartal 1983 die verstärkten Zusagen auf die Beanspruchung auszuwirken.

Passiven

Das Wachstum der vom Publikum gehaltenen Bankeinlagen (Kreditoren auf Sicht und Zeit, Spar- und Depositengelder) stieg im vierten Quartal leicht auf 8,5% an. Zur Hälfte entfiel der Mittelzufluss allein auf die Spargelder (inkl. Depositen- und Einlagehefte), die im Jahresvergleich um 12,4% zunahmen. Diese Einlageform hat

damit einen grossen Teil des während des Festgeldbooms von 1981 verlorenen Terrains zurückgewonnen. Das Wachstum der Festgelder, das seit einem Jahr hinter dem der gesamten Einlagen zurückbleibt, betrug Ende 1983 6,5%. Die geringste Jahreszunahme wurde mit 3,2% bei den Sichteinlagen gemessen. Diese hatten ihren Rückgang während des Festgeldbooms teilweise durch ein sprunghaftes Wachstum zwischen Mitte 1982 und Mitte 1983 kompensiert.

Langsamer als die Einlagen stiegen im vierten Quartal die Bestände der von den Banken ausgegebenen Kassenobligationen und Obligationen. Die Kassenobligationen wurden erst vom Herbst an zu relativ attraktiven Sätzen ausgegeben und erreichten deshalb Ende Jahr nach vorübergehendem Rückgang nur gerade den Vorjahresstand (0,1%). Die Obligationen- und Pfandbriefschuld der Banken stieg 1983 um 8,1%.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 9 mars 1984*

A. Situation économique et monétaire des principaux pays industrialisés

1. Aperçu de l'évolution internationale

Dans les grands pays industrialisés, l'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie au quatrième trimestre de 1983. Aux Etats-Unis, en République fédérale d'Allemagne, au Royaume-Uni et au Japon, le *produit national brut* dépassait nettement, en termes réels, son niveau de la période correspondante de 1982. En France et en Italie, la tendance à la récession a faibli. La conjoncture n'a pas eu dans tous les pays le même élément moteur. La demande de biens d'équipement a augmenté aux Etats-Unis et en République fédérale, alors que la consommation privée était toujours le principal pilier de la croissance au Royaume-Uni. En France, en Italie et au Japon, l'amélioration a découlé surtout des exportations, mais les signes indiquant une reprise de la demande intérieure sont devenus plus nombreux.

En moyenne, la production industrielle dans les grands pays industrialisés dépassait d'environ 10% son niveau de la période correspondante de 1982. Les plus fortes augmentations ont été observées de nouveau aux Etats-Unis et au Japon. La production industrielle a progressé également dans les pays d'Europe, en particulier en République fédérale d'Allemagne.

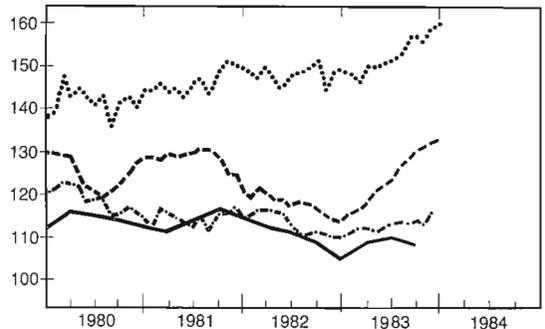
Dans la zone de l'OCDE, le taux de chômage a diminué de 8,9% au deuxième trimestre à 8,2% au quatrième. L'emploi a progressé de nouveau aux Etats-Unis et au Japon, alors que l'horizon ne s'éclaircissait que partiellement en Europe. En République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni, le recul de l'emploi a pris fin et le

nombre de chômeurs a fléchi légèrement. Par contre, le chômage a augmenté encore en France et en Italie.

Le taux annuel d'inflation dans les pays de l'OCDE était en moyenne de 5,3% au quatrième trimestre, de sorte que la hausse des prix à la consommation s'est inscrite, en moyenne annuelle, à environ 5,5% en 1983, contre 7,3% l'année précédente. Pour l'année en cours, l'OCDE s'attend à un taux du même ordre.

Le ralentissement observé au troisième trimestre dans la *croissance des agrégats monétaires* s'est poursuivi dans les grands pays industrialisés, et les objectifs monétaires ont été atteints, en majorité, malgré les dépassements enregistrés pendant la première moitié de l'année. Les taux d'intérêt ont diminué au Royaume-Uni et en Italie, alors qu'ils avaient tendance à augmenter aux Etats-Unis et en République fédérale d'Allemagne.

Graphique 1: Production industrielle¹



¹ 1975 = 100, variations saisonnières déduites

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

Source: OCDE, Principaux indicateurs économiques

* Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1983 et janvier 1984.

Tableau 1 : Evolution des cours de quelques monnaies

	Du mois d'octobre 1983 au mois de janvier 1984 ¹		Du 4e trimestre 1982 au 4e trimestre 1983 ²		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar USA	-	+1,4	-	+ 2,9	+ 2,4
Yen	-0,1	+0,9	+ 3,3	+15,4	+12,5
Mark allemand	-2,6	-0,8	- 7,1	- 0,4	- 2,5
Franc français	-2,6	-0,6	-15,5	- 7,9	- 3,0
Lire	-2,5	-0,6	-13,3	- 5,9	+ 1,9
Livre sterling	-2,0	-0,5	-10,9	- 6,5	- 6,2
Franc suisse	-2,0	0,0	- 1,1	+ 8,2	+ 3,3

¹ Variation mensuelle moyenne en % (+ = revalorisation; - = dépréciation)

² Variation annuelle moyenne en % (+ = revalorisation; - = dépréciation)

Durant les mois d'octobre à janvier, les *marchés des changes* ont été marqués par une revalorisation du dollar. Si le yen est resté remarquablement stable face au dollar, les monnaies du Système monétaire européen (SME), la livre sterling et le franc suisse ont faibli. Un mouvement inverse est apparu au début du mois de février. A l'exception du yen qui n'a pas varié, les principales monnaies – le mark allemand en particulier – se sont revalorisées vis-à-vis du dollar. Au sein du SME, le mark s'est raffermi également, passant de la limite inférieure de sa marge de fluctuation, au troisième trimestre, à la limite supérieure, au mois de février. Par contre, le franc français et la lire italienne ont faibli après être restés, jusqu'au mois de janvier, proches de la limite supérieure de la marge de fluctuation.

2. Etats-Unis

Avec la reprise économique, le *produit national brut réel* a augmenté de 3,3% en 1983. Après avoir atteint un rythme annuel de 9,7% au deuxième trimestre, la croissance s'est ralentie à 7,6% et à 4,9% aux trimestres suivants. L'amélioration de la conjoncture a perdu de sa vigueur, dans le secteur de la construction de logements surtout, en raison de la hausse des taux hypothécaires. La consommation privée a progressé encore. L'augmentation des investissements, observée au troisième trimestre, s'est accélérée; l'expansion a porté principalement sur les biens d'équipement, les constructions industrielles et

artisanales n'ayant augmenté que légèrement. La forte demande a entraîné une nouvelle progression sensible des importations.

L'accroissement de la production industrielle s'est affaibli quelque peu par rapport au trimestre précédent, mais les entrées de commandes permettent de déduire que la production continuera d'augmenter ces prochains mois. Elle a progressé de 15% vis-à-vis de la période correspondante de l'année précédente. Quant à l'utilisation des capacités techniques, elle est montée à 80% en chiffre rond.

A la suite de la reprise économique, la situation s'est améliorée rapidement sur le marché du travail. L'emploi a augmenté de 4% entre les mois de décembre 1982 et le même mois de 1983; le taux de chômage a baissé continuellement, passant de 10,7% au mois de décembre 1982 à 8% au mois de janvier 1984.

Après avoir atteint 6,1% l'année précédente, le taux moyen de renchérissement s'est inscrit à 3,3% en 1983. Comme les prix en dollars des matières premières ont diminué et que les coûts unitaires du travail n'ont augmenté que légèrement, le taux annuel de renchérissement est demeuré bas pendant les trois derniers mois de l'année également.

La reprise conjoncturelle et le cours élevé du dollar ont entraîné un accroissement des importations en 1983. Les exportations ont par contre

fléchi en raison de la faiblesse de la demande. Ainsi les ventes dans les pays d'Amérique latine, qui formaient environ 16% des exportations en 1981, ont diminué à peu près de moitié en deux ans; le recul s'explique par les graves problèmes de balances des paiements auxquels ces pays doivent faire face. De 1982 à 1983, le déficit de la balance commerciale a passé de 36 milliards à 69 milliards de dollars en chiffre rond, et celui de la balance des revenus a quadruplé pour atteindre plus de 40 milliards de dollars.

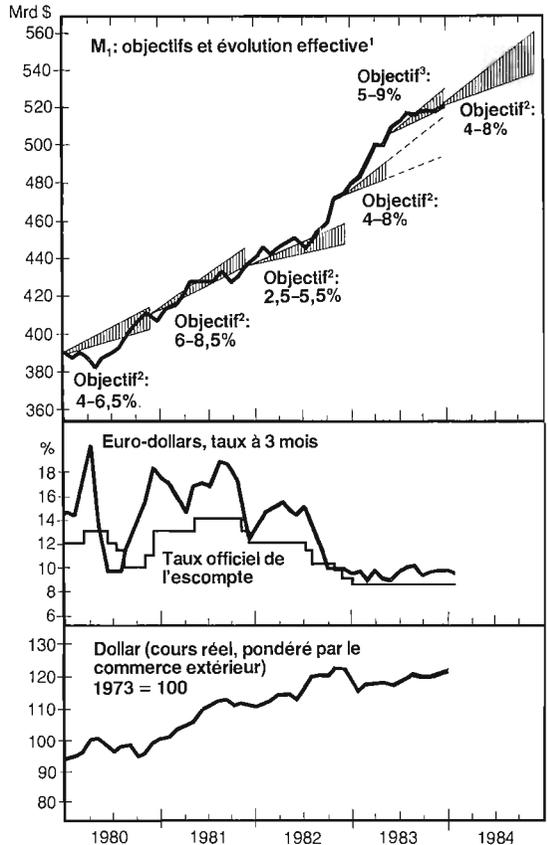
Selon des prévisions récentes, le *déficit* annuel des comptes de l'Etat fédéral devrait atteindre entre 180 et 200 milliards de dollars jusqu'à l'année budgétaire qui prendra fin en 1987. Pour l'année budgétaire en cours, le gouvernement a prévu un déficit de 183 milliards de dollars, soit environ 5% du produit national brut. Toutefois, on s'attend déjà à un dépassement de ce chiffre.

L'accroissement de la masse monétaire M_1 s'est de nouveau ralenti. Selon des données révisées, M_1 a augmenté, du deuxième au quatrième trimestre, à un rythme annuel de 7,2%, taux qui est au centre de la fourchette choisie comme objectif au mois de juillet. Au quatrième trimestre, la masse monétaire M_2 a évolué aussi conformément au but visé, mais M_3 était légèrement au-dessus de l'objectif.

Pour 1984, le *Système de Réserve Fédérale* se propose d'augmenter de 4 à 8% la masse monétaire M_1 et de 6 à 9% les agrégats M_2 et M_3 . Par rapport aux objectifs fixés pour l'année précédente, les taux relatifs à M_1 et à M_2 sont inférieurs d'un point et ceux qui concernent M_3 , d'un demi-point. Pour les trois agrégats, les objectifs ont pour base le quatrième trimestre de 1983. Les autorités monétaires ont réduit les taux de croissance car elles estiment achevées les transformations de dépôts bancaires qui, à la suite du démantèlement en 1982 et 1983 des prescriptions relatives aux taux maximaux d'intérêt, avaient réduit la signification des agrégats monétaires. Elles entendent, cette année également, se servir de nombreux indicateurs pour apprécier l'évolution monétaire.

Les taux d'intérêt à court terme, qui avaient baissé légèrement aux mois de septembre et

Graphique 2: Etats-Unis



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

² Du 4e trimestre au 4e trimestre suivant

³ Du 2e trimestre au 4e trimestre 1983

d'octobre, ont augmenté de nouveau à la fin de l'année. La hausse a traduit la faiblesse, par rapport au premier semestre, de l'expansion des liquidités ainsi que la vigoureuse reprise économique.

3. République fédérale d'Allemagne

En termes réels, le *produit national brut* a augmenté de 1,5% en 1983; une croissance n'avait plus été observée depuis 1980. Si la consommation privée avait été le principal élément moteur

au cours de la première moitié de l'année, la construction, les investissements en biens d'équipement et les exportations ont joué également un rôle stimulant au second semestre. Au quatrième trimestre, le produit national brut réel dépassait de 3,5% le niveau observé un an auparavant, et la production industrielle enregistrait une croissance de 6%. Les entrées de commandes laissent présager un nouvel accroissement de la production ces prochains mois; celles qui viennent de l'étranger ont progressé tout particulièrement, de sorte que les exportations pourraient prendre le relais de la consommation privée comme principal facteur d'expansion. Toutefois, on s'attend aussi à une expansion des investissements, puisque les bénéfices des entreprises se sont améliorés fortement, que l'utilisation des capacités techniques a progressé et que les allègements fiscaux entrés en vigueur au début de 1984 compensent partiellement le niveau encore élevé des coûts de financement.

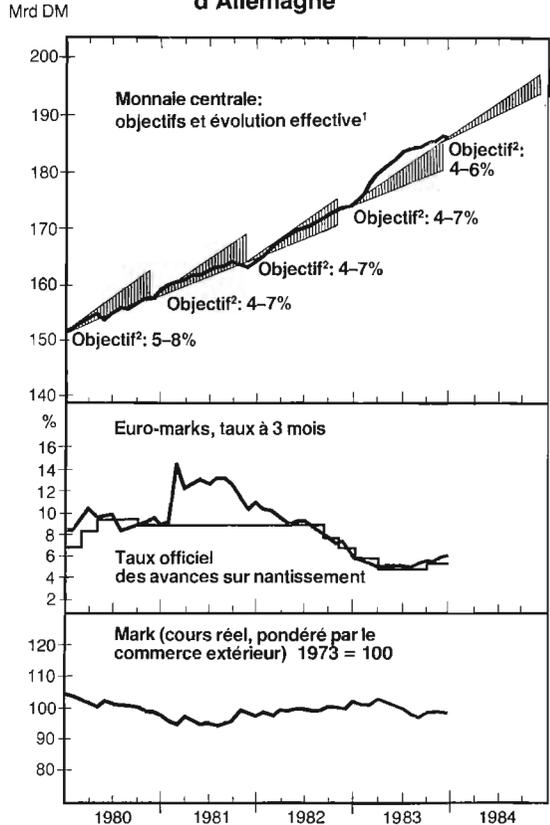
Sur le marché du travail, la situation s'est éclaircie. Le taux de chômage a passé de 9,4% à 8,8%, du mois d'août au mois de janvier. Le nombre de places vacantes a augmenté et la diminution de l'emploi a cessé.

Le taux annuel de renchérissement, qui était de 2,6% au quatrième trimestre, est monté à 2,9% au mois de janvier.

Comme l'année précédente, la balance des revenus s'est soldée en 1983 par un excédent de 8,4 milliards de marks; la diminution du déficit de la balance des services et des transferts unilatéraux a compensé le recul de l'excédent de la balance commerciale. Les importations, dont le volume avait fléchi depuis le début de 1980, ont augmenté fortement à partir de la fin de 1982. Par rapport à l'année précédente, elles se sont accrues de 4,5%, et les exportations n'ont augmenté que de 1%.

Le déficit des comptes de l'Etat fédéral a été inférieur de 9 milliards de marks au budget puisqu'il s'est chiffré à 31,5 milliards de marks. La croissance des dépenses sociales est restée inférieure à ce qui avait été prévu, et les recettes fiscales ont dépassé le montant budgété. Comme les déficits des «Länder» et des communes ont

Graphique 3: République fédérale d'Allemagne



¹ Variations saisonnières déduites (source: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte)

² Du 4e trimestre au 4e trimestre suivant

diminué également, l'excédent global des dépenses a passé de 76 milliards en 1981 à environ 55 milliards de marks en 1983; sa part au produit national brut a diminué de 5% à 3,3%.

L'expansion de la monnaie centrale a faibli durant le dernier trimestre, de sorte que l'agrégat monétaire s'inscrivait à la limite supérieure de l'objectif. Ainsi, la Banque fédérale a atteint son but en 1983, malgré les dépassements enregistrés au premier semestre. Pour l'année en cours, elle se propose d'accroître la monnaie centrale de 4 à 6%.

L'augmentation de la masse monétaire M_1 s'est

ralentie au quatrième trimestre, en raison de la hausse des taux d'intérêt. A la fin de l'année, ceux-ci étaient encore légèrement inférieurs au niveau observé un an auparavant.

4. Royaume-Uni

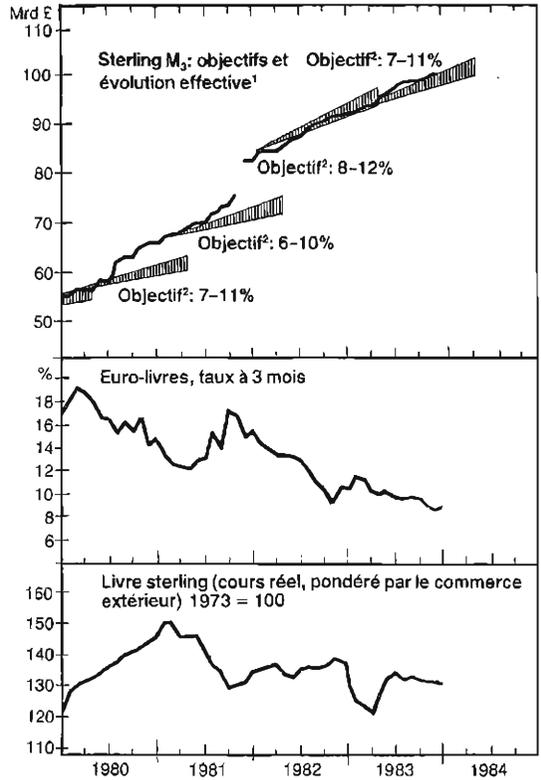
L'amélioration de la conjoncture s'est accentuée en 1983. Le *produit Intérieur brut* a augmenté d'environ 2,5% en termes réels. Un taux de cet ordre n'avait plus été enregistré depuis cinq ans. La croissance a découlé surtout de la consommation privée, qui a progressé de 4%, et de la reconstitution des stocks, observée pour la première fois depuis trois ans. Par contre, les investissements bruts n'ont augmenté que dans une faible mesure; ils étaient inférieurs d'environ 5% à leur niveau de 1979, dans l'ensemble de l'économie, et de près de 40%, dans l'industrie. Au second semestre, les entrées de commandes se sont accrues de nouveau dans l'industrie des biens d'équipement, ce qui annonce une augmentation des investissements cette année.

L'industrie manufacturière est restée le point faible de l'économie; la production a peu augmenté, ce qui contraste avec l'essor vigoureux de la consommation. Les concurrents étrangers se sont imposés davantage sur le marché britannique, et les exportations de produits industriels ont diminué sensiblement. Toutefois, l'enquête menée au mois de janvier par la Confederation of British Industries reflète un certain optimisme en matière de perspectives de production, grâce à l'accroissement des entrées de commandes.

Au second semestre, la croissance économique a influé sur le marché du travail. L'emploi, qui avait reculé entre 1979 et 1983 de 7% dans l'ensemble de l'économie et de 20% dans l'industrie manufacturière, s'est stabilisé et le nombre de chômeurs n'a plus augmenté. Au mois de décembre, le taux de chômage était de 12,3%, comme un an auparavant.

En 1983, le taux annuel moyen de renchérissement s'est chiffré à 4,6%, niveau qui n'avait plus été observé depuis 1968. La légère hausse du taux au second semestre était due principalement

Graphique 4: Royaume-Uni



¹ Variations saisonnières déduites (source: Bank of England, Quarterly Bulletin); depuis le mois de novembre 1981, les données concernant M₃ sterling ne sont plus comparables à celles des mois précédents en raison de modifications d'ordre statistique.

² Du mois de février au mois d'avril de l'année suivante

à la baisse de l'indice des prix au cours de la période correspondante de l'année précédente.

L'excédent de la balance des revenus a passé de 5,4 milliards de livres en 1982 à 2,2 milliards seulement en 1983. La balance commerciale a été déficitaire à la suite du vigoureux accroissement des importations et de la stagnation des exportations; pour la première fois, les échanges de produits industriels se sont soldés par un déficit.

Pour l'année budgétaire qui prendra fin au mois de mars, le *déficit de l'Etat* est estimé à 10

milliards de livres, alors qu'un montant de 8,2 milliards figure au budget. La part du déficit au produit national brut ne semble pas avoir varié; elle dépassera légèrement 3%.

L'augmentation de M_3 sterling a ralenti fortement au quatrième trimestre. Par rapport à la mi-février 1983, date de référence de l'objectif, le rythme annualisé de croissance a fléchi à 10,5%, revenant ainsi à l'intérieur de la fourchette choisie. L'affaiblissement de l'expansion monétaire a fait baisser les taux d'intérêt. Quant à la base monétaire, elle a continué d'augmenter à un rythme inférieur à celui de M_3 sterling.

5. France

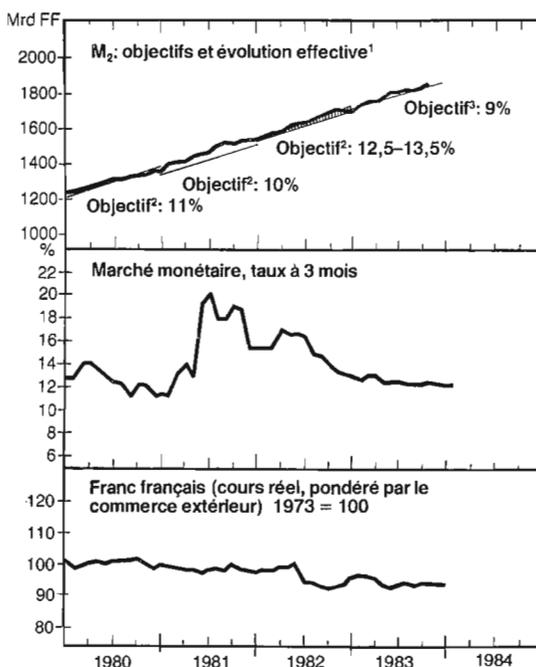
Selon des estimations officielles, le *produit intérieur brut réel* a stagné en 1983. La tendance à la récession a faibli au second semestre, grâce à l'accroissement de la demande extérieure, et la production industrielle a augmenté légèrement par rapport à la période antérieure. Cependant, la consommation privée est restée faible et la demande de biens d'équipement a fléchi. Les entreprises ont réduit leurs stocks, de sorte que le rapport entre les ventes et les stocks a diminué.

La situation s'est détériorée sur le marché du travail. Le taux de chômage, qui avait peu varié en 1982 et durant les trois premiers trimestres de 1983, a passé de 8,9% au mois d'octobre à 9,3% au mois de décembre. L'emploi a fléchi et le nombre de places vacantes a reculé d'un tiers.

En moyenne, le taux annuel d'inflation s'est inscrit à 9,6% en 1983; s'il a diminué par rapport à l'année précédente, il est resté néanmoins supérieur au niveau de 9% que le gouvernement s'était fixé comme objectif.

Le plan de rigueur adopté après la dévaluation du franc, au mois de mars, a permis de ramener à 42,2 milliards de francs français le déficit de la balance commerciale et à 29,1 milliards celui de la balance des revenus. Ainsi, le gouvernement a atteint son objectif, qui était de réduire de moitié le déficit de la balance commerciale. Le volume des exportations a augmenté de 3,5%, alors que celui des importations diminuait de 2%.

Graphique 5: France



¹ Variations saisonnières déduites (source: Banque de France, Bulletin trimestriel)

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

Selon des estimations, les *comptes de l'Etat* se sont soldés par un déficit de 120 milliards de francs français en chiffre rond. La part de l'excédent de dépenses au produit national brut a dépassé quelque peu le taux de 3% prévu. Le budget pour l'année en cours montre que la politique économique reste restrictive. L'accroissement des dépenses envisagées se chiffre à 6,3% et n'est que légèrement supérieur à l'objectif de 5% que les autorités se sont fixé en matière de renchérissement.

Après une accélération au deuxième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_2 a ralenti au troisième trimestre. En taux annualisé, l'expansion a été de 8,6%, un niveau légèrement inférieur à l'objectif de 9%. Ce ralentissement s'explique dans une large mesure par la stratégie que le Trésor a adoptée; alors que ce dernier avait

recouru à l'institut d'émission pour couvrir le déficit budgétaire au deuxième trimestre, il a prélevé 38 milliards de francs français, le trimestre suivant, sur le marché des capitaux.

Le taux d'intérêt des dépôts à trois mois, qui n'avait pas varié au troisième trimestre, a passé de 12,5% à 12,2% au quatrième trimestre.

Pour 1984, les autorités monétaires ont fixé entre 5,5 et 6,5% leur objectif d'expansion en termes de M_2 . L'OCDE prévoyant une croissance nominale du produit national brut de 7,5%, cet objectif implique une politique légèrement plus restrictive que l'année précédente. Afin d'adapter l'évolution du crédit au nouvel objectif, les autorités monétaires ont réduit la croissance autorisée des crédits pour certaines catégories de banques; l'accroissement du crédit se chiffrerait entre 7 et 8% en 1984, contre 11% l'an passé.

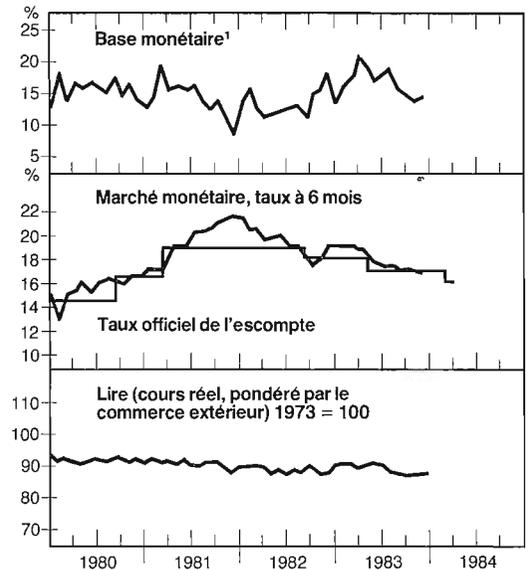
6. Italie

La récession a atteint son point le plus bas au deuxième trimestre, et les premiers signes d'une amélioration se sont manifestés au troisième trimestre. Néanmoins, le *produit intérieur brut réel* était alors encore inférieur de 0,4% au niveau observé un an auparavant. Pour l'ensemble de 1983, on estime qu'il a diminué de 1%. La consommation privée et les exportations ont stimulé l'économie. Après une stagnation au premier semestre, la consommation a augmenté durant l'été, car les majorations réelles de salaires accordées à l'occasion du renouvellement des conventions collectives ont renforcé la demande. Les investissements sont restés à un bas niveau.

Dans presque toutes les branches, la production industrielle a diminué l'an passé. Le recul a atteint environ 8% dans le secteur des biens d'équipement, 5,5% dans celui des biens de production et 4% dans celui des biens de consommation.

Sur le marché du travail, la situation s'est détériorée. L'emploi a diminué et la part des chômeurs à la population active a augmenté de 9,7% au mois de juillet à 10,2% au mois d'octobre. Le taux annuel de renchérissement a baissé, passant de 16,4% au début de 1983 à 12,5% un an plus tard.

Graphique 6: Italie



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

A la suite de l'accroissement des exportations et du fléchissement des importations, le déficit de la balance commerciale a passé de 16 000 milliards de lires en 1982 à 11 500 milliards en 1983. La balance des revenus, qui s'était soldée l'année précédente par un déficit de 7 500 milliards de lires, ou de 5,5 milliards de dollars, a été à peu près en équilibre en 1983.

Il semble que, cette année, le *déficit des comptes de l'Etat* dépassera le budget dans une mesure de nouveau considérable. Alors que le gouvernement avait envisagé un excédent de dépenses de 90 800 milliards de lires, soit 15% du produit national brut, le parlement a adopté, à la fin de l'année, une loi de finances avec un déficit supérieur d'environ 20% à cette somme.

Durant le quatrième trimestre, l'expansion de la base monétaire est restée forte. Au mois de novembre, cet agrégat dépassait de 14,7% le niveau observé un an auparavant. La baisse des taux d'intérêt a continué: la rémunération des dépôts à six mois était légèrement supérieure à 17% au mois de novembre, le rendement des

bons du Trésor à un an a passé au-dessous de 17% au début de 1984, pour la première fois depuis trois ans, et les banques ont réduit de 18¾% à 18½% le taux de leurs avances à des débiteurs de premier ordre. Au mois de février, la Banque d'Italie a ramené son taux d'escompte de 17% à 16%.

Depuis le début de l'année, les autorités monétaires ont renoncé à la surveillance du crédit qu'elles exerçaient en émettant des recommandations. Au mois de juin, elles avaient déjà abrogé le plafonnement en vigueur depuis 1973.

7. Japon

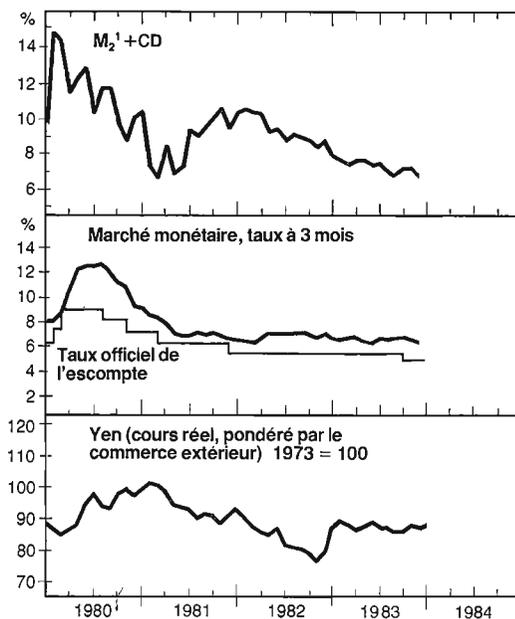
Comme l'année précédente, le *produit national brut réel* a augmenté approximativement de 3% en 1983. La faiblesse de la demande intérieure, au premier semestre surtout, a modéré la croissance; la consommation privée est restée au niveau du quatrième trimestre de 1982, tandis que l'investissement brut diminuait et que la reconstitution des stocks ralentissait. Au second semestre, la croissance s'est accélérée à la suite de l'augmentation de la demande extérieure, américaine en particulier. La demande intérieure s'est accélérée également, comme l'indiquent la progression du chiffre d'affaires du commerce de détail, la hausse du nombre de constructions mises en chantier et l'accroissement des importations.

Au second semestre, la production industrielle était d'environ 8% supérieure au niveau observé un an auparavant. Comme les entrées de commandes dans l'industrie des machines étaient élevées au quatrième trimestre et que les stocks de l'industrie étaient bas par rapport aux ventes, l'accroissement vigoureux de la production devrait se poursuivre ces prochains mois.

A la suite de l'amélioration de la conjoncture, le nombre de chômeurs a diminué et le taux de chômage a fléchi légèrement vers la fin de l'année. Le taux annuel de renchérissement est resté à un bas niveau, puisqu'il s'inscrivait à 1,6% en moyenne au quatrième trimestre.

La balance des revenus s'est soldée en 1983 par

Graphique 7: Japon



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

un excédent de 21 milliards de dollars, soit le triple du résultat de l'année précédente. En valeur, les exportations ont augmenté de 5,5%, alors que les importations diminuaient de 4,9%.

Le croissance de M_2 (M_2+CD) s'est ralentie durant le second semestre. Au mois de novembre, cet agrégat dépassait de 6,8% le montant enregistré un an auparavant. Sur le marché monétaire, le taux des dépôts à trois mois est resté autour de 6,4%.

Au mois de décembre, le ministère des finances a annoncé son intention de supprimer des mesures réglementant les marchés financiers et de faciliter une internationalisation du yen. A partir du début du mois d'avril, il assouplira les prescriptions relatives au marché des capitaux et aux opérations à terme sur devises. Au mois de janvier, les autorités ont également réduit de 500 à 300 millions de yens, le montant minimal des certificats de dépôt émis par les banques japonaises et étrangères.

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

a) Chiffre provisoire b) PIB

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

	1981	1982	1983	1983				1984	
				3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis	10,4	6,2	3,2	2,6	3,3	3,0	3,2	3,8	4,1
Rép. féd.									
d'Allemagne	5,9	5,3	3,0	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,9
Royaume-Uni	11,9	8,6	4,6	4,6	5,0	5,0	4,8	5,3	5,1
France	13,4	11,8	9,6	9,8	9,8	10,4	9,9	9,3	9,0
Italie	18,7	16,3	15,0	14,2	13,0	13,3	13,0	12,8	12,5
Japon	4,9	2,7	1,9	1,5	1,7	1,4	1,8	1,8	1,8
Suisse	6,5	5,6	2,9	1,7	1,8	1,4	1,8	2,1	2,7

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

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

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, variations saisonnières déduites)

	1981	1982	1983a)	1982		1983a)			
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	4,6	-11,2	-41,0	-6,6	-6,6	-3,6	-9,7	-12,0	-15,7
Rép. féd.									
d'Allemagne	-7,4	3,1	3,1	0,5	2,3	2,0	0,6	-0,5	0,9
Royaume-Uni	11,7	9,7	3,2	2,0	3,8	1,1	-0,3	0,9	1,2
France	-4,5	-11,6	-3,5	-3,2	-2,6	-3,4	-1,0	0,3	0,3
Italie	-7,7	-5,5	—	—	—	—	—	—	—
Japon	4,7	6,8	21,0	2,1	1,5	3,4	6,8	6,4	4,4
Suisse	2,8	3,7	2,8	0,4b)	0,9b)	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,8b)

a) Chiffre provisoire b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

L'accélération de la conjoncture, observée en Suisse depuis l'été, s'est poursuivie de manière hésitante au quatrième trimestre. Le principal rôle moteur a été joué par la demande intérieure puis, vers la fin de l'année, par les exportations. Après correction des variations saisonnières, la production industrielle a fléchi au troisième trimestre et augmenté de nouveau au quatrième trimestre. Sur le marché du travail, des signes annonçant un changement de tendance sont apparus vers la fin de l'année. Après correction des variations saisonnières, l'emploi a augmenté au quatrième trimestre, pour la première fois depuis plus de deux ans, et le nombre de chômeurs a diminué. Le renchérissement est resté à un bas niveau.

Les rémunérations à court terme, qui avaient augmenté à l'approche de l'échéance annuelle, sont descendues au-dessous de 4%, avant la fin de l'année, lorsque les banques ont estimé que l'échéance se déroulerait sans difficulté. Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt n'ont guère varié. Quant au marché des changes, il a été marqué jusqu'à la fin du mois de janvier par la fermeté du dollar et par la faiblesse du mark; durant le mois de février toutefois, le dollar a fléchi et le mark s'est revalorisé. Dans le domaine des exportations de capitaux soumises à autorisation, les octrois de crédits bancaires à des débiteurs étrangers ont augmenté de nouveau. En 1982, ils avaient diminué sensiblement en raison des difficultés de paiement de plusieurs pays.

Les bilans bancaires ont continué leur progression. Les crédits ont enregistré une sensible augmentation. Par contre, les placements des banques sur l'euro-marché et sur les autres marchés ont diminué, pour la première fois depuis 1980. Etant donné l'évolution des promesses de crédit, la croissance des prêts devrait s'accroître en 1984. Quant aux opérations fiduciaires, elles n'ont pas atteint, l'an passé, le rythme d'expansion observé auparavant.

En 1983, la Banque nationale a accru la monnaie centrale ajustée de 3,6% en moyenne, soit un peu plus que prévu. La tendance à la baisse des taux annuels de croissance s'est poursuivie au quatrième trimestre; ce mouvement a été observé également pour la masse monétaire M_1 . Au mois de décembre, M_2 dépassait son niveau de l'année précédente. Pour cet agrégat, une croissance annuelle n'avait plus été enregistrée depuis dix-huit mois.

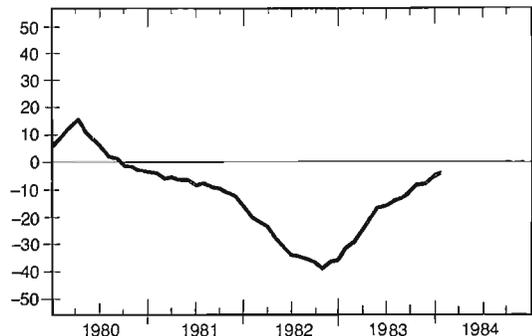
Pour 1984, la Banque nationale a annoncé son objectif d'expansion monétaire. Bien que la croissance projetée soit de 3%, comme l'année précédente, elle ne devrait pas engendrer de poussées inflationnistes.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Après avoir stagné durant les deuxième et troisième trimestres, le produit intérieur brut réel semble avoir augmenté quelque peu à la fin de l'année, en données corrigées des variations saisonnières. Le secteur des exportations, qui a enregistré ces derniers mois une augmentation sensible des entrées de commandes et des commandes en portefeuille, a été le moteur principal

Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ Indicateur synthétique de l'EPFZ

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

de l'expansion. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la production industrielle a augmenté légèrement par rapport au trimestre précédent, après correction des variations saisonnières. Un indice composite établi par ce même centre montre que les entreprises industrielles axées avant tout sur la demande intérieure, portaient, au quatrième trimestre, un jugement un peu moins optimiste qu'auparavant sur la situation.

Dans l'industrie chimique, dans le secteur des textiles et dans l'industrie de l'alimentation, la marche des affaires a continué de s'améliorer au quatrième trimestre, mais à un rythme un peu ralenti. Par contre, l'industrie des machines et appareils n'est pas sortie de la phase de stagnation.

Consommation privée

Le léger accroissement de la consommation, qui s'était esquissé au troisième trimestre, a continué au même rythme durant les mois suivants. Sur la base de cette évolution, le commerce de détail a porté, au quatrième trimestre, un jugement positif sur la marche des affaires. Les stocks étaient même considérés comme trop

faibles au mois de décembre, et les commandes passées au commerce de gros ont augmenté vers la fin de l'année. La progression récente des ventes de voitures neuves montre aussi que la consommation s'est accélérée. Particulièrement sensibles à la conjoncture, ces ventes avaient diminué fortement depuis le milieu de 1982 pour atteindre, cet automne, le niveau observé au milieu de 1978. Dans le secteur du tourisme, le nombre de nuitées de la clientèle étrangère s'est accru notablement. Malgré le temps défavorable, le taux d'occupation des hôtels était bon au début de la saison d'hiver.

Investissements

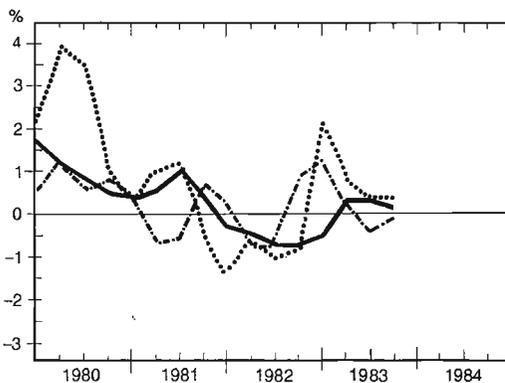
Les investissements ont augmenté au second semestre; aussi bien la construction que le secteur des biens d'équipement ont contribué à cette évolution. L'accroissement, depuis le milieu de 1982, des commandes passées par la clientèle suisse à l'industrie des machines est un indice de la demande plus forte de biens d'équipement. Les importations offrent une image trompeuse de la situation, car l'expansion des achats à l'étranger de biens d'équipement provenait en grande partie du renouvellement de la flotte de Swissair. La nécessité de recourir à de nouvelles technologies demeurera, de sorte que la demande de biens d'équipement devrait s'accélérer avec l'amélioration des perspectives conjoncturelles.

En ce qui concerne les constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat, les promesses de crédit et le volume des projets de construction ont augmenté depuis quelques mois. Une partie de ces plans sera réalisée sans doute cette année, ce qui devrait stimuler la construction.

Au quatrième trimestre, la construction de logements s'est accrue grâce au temps clément. Par contre, les octrois de permis de construire ont diminué par rapport au trimestre précédent. Cependant, la réduction semble passagère, étant donné que les facteurs déterminant la demande ne se sont pas modifiés.

Le jugement que les entreprises portaient sur le niveau de leurs stocks de produits finis traduisait

Graphique 9: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à la période précédente, variations saisonnières déduites

— PIB réel
 - - - Consommation privée
 Investissements

Source: Office fédéral de la statistique

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

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

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

l'incertitude qui subsistait. Ces stocks, qui avaient pourtant diminué un peu ces derniers mois, étaient toujours considérés comme trop élevés.

Commerce extérieur

Exportations

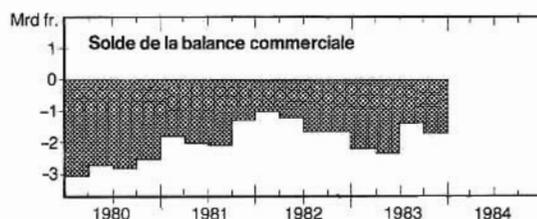
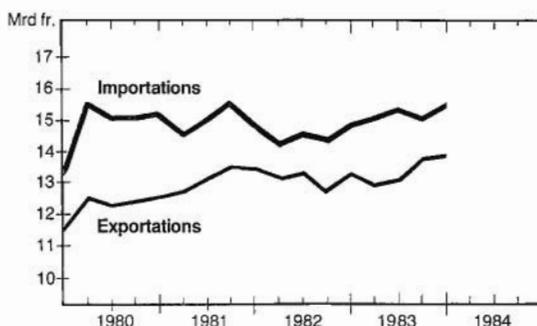
Au quatrième trimestre, les exportations ont continué d'augmenter en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport à la période correspondante de 1982, elles ont progressé de 5,5% en valeur et de 4% en volume. L'expansion vis-à-vis du trimestre précédent était due surtout aux ventes dans les grands pays de l'OCDE, à l'exception de la France; les livraisons dans les pays en développement ont stagné et les exportations vers les Etats membres de l'OPEP ont même diminué.

La faiblesse des investissements constatée dans la plupart des pays a continué d'influer sur les exportations suisses de biens d'équipement. L'accélération observée le trimestre précédent a cessé vers la fin de l'année. En particulier, les exportations de machines non électriques – une rubrique importante du commerce extérieur – ont diminué par rapport à l'année précédente. Les ventes à l'étranger de biens de consommation ont en revanche bénéficié de l'accroissement de la demande étrangère. Au quatrième trimestre, leur volume dépassait de près de 5% le résultat

enregistré pour la même période de 1982; les exportations de montres ont toutefois diminué.

Importations

Après avoir ralenti au troisième trimestre, l'accroissement des importations s'est accéléré vers

Graphique 10: Commerce extérieur¹

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

la fin de l'année. Abstraction faite des deux derniers avions livrés à Swissair, les importations de biens d'équipement ont augmenté au quatrième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières. Comme la consommation a commencé à progresser en Suisse, les achats à l'étranger de biens de consommation se sont accrus également. Au quatrième trimestre, les importations d'appareils ménagers et d'autres objets destinés au ménage dépassaient nettement le niveau observé pour la période correspondante de 1982; celles de matières premières et produits semi-ouvrés ont évolué de façon analogue. Après avoir diminué durant les deux trimestres précédents, les importations de produits énergétiques ont augmenté au quatrième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières.

Balance commerciale et balance des revenus

Au quatrième trimestre, le déficit de la balance commerciale s'est accru, l'augmentation des importations par rapport au trimestre précédent ayant atteint le triple de celle des exportations. Pour l'ensemble de l'année, il s'est chiffré à 7,3 milliard de francs, contre 5,4 milliards en 1982.

L'excédent de la balance des revenus a passé de 1,3 milliard au troisième trimestre à environ 1,8 milliards le trimestre suivant, car l'accroissement des revenus de capitaux a plus que compensé la hausse du déficit de la balance commerciale. Selon de premières estimations, la balance des revenus s'est soldée, en 1983, par un excédent de recettes de 6,1 milliards de francs.

Emploi et marché du travail

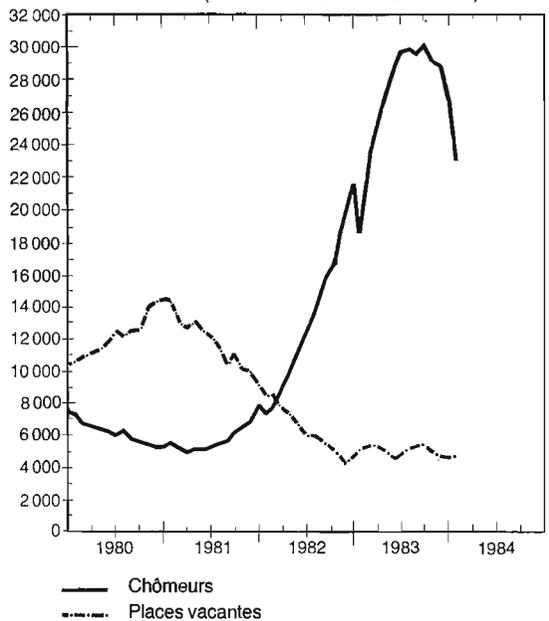
Après correction des variations saisonnières, l'emploi a augmenté au quatrième trimestre, pour la première fois depuis d'été de 1981. L'amélioration ne provenait toutefois qu'en partie de l'accélération conjoncturelle. Un autre facteur a joué un rôle tout aussi important. Pendant les trois derniers mois de l'année, le temps a été en effet particulièrement doux, ce qui a facilité la poursuite des travaux dans la construction et atténué la réduction de l'emploi, habituelle à la

mauvaise saison dans cette industrie. Dans le secteur des services, les effectifs se sont accrus de nouveau quelque peu, tandis qu'ils continuaient de diminuer très légèrement dans l'industrie. En 1983, l'emploi a fléchi en moyenne de 1,3%, 30 000 à 35 000 places ayant été supprimées.

En raison de l'évolution favorable de l'emploi au quatrième trimestre, le chômage a cessé d'augmenter au second semestre. Après correction des variations saisonnières, le chômage complet a même fléchi fortement cet hiver (voir graphique 11). Durant cette période, le nombre de personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail s'est réduit également. La diminution des licenciements et les perspectives d'emploi, considérées par les entreprises comme meilleures qu'au trimestre précédent, confirment l'amélioration graduelle qui s'est produite sur le marché du travail. Par contre, le nombre de places vacantes, qui est resté à environ 5000 depuis l'automne précédent, ne reflète pas encore un changement de tendance.

Graphique 11: Chômeurs et places vacantes

(Variations saisonnières déduites)



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

Tableau 4: Emploi et marché du travail
(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1980	1981	1982	1983	1983						1984	
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.		janv.
Indice de l'emploi ¹	2,0	1,0	-1,1 ²	-1,3	-1,6	-1,2	-0,6					
Taux de chômage	0,2	0,2	0,4	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	
Chômeurs ³	6 255	5 889	13 220	26 288	25 795	23 924	28 245	25 389	28 967	30 380	34 510	
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	2 128	5 704	36 611	48 930	54 253	35 392	38 241	40 327	39 420	34 975	25 000 ⁴	
Places vacantes ³	12 312	11 876	6 352	5 591	5 007	5 145	4 686	5 175	4 638	4 246	4 662	

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² 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

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

⁴ Chiffre provisoire

Source: La Vie économique

Prix et salaires

Le renchérissement a diminué fortement au cours de l'année dernière. Au quatrième trimestre, le taux annuel d'inflation s'inscrivait à 1,8%, comme au trimestre précédent. En moyenne annuelle, l'indice des prix à la consommation est monté de 2,9%, contre 5,7% en 1982. Ce résultat s'explique notamment par la politique monétaire menée par la Banque nationale, par la conjoncture encore faible et par la baisse des prix du pétrole sur le marché international. L'évolution des prix du pétrole a entraîné un recul de l'indice partiel du chauffage et éclairage et exercé des effets modérateurs sur les prix dans le domaine des transports.

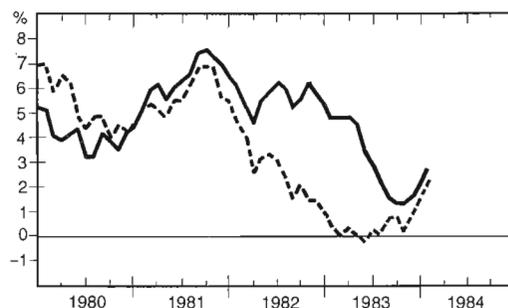
Le taux annuel de renchérissement a passé à 2,7% au mois de janvier 1984 et à 2,9% à celui de février. Ces taux sont plus élevés que les niveaux observés à la fin de l'année précédente, mais ils restent nettement inférieurs à ceux du début de 1983. La reprise économique étant hésitante, les taux de renchérissement seront peu élevés ces prochains mois, abstraction faite de variations occasionnelles.

Après avoir atteint un niveau minimal au deuxième trimestre, le taux annuel de hausse des prix de gros s'est élevé de nouveau; l'augmentation était due autant aux prix des marchandises importées qu'à ceux des produits suisses. En moyenne annuelle, les prix de gros sont montés

de 0,5% seulement en 1983, contre 2,6% l'année précédente.

Selon des estimations de l'Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail, les gains moyens des travailleurs dépassaient d'environ 3,1%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant. Il en a résulté une hausse réelle des salaires d'environ 1,3%.

Graphique 12: Evolution des prix¹



¹ 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

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale ajustée a évolué conformément au cadre fixé et les taux annuels de croissance ont continué leur mouvement de baisse. Comme l'expansion de la monnaie centrale au cours de l'année a été un peu plus forte que le rythme initialement prévu, le taux annuel moyen d'augmentation s'est chiffré à 3,6% en 1984, un niveau légèrement supérieur à l'objectif de 3%.

Pour 1984, la Banque nationale s'est fixé de nouveau un objectif d'expansion monétaire de 3%. Au mois de janvier, la monnaie centrale ajustée s'est inscrite en moyenne à 30,7 milliards de francs, un niveau inférieur de 1,8% à celui du premier mois de 1983. Ce recul, qui est le premier depuis le mois de février 1982, s'explique par le montant élevé que cet agrégat avait atteint au mois de janvier 1983. Les avoirs en comptes de virements étaient même inférieurs de 8% à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

En données corrigées des variations saisonnières, la masse monétaire M_1 , qui avait diminué

Tableau 6: Agrégats monétaires¹

	M_1	M_2	M_3
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
1982 4e trim.	11,6	- 1,1	5,3
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
1983 oct.	2,4	- 3,2	4,9
1983 nov.	2,1	- 1,9	5,2
1983 déc.	1,2	1,0	6,3
1984 janv.	1,6	3,6	6,6

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

M_2 = M_1 + quasi-monnaie (dépôts à terme + dépôts à vue, en monnaie étrangère, détenus par des résidents)

M_3 = M_2 + dépôts d'épargne

d'environ 500 millions de francs aux deuxième et troisième trimestres, a augmenté légèrement durant les derniers mois de l'année, passant à environ 61,1 milliards de francs. La hausse était due aux dépôts en banque à vue, le numéraire en circulation n'ayant guère varié. Comme le niveau de M_1 était relativement bas durant les trois premiers trimestres de l'année précédente, cet

Tableau 5: Monnaie centrale ajustée (MCA)

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,3}	Variation en % ²
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
1982 4e trim.	22 848	4,1	7602	13,2	652	29 799	6,4
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
1983 octobre	22 455	1,4	7800	9,9	627	29 628	2,7
1983 novembre	22 587	1,1	7479	4,2	242	29 824	2,1
1983 décembre	24 202	0,6	8378	2,4	1280	31 660	1,0
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

¹ Moyenne des valeurs journalières, en millions de francs

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

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

agrégat s'est accru de 7,5% en moyenne en 1983.

L'accroissement vigoureux des dépôts à terme qui s'était produit au printemps et au début de l'été a pris fin au second semestre. Après correction des variations saisonnières, la masse monétaire M_2 a donc évolué parallèlement à M_1 au quatrième trimestre. D'importants transferts ayant eu lieu, vers la fin de 1982, entre les dépôts à terme et les dépôts d'épargne, M_2 était toutefois inférieure en 1983 de 3,4% au niveau de l'année précédente.

Au quatrième trimestre, l'afflux de fonds d'épargne est resté élevé et la croissance de M_3 , par rapport au trimestre correspondant de 1982, était plus forte que les taux observés pour M_1 et M_2 . En moyenne, M_3 a augmenté de 6,7% en 1983.

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

Aux mois de novembre et de décembre, les avoirs que l'économie entretient en comptes de virements à la Banque nationale dépassaient d'environ 3% les niveaux enregistrés un an auparavant. A la fin des mois de novembre et de janvier, l'institut d'émission a couvert les besoins supplémentaires de liquidités en accordant des crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse). Pour l'échéance annuelle, il a conclu en outre des swaps avec les banques. Les avoirs en comptes de virements atteignaient 14,2 milliards de francs à la fin de 1983, contre 14 milliards un an auparavant. L'évolution des taux d'intérêt sur le marché des euro-francs et, surtout, les taux relativement bas des fonds destinés à l'échéance montrent que celle-ci s'est déroulée sans difficulté.

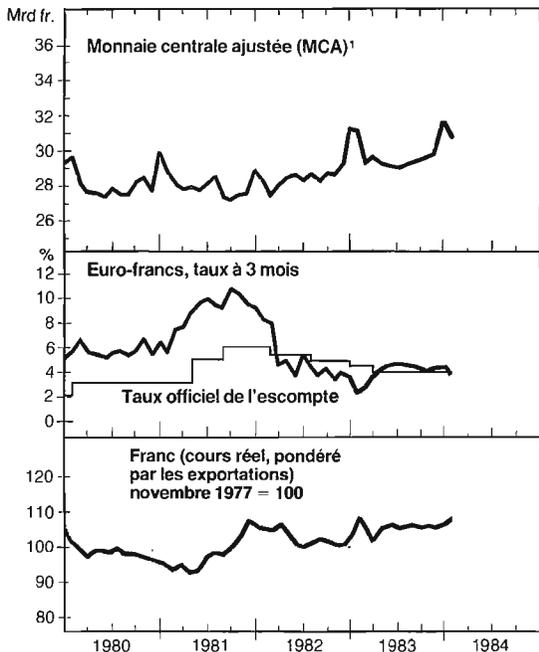
Sur le marché des euro-francs, les taux d'intérêt ont diminué après avoir augmenté pendant la première moitié du mois de décembre; au début du mois de février, ils étaient tous inférieurs à 4%. Etant donné cette évolution, les grandes banques ont réduit en deux étapes les rémunérations qu'elles servent sur les dépôts à terme fixe; les taux ont été ainsi ramenés entre 3% et 3½% selon la durée du placement. Pour la première fois depuis environ un an, les grandes banques n'avaient donc plus un taux unique pour tous les dépôts de trois mois à un an.

Chaque mois, des créances comptables à trois mois ont été émises sur la Confédération pour un montant d'un peu plus de 200 millions de francs. Au mois de janvier, une émission supplémentaire de créances à six mois a porté sur 170 millions de francs en chiffre rond. Comme d'habitude, les taux ont évolué parallèlement aux rémunérations offertes sur le marché des euro-francs, les taux des créances comptables étant inférieurs d'environ un demi-point, en moyenne, aux rémunérations servies sur l'euro-marché.

Marché des changes

Le mouvement de hausse du dollar, observé face au franc au quatrième trimestre, s'est poursuivi au

Graphique 13: Suisse



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

Tableau 7: Variation du franc suisse¹

	Du mois de novembre 1983 au mois de février 1984 ²		Du 4 ^e trimestre 1982 au 4 ^e trimestre 1983 ³	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel
Dollar USA	-0,6	-0,1	- 0,8	- 3,0
Yen	-0,8	-0,2	-10,5	-11,0
Mark allemand	-0,3	0,2	+ 6,0	+ 4,7
Franc français	0,0	0,1	+14,3	+ 5,3
Livre sterling	0,3	0,6	+11,3	+ 7,2
Lire	0,2	-0,4	+12,2	+ 1,3

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

² Variation mensuelle moyenne en %

³ Variation annuelle moyenne en %

début de 1984. Le 10 janvier, le cours du dollar atteignait fr. 2,26, soit son niveau le plus élevé depuis le mois d'octobre 1977. Durant la seconde moitié de janvier et, surtout, le mois de février, la monnaie américaine a fléchi toutefois sensiblement sur les marchés des changes. Au quatrième trimestre, le franc a faibli également vis-à-vis du yen. Contrairement au dollar, le yen est resté à son niveau élevé pendant les premières semaines de l'année. Le mark, monnaie importante pour les exportateurs suisses a regagné au mois de février le terrain qu'il avait perdu, face au franc, durant les premiers mois d'hiver.

Comme la tendance à la revalorisation du franc a continué, au quatrième trimestre, vis-à-vis des autres monnaies importantes, le cours réel pondéré en fonction des exportations est monté par rapport à la période correspondante de 1982; la hausse nominale s'est chiffrée à 8,2%, et la hausse réelle, à 3,3%.

Marché des capitaux

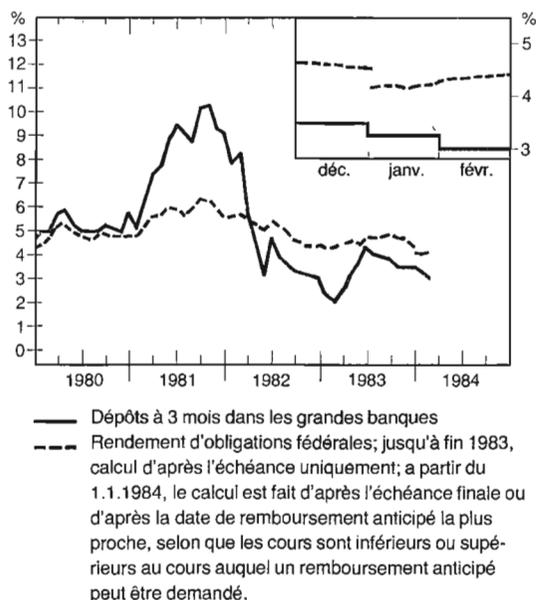
Les rendements, qui avaient diminué légèrement sur le marché des obligations au quatrième trimestre, ont augmenté de nouveau durant les deux premiers mois de l'année. Deux modifications ont été apportées au calcul du rendement moyen des obligations fédérales. Comme au début de chaque année, la Banque nationale a remanié le panier des obligations, puisque seuls les emprunts dont la durée restant à courir est de

cinq ans au moins entrent en ligne de compte. En outre, les rendements qu'elle calcule et publie depuis le 1^{er} janvier 1984 prennent également en considération les possibilités des dénonciation anticipée (voir bulletin trimestriel 5/1983 «Modification de la méthode de calcul des rendements d'obligations»). Le rendement calculé d'après l'échéance uniquement était de 4,53% à la fin de l'année et de 4,41% au début du mois de janvier. Par contre, le rendement calculé en tenant compte des possibilités de dénonciation anticipée s'inscrivait à 4,22%, le 3 janvier.

Au quatrième trimestre, les obligations émises par des débiteurs suisses ont atteint un montant de 3,5 milliards de francs, contre 3 milliards un an auparavant. Les conversions ayant passé toutefois de 0,3 milliard à 1,4 milliard de francs, le prélèvement d'argent frais a diminué de 0,6 milliard pour s'inscrire à 2,1 milliards de francs. Les souscriptions ont dépassé généralement les montants offerts, en particulier dans le cas d'emprunts à option. Jusqu'au 15 décembre, la Confédération a lancé un emprunt à 4½% selon le système d'enchères. Sur la base des offres reçues, 300 millions de francs ont été attribués à un prix d'émission de 100,4%. La durée étant de dix ans, le rendement s'est chiffré à 4,45%.

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a accordées au quatrième trimestre ont totalisé 11,2 milliards de francs. La part des crédits bancaires s'est inscrite à 26%, contre 22% durant les trois premiers trimestres de 1983 et 19% au second semestre de l'année précédente. De 1978 à 1981, elle avait atteint régulièrement 40% en chiffre rond et elle avait été encore de 33% au premier semestre de 1982. Après avoir diminué sensiblement au milieu de 1982, en raison des difficultés de paiement éprouvées par plusieurs pays, les octrois de crédits bancaires ont augmenté de nouveau au quatrième trimestre de 1983. Les crédits aux pays en développement ont eux aussi progressé puisqu'ils se sont chiffrés à 1,5 milliard de francs au quatrième trimestre; du milieu de 1982 à l'automne de 1983, ces crédits n'avaient atteint, en moyenne, que 0,5 milliard de francs par trimestre. Après une pause de près d'un an, plusieurs débiteurs étrangers ont émis de nouveau des

Graphique 14: Evolution des taux d'intérêt



emprunts à deux monnaies; la part de ces emprunts à l'ensemble des émissions étrangères s'est élevée à 27% en moyenne, pendant les quatre derniers mois de l'année. De nombreux placements de «notes» convertibles ont été effectués, au quatrième trimestre également, pour le compte de débiteurs japonais surtout.

Bilans et crédits bancaires

Abstraction faite des métaux précieux, la croissance des bilans des 71 banques s'est accélérée un peu au quatrième trimestre, grâce à l'amélioration de la conjoncture. Le taux annuel d'expansion a passé à 7,1% à la fin de 1983, atteignant ainsi à peu près le niveau enregistré un an auparavant. A l'actif, les placements financiers ont diminué au quatrième trimestre, pour la première fois depuis 1980, alors que les octrois de crédits augmentaient. Au passif, l'afflux de fonds d'épargne observé depuis deux ans a pris encore de l'ampleur au mois de novembre. Les opérations fiduciaires, qui avaient faibli, ont progressé de nouveau au quatrième trimestre, malgré le

niveau relativement bas des taux d'intérêt à court terme. A la suite en partie de la hausse du cours du dollar, les opérations fiduciaires dépassaient de 8,5%, à la fin de 1983, le volume observé un an auparavant.

Actif

Ces deux dernières années, les banques avaient accru vigoureusement leurs avoirs sur les marchés monétaires et financiers, notamment sous la forme d'opérations interbancaires, ainsi que de papiers monétaires et de titres. Cette progression était due au niveau élevé des taux d'intérêt sur le marché monétaire américain et au ralentissement de l'expansion des crédits, en raison de la faiblesse de la conjoncture en Suisse et de la prudence accrue dans les opérations à l'étranger. Durant l'été dernier, les banques ont commencé à réduire leurs placements financiers. La tendance s'est maintenue au quatrième trimestre, à la suite aussi de la forte augmentation des disponibilités en vue de l'échéance annuelle.

Les crédits, dont le volume avait stagné durant la phase de récession économique, ont augmenté de nouveau à partir du milieu de 1983; à la fin de l'année, ils dépassaient de 5,7% le niveau enregistré un an auparavant. Dans la plupart des catégories de crédits, la croissance s'est accélérée au quatrième trimestre. Parmi les opérations en Suisse, les placements hypothécaires ont continué toutefois de progresser au rythme le plus fort, leur taux d'accroissement atteignant 8% à la fin de 1983. Les prêts à des collectivités de droit public ont augmenté de 4% en 1983. Quant aux comptes courants débiteurs et aux avances et prêts à terme fixe, ils se sont accrus de 4,1% à la suite d'une progression au quatrième trimestre.

L'évolution des promesses de crédit incite à penser que l'expansion des crédits s'accélérera au premier semestre de 1984. Les octrois de promesses, qui précèdent d'environ six mois l'utilisation des crédits, ont progressé à partir du milieu de 1982. Dans le domaine des crédits de construction également, l'augmentation des promesses a commencé à se répercuter sur le volume des crédits utilisés au cours des troisième et quatrième trimestres de l'an passé.

Passif

L'accroissement des fonds déposés par la clientèle en comptes créanciers à vue et à terme, ainsi que sous la forme de dépôts d'épargne et de livrets et carnets de dépôts s'est accéléré légèrement au quatrième trimestre; à la fin de l'année, ces fonds dépassaient de 8,5% le niveau observé un an auparavant. La moitié de l'augmentation provenait des fonds d'épargne, lesquels ont progressé de 12,4%. Cette forme de placements a donc regagné une grande partie du terrain perdu en 1981, lors de l'expansion exceptionnelle des fonds à terme fixe. Inférieur à la progression moyenne des dépôts depuis un an, l'accroissement des fonds à terme fixe s'est chiffré à 6,5%. L'augmentation la plus faible, soit celle des fonds

à vue, a été de 3,2%; la forte expansion que ces dépôts avaient enregistrée du milieu de 1982 au milieu de 1983 avait compensé partiellement le recul dû à la vive hausse des fonds à terme fixe en 1981.

Le volume des bons de caisse et des obligations a augmenté plus lentement que celui des dépôts. Les bons de caisse n'ont été offerts à des conditions relativement intéressantes qu'à partir de l'automne. Aussi, leur volume a-t-il augmenté de 0,1% seulement en 1983, la diminution observée passagèrement ayant été compensée vers la fin de l'année. Les emprunts obligataires et les emprunts auprès de centrales d'émission de lettres de gage se sont accrus de 8,1% en 1983.

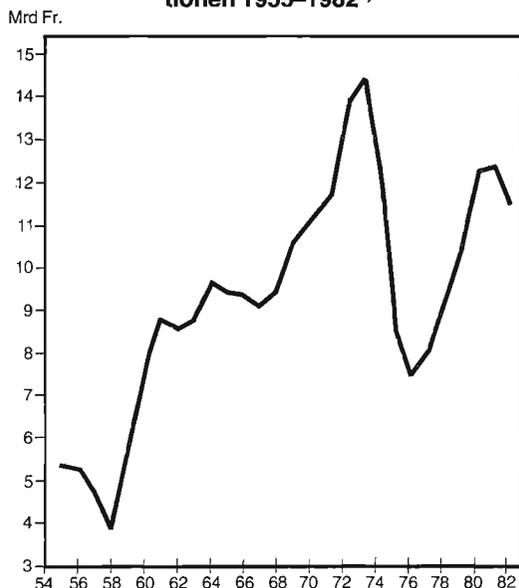
Monetäre und reale Bestimmungsgründe der schweizerischen Wohnbautätigkeit

Hans-Jürg Büttler* und Kurt Schiltknecht**

1. Einleitung

Der Wohnungsbau weist in der Schweiz wie in allen anderen Industriestaaten starke Schwankungen auf. Wie Abbildung 1 zeigt, haben sich

Abbildung 1: Reale Brutto-Wohnbauinvestitionen 1955–1982^{a)}



^{a)} Zu Preisen von 1982

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

* Forschungsabteilung der Schweizerischen Nationalbank, Zürich.

** Direktor und Stellvertreter des Vorstehers des 1. Departements der Schweizerischen Nationalbank, Zürich.

Leicht überarbeitete Fassung eines Referats, gehalten am Symposium «Wohnungsnot bei Wohnungsüberangebot?» vom 20. Januar 1984 an der Universität Mannheim. Zusammen mit einem hier nicht abgedruckten Anhang zum theoretischen Modell und den empirischen Ergebnissen erscheint diese Arbeit unter dem Titel «Eine empirische Untersuchung der schweizerischen Wohnbautätigkeit» auch im Tagungsband des genannten Symposiums.

die Ausschläge seit Anfang der siebziger Jahre noch vergrößert. Es scheint, dass die monetären und realwirtschaftlichen Turbulenzen dieser Periode sich ungünstig auf den Wohnungsbau ausgewirkt haben. Bevor auf die eigentliche empirische Untersuchung der Bautätigkeit eingetreten wird, werden einige Ausführungen zum schweizerischen Wohnungsmarkt gemacht und die für den Wohnungsbau relevanten monetären Rahmenbedingungen diskutiert.

2. Knappe Umschreibung des schweizerischen Wohnungsmarktes

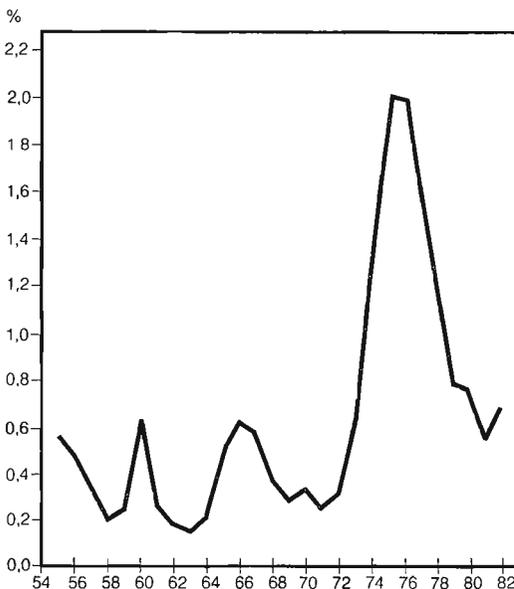
Der schweizerische Wohnungsmarkt zeichnet sich durch einen sehr geringen Leerwohnungsbestand aus (siehe Abbildung 2). In den letzten 35 Jahren betrug er im Durchschnitt weniger als ein Prozent. Nur in den Jahren 1974 bis 1977 überschritt er die Ein-Prozent-Grenze und erreichte im Jahre 1975 mit 2 Prozent den Höchstwert. Im internationalen Vergleich sind diese Werte ausserordentlich niedrig. In den amerikanischen Grossstädten beispielsweise werden Leerwohnungsbestände zwischen 5,5 und 15 Prozent als normal angesehen.¹ Selbst bei Berücksichtigung unterschiedlicher Definitionen für den Leerwohnungsbestand zeigen die vergleichsweise extrem niedrigen Werte, dass in der Schweiz kaum von einem gut funktionierenden Wohnungsmarkt gesprochen werden kann. Eine passende Wohnung zu finden, war denn auch immer mit ausserordentlich grossen Anstrengungen verbunden.

Der niedrige Leerwohnungsbestand in der Periode 1950 bis Mitte der sechziger Jahre lässt sich relativ leicht erklären. Vor allem der Zustrom der ausländischen Arbeitskräfte – die Zahl der kontrollpflichtigen Gastarbeiter stieg von 157 000 im Jahre 1951 auf 634 000 im Jahre 1964 – schuf

¹ Rosen/Smith (1983), S. 783.

eine Wohnungsnachfrage, die trotz einer starken Ausweitung der Bautätigkeit nur knapp befriedigt werden konnte. Der Anteil der Wohnbauinvestitionen am Bruttosozialprodukt vergrösserte sich in dieser Periode von rund 9 auf über 13 Prozent. Die ausländische Wohnbevölkerung nahm bis Mitte der siebziger Jahre noch zu, doch reicht dieses Wachstum zur Erklärung des weiterhin sehr niedrigen Leerwohnungsbestandes nicht aus. Insbesondere nach der Rückwanderung von über 100 000 ausländischen Arbeitskräften in den Jahren 1975 und 1976 hätte eine Normalisierung auf dem Wohnungsmarkt erwartet werden können. Vorübergehend erhöhte sich der Leerwohnungsbestand. Bereits 1978 sank er jedoch wieder unter ein Prozent, da (möglicherweise als Folge des höheren Leerwohnungsbestandes) die Bautätigkeit stark schrumpfte.

Abbildung 2: Leerwohnungsbestand 1955–82



Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Es muss somit eine andere Erklärung dafür gefunden werden, weshalb in der Schweiz der Leerwohnungsbestand sich nicht auf einem Niveau einpendelte, das nach Ansicht von Fach-

leuten für ein reibungsloses Funktionieren des Wohnungsmarktes notwendig wäre.

In Anlehnung an den Arbeitsmarkt wird immer wieder die These vertreten, dass ein gewisser Bestand an Leerwohnungen sowohl für den Vermieter als auch den Mieter von Vorteil wäre. Aus theoretischer Sicht ergibt sich ein «natürlicher» Leerwohnungsbestand dann, wenn ein rationales Verhalten folgender Art unterstellt wird²: Zum einen versuchen die Mieter, ihre Wohnkosten so klein als möglich zu halten. Dabei setzen sich die Wohnkosten aus der Wohnungsmiete, den Umzugskosten und den Suchkosten zusammen. Die Miete, die der einzelne Haushalt zu zahlen bereit ist, hängt sowohl vom Standort als auch von der Qualität der Wohnung ab, wobei letztere sich auch auf das Angebot an öffentlichen Einrichtungen in der Nähe des Standortes bezieht. Es erfordert deshalb einen beträchtlichen Suchaufwand an Zeit und Geld, die Wohnung mit den gewünschten Merkmalen zu finden. Je heterogener, komplexer und räumlich ausgedehnter der Wohnungsmarkt ist, desto höher fallen die Suchkosten aus. Andererseits versuchen die Vermieter, den Gewinn aus ihren Liegenschaften so gross als möglich zu halten, wobei sie zwar die Miete für ein bestimmtes Objekt frei festsetzen können, je nach Höhe der Miete aber mit einem bestimmten Leerwohnungsbestand rechnen müssen. Weil die Nachfrage nach ihren Wohnungen eine zufällige und nicht genau voraus-sagbare Grösse ist, zahlt es sich aus, einen gewissen Leerwohnungsbestand zu halten, um die Schwankungen der Nachfrage aufzufangen. Der «natürliche» Leerwohnungsbestand dient somit – ähnlich wie die Lagerhaltung – als Puffergrösse und stellt sich dann ein, wenn sich Angebot und Nachfrage die Waage halten.

In einer empirischen Untersuchung für 17 Städte in den Vereinigten Staaten weisen Rosen und Smith (1983) nach, dass der natürliche Leerwohnungsbestand im wesentlichen von den folgenden drei Grössen abhängt. Erstens muss der natürliche Leerwohnungsbestand um so höher sein, je grösser die Mobilität der Bevölkerung ist, damit der Suchprozess wirksam vonstatten ge-

² Vgl. dazu die Diskussion bei Chinloy (1980) und Rosen/Smith (1983).

hen kann. Obwohl direkte Vergleiche fehlen, ist zu vermuten, dass die Mobilität in der Schweiz kleiner ist als in den Vereinigten Staaten. Zweitens ist der natürliche Leerwohnungsbestand um so höher, je grösser die Variabilität der Mieten auf einem bestimmten Segment des Wohnungsmarktes ist. Dabei steht die Variabilität der Mieten sowohl für die Komplexität und räumliche Ausdehnung des Wohnungsmarktes als auch für die Risikobereitschaft der Vermieter. Weil der Wohnungsbau in der Schweiz zu einem beträchtlichen Teil durch Pensionskassen und Versicherungen getragen wird, die bestimmten Anlagevorschriften unterstellt sind, ist damit zu rechnen, dass die Schweizer Vermieter eher risikoscheu sind. Drittens ist der natürliche Leerwohnungsbestand um so grösser, je mehr neue Wohnungen in einer Periode gebaut werden, weil damit – unter sonst gleichen Bedingungen – das Angebot an Wohnungen wächst.

Aufgrund dieser drei Faktoren (kleinere Mobilität der Mieter, Risikoscheu der Vermieter und Neuwohnungsbau) ist damit zu rechnen, dass der natürliche Leerwohnungsbestand in der Schweiz kleiner ist als in den Vereinigten Staaten ist. Zwei weitere, in diesen theoretischen Überlegungen nicht berücksichtigte Faktoren treten in der Schweiz noch hinzu. Zum einen verursacht die sinkende Personenzahl je Haushalt, gepaart mit einem raschen Anstieg des Realeinkommens, eine stetig wachsende Nachfrage nach Wohnraum, und zum anderen war gegen das Leerstellenlassen von Wohnungen vereinzelt ein politischer Druck zu beobachten. (Letzterer basiert auf der Argumentation, dass brach liegende Ressourcen bei knappem Wohnraum zu höheren Mieten führen.) Ob und wann der natürliche Leerwohnungsbestand in der Schweiz über oder unter dem aktuellen Leerwohnungsbestand lag, bleibt jedoch eine empirische Frage.

Das Risiko, dass ein Leerwohnungsbestand vor allem bei Neuwohnungen auftritt, ist in der Schweiz besonders gross, weil sich wegen der sehr hohen Land- und Baukosten auch bei niedrigen Bruttorenditen Mieten ergeben, die bis zu einem Drittel des Brutto-Einkommens betragen. Die hohen Landpreise sind Ausdruck sowohl der natürlichen Knappheit des Bodens als auch der eher restriktiven Zonenpläne. Letzteres wird da-

durch verdeutlicht, dass in vielen Schweizer Gemeinden bereits vorhandenes Bauland durch Auszonung in sogenanntes Bauerwartungsland verringert wurde. Ungünstig wirken sich aber auch die restriktiven Bauvorschriften auf die Baukosten aus. Unter sonst gleichen Bedingungen nimmt das Risiko zu, dass neuerstellte Wohnungen nicht vermietet werden können, wenn sich auf der Angebotsseite die Kostenkonstellation verschlechtert. Für den Entscheid, ob neue Wohnungen erstellt werden sollen, ist deshalb die aktuelle Situation auf dem Wohnungsmarkt von ganz entscheidender Bedeutung. Bei einem sehr niedrigen Leerwohnungsbestand dürfte das Risiko, dass neuerstellte Wohnungen nicht vermietet werden können, als gering eingestuft werden. Umgekehrt nimmt die Wahrscheinlichkeit, dass neue Wohnungen einige Zeit leer stehen, mit steigendem Leerwohnungsbestand zu. Entsprechend wird die Wohnbautätigkeit gedrosselt.

Die Probleme mit der Wohnungsknappheit und den hohen Mieten haben auch den Gesetzgeber auf den Plan gerufen. Insbesondere während Inflationsphasen ist der Ruf nach Überwachung und Kontrolle der Mietzinsen laut geworden. Mit dem Bundesbeschluss über Massnahmen gegen Missbräuche im Mietwesen vom 30. Juni 1972 ist eine gesetzliche Grundlage geschaffen worden, um «die Mieter vor missbräuchlichen Mietzinsen und anderen missbräuchlichen Forderungen der Vermieter zu schützen» (Art. 1). Liegt ein missbräuchlicher Mietzins (übersetzter Ertrag aus der vermieteten Wohnung) vor, so kann der Mietzins bei einer Schlichtungsstelle angefochten werden.

A priori lässt sich nicht sagen, wie staatliche Massnahmen, mit denen die Mieten künstlich tiefgehalten werden, sich auf den laufenden Wohnungsbau auswirken. Falls die Mieten von Altwohnungen unter dem Gleichgewichtsniveau gehalten werden, entsteht eine Überschussnachfrage auf dem Mietwohnungsmarkt. Weil die Neuwohnungen bei der Erstfestsetzung der Mieten in geringerem Masse der Mietzinskontrolle unterliegen und deshalb eher die höhere Gleichgewichtsmiete erzielen können, entsteht ein Anreiz, die Überschussnachfrage durch den Bau von Neuwohnungen zu befriedigen. Andererseits können solche Massnahmen auch zu einer Ver-

minderung der Qualität von Altwohnungen führen, weil der Ertrag auf Liegenschaften durch eine Vernachlässigung der Unterhaltsarbeiten erhöht werden kann (sogenannter «filtering-down-Effekt»). Im Extremfall kann der Zerfall oder Abbruch von Liegenschaften gefördert werden. Eine kürzere Lebensdauer von Liegenschaften erhöht zwar den Bedarf an Neuwohnungen, bedingt jedoch unter sonst gleichen Bedingungen (auch in bezug auf Qualität) höhere Neu-Mieten. Diesen beiden nachfragebelebenden Effekten steht ein gewichtiger nachfragehemmender Einfluss gegenüber. Wenn die staatlichen Massnahmen die langfristigen Ertragerwartungen so ungünstig beeinflussen, dass sich der Ertrag relativ zu den Erträgen auf anderen Anlagen stark verschlechtert, dann wird der Wohnungsbau deutlich zurückgehen.

In der Schweiz sind die staatlichen Vorschriften nicht sehr einschränkend.³ Der Vermieter von Altwohnungen kann die Miete vor allem aus vier Gründen anheben. Erstens ist der sogenannte ortsübliche Mietzins eine Richtschnur für mögliche Anpassungen. Der ortsübliche Mietzins ist dabei jener Mietzins, der für eine vergleichbare Wohnung in der näheren Umgebung erzielt werden kann. Zweitens können höhere Kosten (Unterhalt, Reparaturen, öffentliche Abgaben) und Wertsteigerungen infolge Renovation und Umbauten ganz überwältigt werden. Der Anreiz zu einem «filtering-down» ist daher nicht gross. Drittens können Erhöhungen des Hypothekarzinsatzes überwältigt werden, was diesen – wie anschliessend gezeigt wird – zu einer wichtigen Leitgrösse in der politischen Diskussion macht. Schliesslich können Mietzinserhöhungen auch mit der Geldentwertung begründet werden. Berücksichtigt man zudem die Tatsache, dass die juristische Anfechtung von Mietzinserhöhungen, seien sie missbräuchlich oder nicht, nur mit einem maximal zweijährigen Kündigungsschutz des klagenden Mieters versehen ist, so kann nicht von einer einschränkenden Mietkontrolle, sondern eher von einem beschränkten Mieterschutz gesprochen werden. Während die Mietzinskontrolle aus ökonomischer Sicht abzulehnen ist, kann der Mieterschutz durchaus volkswirtschaftlich effizient sein, weil er die Anfechtung einer berechtigten Forderung (z. B. auf angemessene Leistung eines im Mietvertrag ver-

brieften Rechtes) ermöglicht. Falls der Vermieter nicht kündigen kann, wenn der Mieter die Durchsetzung eines Rechts erwirkt, können sowohl hohe Umzugs- und Suchkosten als auch die Abschöpfung der Konsumentenrente vermieden werden. Langfristig sind nachhaltige Verbesserungen auf dem schweizerischen Wohnungsmarkt aber vor allem beim Wohnungsangebot zu sehen. In Frage kommen in erster Linie Massnahmen auf dem Gebiet der Orts-, Regional- und Landesplanung.

3. Die monetären Rahmenbedingungen des Wohnungsbaus

Die Schweiz ist das Land der Hypothekarkredite. Die von Banken, Versicherungen, Pensionskassen, der öffentlichen Hand und privater Seite eingeräumten Grundpfandkredite betragen Ende 1982 rund 200 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Hypothekarverschuldung von gut 30 000 Franken pro Kopf der Bevölkerung. Bei der Finanzierung der Hypothekarkredite spielen die Banken die wichtigste Rolle; auf sie entfallen rund 170 Mrd. Franken der Kredite. Ungefähr drei Viertel der ausstehenden Hypothekarkredite dienen der Finanzierung von Wohnungen. Das Ausmass der Hypothekarverschuldung und die Tatsache, dass es praktisch keine Festhypotheken gibt, machen es verständlich, weshalb dem Hypothekarzins in der öffentlichen Diskussion so grosse Bedeutung zugemessen wird. Von einer Änderung des Zinssatzes wird in irgend einer Form praktisch jeder betroffen. In der Zeit vor 1965 wies der Hypothekarzinsatz eine grosse Stabilität auf. In der Periode von 1937 bis 1964 schwankte der Zinssatz auf ersten Hypotheken nur zwischen 3½ und 4 Prozent. In der Folge stieg er kontinuierlich an und erreichte im Jahre 1975 mit 6 Prozent den höchsten Stand. Vorübergehend sank der Hypothekarzins wieder auf 4 Prozent. Gegenwärtig liegt er mit 5½ Prozent jedoch nur wenig unter dem Höchststand.

Der Hypothekarzins folgt abgeschwächt und mit einiger Verzögerung den Bewegungen des allgemeinen Zinsniveaus. Die verzögerte und abgeschwächte Anpassung hängt vor allem mit der

³ Vgl. dazu Rätzer (1983).

Struktur der Passiveinlagen der Banken (genauer: Fristentransformation) zusammen. Unterstellt man der Einfachheit halber, Hypothekarkredite würden sowohl durch Kassenobligationen, d. h. mittelfristige Schuldverschreibungen der Banken, als auch durch Spargelder finanziert, so bedeutet beispielsweise eine Erhöhung der Zinssätze auf dem Geld- und Kapitalmarkt, dass sich nur ein Teil der zur Refinanzierung der Hypothekarkredite verwendeten Gelder verteuert, denn die bereits vorhandenen mittelfristigen Einlagen werden zu den bisherigen Sätzen verzinst. Kritischer und von grösserer Bedeutung ist eine Erhöhung des Zinssatzes auf Spareinlagen. Eine Änderung dieses Satzes hat zur Folge, dass auch für sämtliche bisherigen Spareinlagen ein höherer Zins bezahlt werden muss. Eine Anpassung der Zinssätze auf Spareinlagen geht dann auch meistens mit einer entsprechenden Anpassung des Hypothekarzinsatzes einher. Bis Mitte der siebziger Jahre war eine Differenz von einem Prozentpunkt zwischen Hypothekar- und Sparzins üblich. Seither hat sich die Differenz bei rund zwei Prozentpunkten eingependelt. Ob diese Zunahme in einem Zusammenhang mit höheren Risiken auf anderen Krediten, insbesondere auf Auslandskrediten steht, bleibe dahingestellt.

Wegen des engen Zusammenhangs zwischen Spar- und Hypothekarzinsen sind die Banken bei der Anpassung der Sparzinsen an die Marktsituation vorsichtig. Eine solche Strategie lässt sich deshalb durchführen, weil es für den Kleinsparer keine sehr attraktiven Alternativen gibt. Festgeldanlagen, deren Zinssätze am raschesten und stärksten auf veränderte Marktkonditionen reagieren, können nur mit Beträgen von gegenwärtig über 100 000 Fr. getätigt werden. Die einzige gute Alternative für Kleinsparer ist die Anlage ihrer Ersparnisse in Kassenobligationen. Von dieser Möglichkeit wird denn auch stets reger Gebrauch gemacht, und nach gewisser Zeit müssen auch die Zinssätze auf Spareinlagen den aktuellen Marktverhältnissen angepasst werden. Wegen dieser institutionellen Gegebenheiten reagiert der Hypothekarzins, obwohl er theoretisch alle drei bzw. sechs Monate angepasst werden kann, nur träge.

Diese Tendenz wird noch durch die politischen Pressionen auf die Banken, den Hypothekarzins

möglichst wenig zu erhöhen, verstärkt. Vor allem die Tatsache, dass die Wohnungsmieten oft im Anschluss an einen Anstieg des Hypothekarzinses erhöht werden, hat in weiten Kreisen die Vorstellung genährt, dass die Mieten vornehmlich durch den Verlauf der Hypothekarzinsätze bestimmt werden. Diese – für die mittlere Frist – der ökonomischen Theorie zuwiderlaufende These hat auch Eingang in die Mieterschutzgesetzgebung gefunden, indem eine Hypothekarzinserrhöhung eine Erhöhung der Mieten rechtfertigt. Umgekehrt fordern die Mieter bei einem Zinsrückgang eine Mietzinsreduktion. Angesichts einer solchen staatlich «abgesegneten» Verknüpfung zwischen Miet- und Hypothekarzins ist dieser zu einem Politikum erster Ordnung und damit noch weniger flexibel geworden.

Die langsame Anpassung des Hypothekarzinsatzes an die Marktgegebenheiten hat bedeutende Implikationen für das Angebot an neuen Hypothekarkrediten. In Zeiten, in denen die Marktsätze stark steigen, wird es relativ unattraktiv, neue Hypothekarkredite zu gewähren. Die Banken werden diese deshalb rationieren und andere Kredite oder Anlagen bevorzugen. Eine Kreditrationierung kann auf verschiedene Arten vorgenommen werden. Beispielsweise hat eine Bank die Möglichkeit, das Ausmass der Belehnung einer Liegenschaft zu variieren. Erkundigungen bei Banken haben ergeben, dass die in der allgemeinen Geschäftspolitik festgelegte Belehnungsgrenze, die für erste Hypotheken zwischen 60 und 70 Prozent und für erste plus zweite Hypotheken zwischen 80 und 90 Prozent des Liegenschaftswertes liegt, im Laufe der Jahre 1950 bis 1982 wenig verändert wurde. Eine Bank kann aber die Belehnung auch steuern, indem sie den Liegenschaftswert optimistisch oder pessimistisch einschätzt. Im Extremfall kann die Belehnung eines Objektes ganz abgelehnt werden.

Bis zu einem gewissen Grad lässt sich das Ausmass von neuen Hypothekarkrediten auch durch den Umfang der gewährten Baukredite kontrollieren. In der Schweiz ist es üblich, den Bau von Wohnhäusern durch einen Baukredit zu finanzieren. Nach Abschluss der Bautätigkeit wird dieser Kredit durch einen Hypothekarkredit abgelöst. Die Zinssätze für Baukredite sind weit flexibler

als diejenigen für Hypothekarkredite. Vor allem in Zeiten stark steigender Zinssätze folgten die Baukreditzinsen dem allgemeinen Zinstrend schneller als die Hypothekarzinsen. Über eine längere Zeitspanne hinweg verliefen die beiden Zinssätze parallel.

Sieht man von einigen wenigen Jahren ab, in denen die Banken als Folge der divergierenden Kreditzinsen zu einer Rationierung der Hypothekarkredite griffen, bot die Finanzierung des Wohnungsbaus nie grosse Probleme. Vor allem die im Hypothekargeschäft führenden Kantonalbanken – auf diese entfallen knapp 40 Prozent des Hypothekargeschäftes – waren zusammen mit den Regionalbanken bestrebt, geordnete Verhältnisse auf dem Hypothekarmarkt zu schaffen. Da zugleich die grossen Geschäftsbanken versuchten, ein immer grösseres Stück des Hypothekargeschäftes für sich abzuschneiden, herrschte auf diesem Markt ein gesunder Wettbewerb. Von diesem profitierten in erster Linie die Kreditnehmer.

Die Funktionsfähigkeit des Hypothekarmarktes ist letztlich aber auch Ausdruck effizienter Geld- und Kapitalmärkte in der Schweiz. Die Finanzierung des Wohnungsbaus stösst vor allem dann auf grosse Schwierigkeiten, wenn die Schweizerische Nationalbank mit einer restriktiven Geldpolitik die Inflation bekämpft. Dies traf insbesondere in den Jahren 1973/74 und 1980/81 zu. Umgekehrt schuf eine sehr expansive Geldpolitik immer vorteilhafte Finanzierungsbedingungen für den Wohnungsbau.

4. Die empirische Untersuchung der schweizerischen Wohnbautätigkeit

In der Schweiz sind in den letzten zwanzig Jahren zahlreiche Versuche unternommen worden, die kurzfristigen Schwankungen der Wohnbautätigkeit zu erklären.⁴ Spezielles Gewicht wurde bei diesen Untersuchungen vor allem auf den Einfluss der Kreditmarktbedingungen gelegt. Unabhängig davon, wie bei den Untersuchungen die Kreditmarktbedingungen spezifiziert worden sind, liess sich bei allen Analysen ein entsprechender Einfluss nachweisen. Eine Neuschätzung der in früheren Untersuchungen verwendete-

ten Modelle zeigt, dass es mit den damaligen Ansätzen nur noch teilweise gelingt, den Verlauf der Wohnbauinvestitionen während der letzten Jahre befriedigend zu erklären.⁵ Deshalb wurde ein neuer Erklärungsansatz entwickelt. Dieser geht von einem Portfolio-Ansatz aus.

Unterstellt man, dass eine Wohnbauinvestition eine spezielle Form einer Kapitalanlage darstellt, so kann die Erklärung der Wohnbauinvestitionen gleichgesetzt werden mit der Antwort auf die Frage, aus welchen Gründen ein grösserer bzw. kleinerer Teil des Vermögens in Neuwohnungen angelegt wird. Bei der Beantwortung dieser Frage wird davon ausgegangen, dass die Vermögensbesitzer ihre Anlageentscheidungen so treffen, dass unter Berücksichtigung der Anlagerisiken die Vermögen am Ende der Periode einen maximalen Wert erreichen.⁶

In der empirischen Analyse ist vereinfachend angenommen worden, dass ein Anleger nur zwischen Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren und solchen in Neuwohnungen wählen könne.⁷ Um eine solche Wahl zu treffen, müssen die Anleger Erwartungen über den Preis eines festverzinslichen Wertpapiers bzw. der Neuwohnung am Ende der Anlageperiode bilden. In der Untersuchung unterstellen wir eine Periodenlänge von drei bis vier Jahren. Wie lange die mittlere Planungsperiode der Bauherren tatsächlich ist, ist schwer abzuschätzen. Für den nicht-institutionellen Wohnungsbau wie Eigenheime und Ferienhäuser, die ebenfalls in den realen Brutto-Wohnbauinvestitionen enthalten sind, kann die Periodenlänge gleich der Lebenszeit sein. So einleuchtend es ist anzunehmen, dass Anlageentscheidungen nachhaltig von Erwartungen abhängig sind, so schwierig ist es, diese in empirischen Untersuchungen zu quantifizieren.

⁴ Vgl. dazu Schelbert (1962), Schillknecht/Stopper (1972), Büttler (1975) und die darin enthaltenen Literaturhinweise.

⁵ Eine Ausnahme bildet der Ansatz von Schillknecht/Stopper (1972).

⁶ Genau genommen wird der erwartete Nutzen aus dem Endvermögen in einer Mittelwert-Varianz-Form maximiert.

⁷ Abgesehen von der Absicht, ein möglichst einfaches Modell zu entwickeln, ist eine Rechtfertigung des Ansatzes darin zu suchen, dass die institutionellen Anleger im Wohnungsbau (Pensionskassen, Versicherungen) Anlagevorschriften unterliegen, die zu einem nicht unwesentlichen Teil auf ein Portefeuille, bestehend aus Wertschriften und Liegenschaften, abzielen.

Der erwartete Preis eines festverzinslichen Wertpapiers widerspiegelt die erwarteten Zinsen. Da sich der nominelle Zinssatz im wesentlichen aus dem Realzins und den Inflationserwartungen zusammensetzt, bedingt eine Zinsprognose Vorstellungen über den künftigen Verlauf der Inflation. In der ökonomischen Literatur wird oft angenommen, dass Inflationsprognosen aus dem jüngsten Verlauf der Geldmengenaggregate abgeleitet werden können. Diese vor allem von den Anhängern der Theorie der rationalen Erwartungen verfochtene These erweist sich für die schweizerischen Verhältnisse als nicht brauchbar. Das heisst nicht, dass in der Schweiz der Geldmengenverlauf für die Inflation nicht entscheidend wäre. Es bedeutet nur, dass in der relativ kurzen Frist kein enger Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation besteht. Der Verlauf der schweizerischen Geldmenge weist in der kurzen Frist starke Schwankungen auf, so dass der Informationsgehalt der laufenden Werte äusserst gering ist. Eine Abstützung der Inflationsprognosen auf das jüngste Geldmengenwachstum führt denn auch zu sehr schlechten Prognosen.⁹ Angesichts der Datenlage, vor allem der Variabilität der Geldmengenaggregate, liegt der Schluss nahe, dass andere Informationen zur Bildung von Zins- und Inflationserwartungen herangezogen werden. Relativ plausibel scheint die Annahme, dass der jüngste Zins- oder Inflationstrend extrapoliert wird, d. h. dass die Erwartungen adaptiv gebildet werden. Von dieser Annahme ist denn auch bei der Bestimmung des erwarteten Wertpapierpreises ausgegangen worden.

Ähnliche Probleme stellten sich bei der Bestimmung des erwarteten Preises der Neubauwohnungen. Der erwartete Preis einer neuen Liegenschaft wird bestimmt vom zukünftigen Einnahmestrom aus Nettomiete (Mieteinnahmen abzüglich laufende Kosten) und der inflationsbedingten Wertveränderung der Liegenschaft. Die erwartete Nettomiete widerspiegelt die Lage auf dem Mietwohnungsmarkt. Wird unterstellt, dass das Angebot an Wohnungen in der kurzen Frist gegeben ist, so stellt der Leerwohnungsbestand das Überschussangebot auf dem Mietwohnungsmarkt (korrigiert um den natürlichen Leerwohnungsbestand) dar. In der Theorie wird oft die These postuliert, dass zwischen der Über-

schussnachfrage und der Preisänderung ein Zusammenhang besteht. Eine solche Hypothese ist verschiedentlich auch für den Wohnungsmarkt formuliert und mit Erfolg empirisch überprüft worden.⁹ Die Leerwohnungsquote kann deshalb als Näherungsgrösse für die statistisch nicht verfügbaren, zukünftigen Mieten für Neuwohnungen verwendet werden. Gleichzeitig gibt die Leerwohnungsquote auch gewisse Hinweise auf die zu erwartende Belegung von Neuwohnungen. Insgesamt scheint die Leerwohnungsquote einen sehr grossen Informationsgehalt in bezug auf die erwarteten Mieteinnahmen zu haben.

Während der inflationären sechziger und siebziger Jahre sind die Anlageentscheidungen sicher auch durch die Hoffnungen auf eine inflationäre Wertvermehrung der Liegenschaften beeinflusst worden. Die Flucht in die Sachwerte war für viele die Lösung. In der empirischen Untersuchung musste diese Haltung formalisiert werden. Dabei standen zwei Wege offen. Entweder konnten die allgemeinen Inflationserwartungen, d. h. diejenigen, die sich auf den Verlauf des allgemeinen Preisniveaus beziehen, herangezogen werden, oder man musste sich auf die Preisinformationen im Baubereich abstützen. Da sich das allgemeine Preisniveau und die Baupreise nicht immer parallel entwickelten, kam der Wahl des Vorgehens eine gewisse Bedeutung zu. Für eine Portfolio-Entscheidung scheinen die marktspezifischen Informationen sinnvoller zu sein. Deshalb sind die Inflationserwartungen für Neuwohnungen mit Hilfe der Baupreisentwicklung und eines adaptiven Modells angenähert worden.

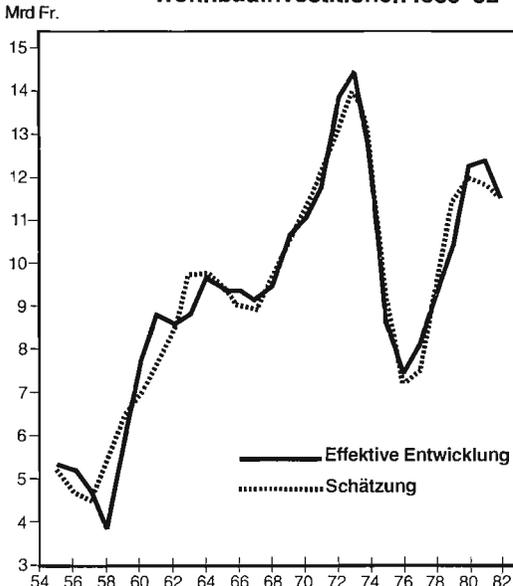
Da in der Schweiz keine Statistiken über das Vermögen vorliegen, wurde es durch das laufende Bruttosozialprodukt angenähert. Besser wäre zwar, das permanente Bruttosozialprodukt als Vermögensertrag und damit als Näherungsgrösse für das Vermögen zu verwenden. Aus zwei Gründen wurde darauf verzichtet. Erstens bietet die Bestimmung des permanenten Einkommens Probleme. Zweitens hat die Verwendung des laufenden Bruttosozialprodukts den Vorteil, dass damit auch die gegenwärtige Risikoeinschät-

⁸ Vgl. zum Problem der Inflationsprognosen in der Schweiz Béguellin et al. (1983).

⁹ Rosen/Smith (1983).

zung der Anleger aufgrund der allgemeinen wirtschaftlichen Aktivität erfasst wird. Ausländische Untersuchungen der Wohnbautätigkeit haben nämlich gezeigt, dass die Realisierung von Wohnbauprojekten nicht zuletzt auch von den allgemeinen Erwartungen über die Wirtschaftsentwicklung abhängig ist. Bei ungünstigen Konjunkturaussichten wird mit der Durchführung von Wohnbauprojekten eher zugewartet, während die Ausführung bei günstigen Wirtschaftsaussichten tendenziell gefördert wird. Das Volkseinkommen, der erwartete Wertpapierertrag relativ zum gegenwärtigen Ertrag, die Leerwohnungsquote sowie die Inflationserwartungen im Bausektor bilden somit die zentralen Elemente bei der Erklärung der Wohnbautätigkeit. Die Schätzung einer Gleichung mit diesen erklärenden Variablen brachte zufriedenstellende Ergebnisse.¹⁰

Abbildung 3: Effektive und geschätzte Brutto-Wohnbauinvestitionen 1955–82^{a)}



^{a)} Zu Preisen von 1982

Quellen: Bundesamt für Konjunkturfragen und eigene Berechnungen

Abbildung 3 zeigt, dass der Verlauf der Wohnbautätigkeit mit dieser Gleichung recht gut erklärt

werden kann. Die Vorzeichen der erklärenden Variablen entsprechen den Annahmen. Der Einfluss der Leerwohnungsquote ist statistisch signifikant und bestätigt die Erwartungen. Eine Erhöhung der Leerwohnungsquote um einen Prozentpunkt würde heute beispielsweise zu einem Rückgang der Wohnbautätigkeit um knapp 15 Prozent führen. Betrachtet man den Einfluss der Inflationserwartung im Bausektor und des erwarteten Wertpapierpreises für sich allein, so scheinen die Einflüsse relativ gross und auf den ersten Blick nicht sehr plausibel zu sein. Bei der Interpretation der gefundenen Werte darf jedoch nicht vergessen werden, dass ein Anstieg der Inflationserwartungen seinen Niederschlag auch in einem höheren Zinssatz findet. Dadurch erhöht sich das Verhältnis zwischen dem erwarteten und dem heutigen Wertpapierpreis. Dies wiederum ist gleichbedeutend mit der Feststellung, dass der Erwerb von Wertpapieren attraktiver und der positive Effekt der Inflationserwartungen auf die Bautätigkeit durch den negativen Zinseffekt relativiert wird. Der Nettoeffekt hängt beträchtlich davon ab, wie sich die allgemeinen Inflationserwartungen relativ zu den Inflationserwartungen im Bausektor verhalten. Schliesslich ist auch der Einfluss des Bruttosozialprodukts auf die Bautätigkeit statistisch gut gesichert.

5. Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Die Schwankungen der Wohnbautätigkeit in der Nachkriegszeit waren enorm (vgl. Abb. 1) und stellten die Bauwirtschaft vor grosse Probleme. Angesichts der Tatsache, dass in der Schweiz die kleinen Bauunternehmungen mit weniger als hundert Beschäftigten zahlenmässig bei weitem überwiegen, muss von einer beschränkten Substitutionsmöglichkeit zwischen den verschiedenen Bausparten ausgegangen werden. Abgesehen davon kann eine traditionelle Hochbaufirma kurzfristig kaum auf Tiefbauarbeiten ausweichen und mittelfristig nur unter beträchtlichen Kosten, indem sie die notwendigen Maschinen kauft und

¹⁰ Die Herleitung dieser Gleichung und die Schätzergebnisse sind im Detail in Büttler/Schlittknecht wiedergegeben. Wir danken Herrn Prof. B. Schips und Herrn I. Abrahamsen von der Forschungsstelle für Ökonometrie der Hochschule St. Gallen für die Unterstützung bei der Benützung des MEBA-Systems zur Berechnung der Gleichungen.

das über entsprechende Erfahrung und Wissen verfügende Personal einstellt. Aus diesen Gründen könnte ein Rückgang der Wohnbautätigkeit allenfalls durch Arbeiten im industriellen und öffentlichen Hochbau ausgeglichen werden, wobei sich diese Sparten in der betrachteten Periode (1955–1982) allerdings praktisch parallel zum Wohnungsbau entwickelten. Aufgrund der geringen Substitutionsmöglichkeit mussten die Hochbauunternehmen ihre Kapazitäten weitgehend der Wohnbautätigkeit anpassen.¹¹ Solche Anpassungen verursachen beträchtliche volkswirtschaftliche Kosten und schlagen sich in entsprechenden Preisschwankungen im Bausektor nieder. Aus diesen Gründen wäre es von Vorteil, wenn die Schwankungen der Wohnbauinvestitionen verringert werden könnten.

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass die Schwankungen im wesentlichen auf drei Faktoren zurückzuführen sind, nämlich auf Zinsschwankungen, auf Veränderungen der Inflationserwartungen im Bausektor und auf den Leerwohnungsbestand. Es liegt daher auf der Hand, dass die wirtschaftspolitischen Massnahmen zur Verstetigung der Wohnbautätigkeit auf die Stabilisierung der Zinssätze, der Inflationserwartungen und des Leerwohnungsbestandes zielen müssen. Das beste Mittel, um diese Ziele zu erreichen, ist eine Verstetigung des Geldmengenwachstums. Dadurch können die langfristigen Inflationserwartungen stabilisiert werden. Ideal ist natürlich die Ausweitung der Geldmenge mit einer Rate, die einigermaßen konsistent mit Preisstabilität ist. Falls eine solche Politik betrieben wird, werden sich wegen des Zusammenhangs zwischen Zinssatz und Inflationserwartung auch die Zinsschwankungen deutlich verringern. Vollständig werden sich diese jedoch ebenso wenig vermeiden lassen wie die Konjunkturschwankungen. Doch die Verbesserung gegenüber dem Zustand Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre wäre spürbar.

Weniger einsichtig sind die Möglichkeiten zur Stabilisierung der Leerwohnungsquote. Immerhin muss festgehalten werden, dass die grossen Sprünge dieser Quote die Folge der Rezession von 1975/76 waren. Dieser Konjunktüreinbruch, der zur Bekämpfung der Inflation notwendig geworden war, führte zu einer starken Abnahme der ausländischen Wohnbevölkerung und zu

einer starken Zunahme des Leerwohnungsbestandes. Durch eine Verstetigung der Geldpolitik lassen sich aber auch solche Fluktuationen in der ausländischen Wohnbevölkerung vermeiden, da sich die Nachfrage nach ausländischen Arbeitskräften viel gleichmässiger entwickeln würde.

Eine kontinuierliche Ausweitung der Geldmenge wird nicht alle Probleme der Wohnbautätigkeit lösen. Sie wird aber zu ihrer Verstetigung beitragen, indem sie jene Rahmenbedingungen schafft, die bei günstigen stadt- und raumplanerischen Voraussetzungen sowie einem freien Spiel der Marktkräfte im Wohnungsmarkt zu einer effizienteren Entwicklung des Wohnungsbaus führen.

Literatur

- Béguelin, J. P., Büttler, H. J. and Schiltknecht, K. (1983), A first look at entropy, monetary policy, and expected inflation rates in the determination of exchange rates, in L. R. Klein and W. E. Krelle (eds): *Capital flows and exchange rate determination*, *Zeitschrift für Nationalökonomie*, Supplementum 3, S. 205–220.
- Büttler, H. J. (1975), *Eine empirische Untersuchung der privaten und öffentlichen Brutto-Bauinvestitionen der Schweiz sowie des Boden- und Wohnungsmarktes von Bern, Zürich und Basel in den Jahren 1948 bis 1971*, Bern.
- Büttler, H. J. und Schiltknecht, K., *Eine empirische Untersuchung der schweizerischen Wohnbautätigkeit*, erscheint im Tagungsband des Symposiums «Wohnungsnot bei Wohnungsüberangebot?» vom 20. Januar 1984 an der Universität Mannheim.
- Chinloy, P. T. (1980), An empirical model of the market for resale houses, *Journal of Urban Economics*, Vol. 7, S. 279–92.
- Rätzer, E. (1983), *Auswirkungen der Missbrauchsgesetzgebung auf dem Mietwohnungsmarkt*, Volkswirtschaftliches Institut der Universität Bern.
- Rosen, K. T. and Smith, L. B. (1983), The price-adjustment process for rental housing and the natural vacancy rate, *American Economic Review*, No. 4, S. 779–85.
- Samuelson, P. A. (1969), Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 51, S. 239–46.
- Schelbert, H. (1962), *Die Ursachen der kurzfristigen Schwankungen der Wohnbautätigkeit im Marktgebiet von Zürich in den beiden Perioden von 1929 bis 1945 und 1946 bis 1959*, Dissertation, Zürich.
- Schiltknecht, K. und Stopper, P. (1972), Die kurzfristigen Bestimmungsgründe der Wohnbautätigkeit in den Nachkriegsjahren, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, S. 21–31.

¹¹ Erhebungen des Schweizerischen Baumeisterverbandes bei den Mitgliedsfirmen ergaben, dass der Bestand an Baumaschinen (für Hoch- und Tiefbau) in den Jahren 1973 bis 1980 dem Verlauf der Wohnbauinvestitionen folgte.

Revision und Ausbau der Bankenstatistik

Die veränderten Informationsbedürfnisse und die schnelle technische Entwicklung auf dem Gebiet der Informationsverarbeitung veranlassten die Schweizerische Nationalbank Anfang 1981, ein neues bankstatistisches Konzept zu entwickeln. In der Bankstatistischen Kommission arbeitete sie mit Vertretern der Banken, der Eidgenössischen Bankenkommision und der Schweizerischen Bankiervereinigung zusammen. Die Hoffnung, dass das neue Konzept zugleich die Neuerungen eines revidierten Bankengesetzes mitberücksichtigen könnte, erwies sich allerdings als verfrüht.

Das neue bankstatistische Konzept umfasst die folgenden fünf Bereiche:

1. Neue ausführliche Monatsbilanz aller Banken und Finanzgesellschaften mit Bilanzsumme und Treuhandgeschäften von 20 Millionen Franken und darüber (Bilanzstatistik)
2. Monatliche Statistik über den Stand der bewilligten und beanspruchten Kredite (Kreditstatistik)
3. Monatliche Devisenstatistik
4. Vierteljährliche Eurodevisenstatistik nach Währungen und Fristigkeiten
5. Halbjährlicher Auslandstatus der Banken auf Konzernebene (Auslandstatus)

1. Ausführliche monatliche Bilanz aller Banken

Die neue ausführliche Bilanz wird von allen Banken und Finanzgesellschaften mit Bilanzsumme und Treuhandgeschäften von 20 Millionen Franken und darüber monatlich erhoben und ersetzt die heutige, von den gleichen Instituten einverlangte Mindestreservenstatistik und die Statistik der 71 Banken. Sie gliedert die Bilanzpositionen in Inland-, Ausland- und Edelmetallgeschäfte sowie in Franken, Dollar, DM und übrige Fremdwährungen. Diejenigen Bilanzpositionen, die zeitlich fixierte Beziehungen repräsentieren, sind

nach Restlaufzeiten strukturiert, wobei aus geldpolitischen und liquiditätsbezogenen Überlegungen die Aufteilung der Fristen unter einem Jahr besondere Aufmerksamkeit beansprucht. Am Jahresende werden von allen Banken und Finanzgesellschaften ergänzende Strukturdaten erhoben, so dass der Informationsstand der jährlich erscheinenden Publikation «Das schweizerische Bankwesen» gewährleistet bleibt.

2. Monatliche Statistik über den Stand der bewilligten und beanspruchten Kredite

Die neue Kreditstatistik wird monatlich von 124 Banken erhoben, die für die einzelnen Bankengruppen repräsentativ sind. Die inländischen Kredite und Kreditlimiten sind nach Zweck der Kreditnahme und die Schuldner nach ihrer Zugehörigkeit zu volkswirtschaftlichen Sektoren und ausgewählten Wirtschaftsbranchen gegliedert, die ausländischen Kredite und Kreditlimiten nur nach dem Zweck der Kreditnahme. Diese Statistik ersetzt die bisherige Baukreditstatistik und die Statistik der inländischen Kredite. Sie wird eine wesentliche Verbesserung der Konjunkturanalyse erlauben und Erkenntnisse über die zeitliche Abfolge der Wirkungen geldpolitischer Änderungen bringen.

3. Monatliche Devisenstatistik

Die neue Devisenstatistik wird monatlich von 134 Banken und Finanzgesellschaften erhoben. Sie erfasst die Kassa- und Terminpositionen nach Hauptwährungen und strukturiert die Termingeschäfte auch nach Restlaufzeiten, und zwar bis und mit einem Monat, über 1 Monat bis und mit 3 Monaten, über 3 Monate bis und mit 1 Jahr und über 1 Jahr. Diese Restlaufzeitgliederung ist konsistent mit derjenigen in den Monatsbilanzen und aus geldpolitischen Gründen nötig. Bei den Termingeschäften werden die Currency Futures, die sogenannten standardisierten Devisenterminkontrakte, die an einer Börse gehandelt wer-

den können, separat erfasst und ebenfalls nach Restlaufzeiten gegliedert.

4. Vierteljährliche Eurodevisenstatistik nach Währungen und Fristigkeiten

Die Eurodevisenstatistik wird vierteljährlich von 131 Banken erhoben und ist eine international durch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) koordinierte Erhebung. Sie gibt Aufschluss über die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken gegenüber ausländischen Banken und Nichtbanken, indem sie diese nach neun Währungen und einem Katalog von rund 170 Ländern gliedert. Kumulativ zur Länderliste werden die Gesamtguthaben nach Restlaufzeiten bis und mit 1 Jahr, über 1 Jahr bis und mit 2 Jahren sowie über 2 Jahren aufgeteilt.

Durch diese neue Eurodevisenstatistik, welche per Ende 1983 die bisherige, den Informationsbedürfnissen der BIZ nur teilweise entsprechende Eurodevisenstatistik ablöste, erreichte die Schweiz nach jahrelangem Nachhinken den Stand der übrigen BIZ-Länder. Die Eurodevisenstatistik erlaubt dank dem Quartalsrhythmus eine Interpretation des Geschehens an den Euromärkten. Die vierteljährliche Erhebungsperiodizität erfordert eine Beschränkung auf die bilanzwirksamen Geschäfte der inländischen Bankstellen. Daher werden die Tätigkeit der im Ausland domizilierten Niederlassungen und Töchter und die Treuhandgeschäfte nicht erfasst.

5. Halbjährlicher Auslandstatus der Banken auf Konzernebene

Der Auslandstatus des Konzerns, d.h. die grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten des Konzerns gegenüber Dritten, interessiert die Behörden erst seit relativ kurzer Zeit; die entsprechende Statistik muss als «Frucht» der internationalen Schuldenkrise bezeichnet werden. Da der Einbezug rechtlich selbständiger Tochterbanken im Ausland die Sammlung der Daten ziemlich erschwert, wird diese Statistik nur halbjährlich erhoben. Der Zusammenzug auf der Ebene der BIZ-Länder erfordert überdies Vorkehrungen zur Vermeidung von Doppelzählungen.

Das Resultat dieser Bemühungen dürfte aber gerade für die international stark engagierten Schweizer Banken von grossem Interesse sein. Erfasst werden alle Banken und Finanzgesellschaften, die als Muttergesellschaft oder Niederlassung einer ausländischen Bank in der Schweiz oder Tochtergesellschaft in einem über- oder untergeordneten Verhältnis zu einem anderen Institut stehen.

Alle Daten des neuen Konzeptes werden vorerst auf Formularen erhoben. Die Nationalbank hofft aber, dass an die Stelle der Datenlieferung auf Papier auch die Übermittlung elektronisch lesbarer Belege treten kann und bereitet sich ihrerseits technisch auf diese Möglichkeit vor. Dadurch könnten sowohl ein kleinerer Arbeitsaufwand als auch eine grössere Zuverlässigkeit bei den Erhebungen erreicht werden.

Die neue Bilanzstatistik, die Kreditstatistik, die Devisenstatistik und der Auslandstatus des Konzerns werden auf Ende Dezember 1984 eingeführt. Die neue Eurodevisenstatistik wurde erstmals per Ende 1983 erhoben. Sollte die Erfahrung zeigen, dass eine Bank in einem Bereich nur unbedeutende Beträge zu melden hat, wird die Nationalbank nicht zögern, dieses Institut von der betreffenden Meldepflicht zu befreien. Umgekehrt können Institute neu der Meldepflicht unterstellt werden, sobald sie die für die einzelnen Statistiken unterschiedlich definierten Kriterien erfüllen.

Nach einer Anlaufzeit, die über die Zuverlässigkeit der Daten Aufschluss geben soll, werden die im Monatsbericht der SNB veröffentlichten Tabellen zum schweizerischen Bankwesen dem neuen Informationsstand angepasst werden.

Révision et extension de la statistique bancaire

L'évolution des besoins en matière d'informations et les progrès très rapides qui ont été réalisés dans le domaine de l'informatique ont amené la Banque nationale à examiner, à partir du début de 1981, une révision et une extension des statistiques demandées aux banques. Une commission de statistique bancaire comprenant des représentants des banques, de la Commission fédérale des banques et de l'Association suisse des banquiers a été mise sur pied à cet effet. L'idée, à l'origine, était de tenir compte également des modifications qu'entraînera la révision de la loi sur les banques. Il n'a toutefois pas été possible de la réaliser.

Les travaux ont porté sur les cinq statistiques suivantes:

1. le bilan mensuel détaillé de toutes les banques et sociétés financières dont le total du bilan et les opérations fiduciaires atteignent, ensemble, 20 millions de francs ou davantage (statistique des bilans),
2. la statistique mensuelle sur l'état des limites de crédit et des crédits versés (statistique des crédits),
3. la statistique mensuelle des positions en francs suisses, en monnaies étrangères et en métaux précieux (statistique des devises),
4. la statistique trimestrielle des euro-monnaies, selon les monnaies et les échéances, et
5. la statistique semestrielle des opérations du groupe avec l'étranger.

1. Bilan mensuel détaillé de toutes les banques

Toutes les banques et sociétés financières dont le total du bilan et les opérations fiduciaires atteignent, ensemble, 20 millions de francs ou davantage seront appelées à fournir des données dans le cadre de cette nouvelle statistique. Le bilan mensuel détaillé remplacera la statistique des réserves minimales, à laquelle participent actuellement les établissements mentionnés ci-dessus, et celle des 71 banques. Dans la nouvelle statistique, les postes du bilan seront répartis en comptes suisses et en comptes étrangers, puis

ventilés en positions en francs suisses, positions en dollars des Etats-Unis, positions en marks allemands, positions en d'autres monnaies et positions en métaux précieux. Les postes du bilan qui groupent des opérations ayant des durées déterminées seront subdivisés selon les durées restant à courir; pour des questions de politique monétaire et de liquidités, cette subdivision attache une importance toute particulière aux durées inférieures à un an. A la fin de l'année, des données structurelles complémentaires seront demandées à toutes les banques et sociétés financières afin de maintenir le contenu de notre publication annuelle «Les banques suisses en 19..».

2. Statistique mensuelle sur l'état des limites de crédit et des crédits versés

124 établissements représentant toutes les catégories de banques seront appelés chaque mois à remplir la nouvelle statistique des crédits. Les limites et les crédits accordés à des personnes domiciliées en Suisse y seront répartis selon leur utilisation, et les débiteurs, selon les secteurs économiques et quelques branches de l'économie. Quant aux limites et aux crédits accordés à des personnes domiciliées à l'étranger, ils seront répartis uniquement selon leur utilisation. Cette enquête remplacera la statistique des crédits de construction et celle des crédits en Suisse. Elle permettra d'améliorer sensiblement l'analyse de la conjoncture et de mieux connaître comment s'échelonnent les répercussions des modifications de la politique monétaire.

3. Statistique mensuelle des positions en francs suisses, en monnaies étrangères et en métaux précieux

Cette nouvelle enquête sera effectuée chaque mois auprès de 134 banques et sociétés financières. Les positions au comptant et à terme y seront déterminées dans les principales monnaies avec, pour les opérations à terme, une ventilation selon la durée restant jusqu'au dénouement (dans les 30 jours, dans plus de 1 mois

jusqu'à 3 mois, dans plus de 3 mois jusqu'à 1 an, dans plus de 1 an). Identique à celle qui est prévue dans la statistique mensuelle des bilans, cette ventilation selon la durée restant jusqu'au dénouement est demandée pour des raisons de politique monétaire. Dans les opérations à terme, les «Currency Futures» (contrats à terme standard sur devises et sur métaux précieux, négociables en bourse) seront recensés séparément et ventilés également selon la durée restant jusqu'au dénouement.

4. Statistique trimestrielle des euro-monnaies

La statistique des euro-monnaies, pour laquelle 131 banques seront appelées à fournir chaque trimestre des données, entre dans une enquête internationale, coordonnée par la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Elle renseignera sur les créances et les engagements que les banques ont, à l'étranger, envers d'autres banques et le secteur non bancaire; ces données seront réparties selon neuf monnaies et une liste d'environ 170 pays. Les avoirs dans chacun de ces pays seront également ventilés selon la durée restant à courir (1 an et moins, plus de 1 an jusqu'à 2 ans, plus de 2 ans).

Cette nouvelle statistique des euro-monnaies remplace, depuis la fin de 1983, l'ancienne statistique du même nom qui ne répondait que partiellement aux besoins de la BRI. La Suisse, longtemps à la traîne, est ainsi au même niveau que les autres pays déclarant à la BRI. Grâce à son rythme trimestrielle, cette nouvelle statistique permettra d'interpréter l'évolution sur l'euro-marché. Comme elle est trimestrielle, elle porte uniquement sur les opérations figurant dans les bilans et réalisées par les comptoirs en Suisse. Par conséquent, l'activité des comptoirs et filiales à l'étranger et les opérations fiduciaires n'entrent pas dans cette statistique.

5. Statistique semestrielle des opérations du groupe avec l'étranger

Les positions du groupe envers l'étranger intéressent les autorités depuis quelque temps seulement. Cette statistique peut être interprétée comme le «fruit» de la crise de l'endettement

international. Elle sera semestrielle, car la récolte des données est sensiblement moins aisée du fait que l'activité des filiales financières (juridiquement indépendantes) à l'étranger est incluse. La consolidation au niveau de l'ensemble des pays déclarant à la BRI exige en outre que des dispositions soient prises pour éviter des duplications d'écritures. Pour les banques suisses qui jouent un grand rôle sur le plan international, le résultat de ces efforts revêtira sans doute une importance toute particulière. Dans le cadre de cette statistique, des données devront être fournies par toutes les banques et sociétés financières qui, en qualité de société mère, de succursale d'une banque étrangère en Suisse ou de filiale, dominent un autre établissement ou sont dominées par un autre établissement.

Toutes les données demandées dans ces nouvelles statistiques seront recueillies, dans une première phase, à l'aide de formules. La Banque nationale espère toutefois pouvoir renoncer en partie au papier et passer à des supports de données directement lisibles par ordinateur. Elle se prépare déjà à franchir cette étape qui permettra de réduire le volume du travail et d'accroître la fiabilité des enquêtes.

La nouvelle statistique des bilans, la statistique des crédits, la statistique des devises et la statistique des opérations du groupe avec l'étranger seront introduites à la fin du mois de décembre 1984. Quant à la nouvelle statistique des euro-monnaies, elle est demandée depuis fin décembre 1983 déjà. Si l'expérience montre que les données fournies par une banque pour l'une de ces statistiques portent sur de faibles montants, la Banque nationale libérera sans tarder cet établissement de l'obligation de déclarer. Inversement, l'obligation de déclarer pourra être étendue à d'autres établissements dès que ceux-ci rempliront les critères fixés pour la statistique en question.

Après une phase de rodage qui doit permettre de vérifier la qualité des données, les tableaux concernant les banques suisses, publiés dans le Bulletin mensuel de la Banque nationale, seront adaptés pour tenir compte des nouvelles informations disponibles.

Geld- und währungspolitische Chronik

Bewilligungspflichtiger Kapitalexport

Per 1. Januar 1984 wurde der Kalender, mit dem die Nationalbank die Anzahl der öffentlichen Anleihen ausländischer Schuldner limitierte, aufgehoben. Seither beschränkt sich die Nationalbank darauf, auf Anfrage hin den federführenden Emissionsbanken Auskunft über Anzahl, Volumen und Emissionstermine der bereits bewilligten Projekte zu erteilen, um einer Häufung von Anleihen vorzubeugen. Der Maximalbetrag pro Anleihe wurde von 100 Mio. auf 200 Mio. Franken erhöht, wobei diese Limite nun auch für Doppelwährungsanleihen gilt.

Per 20. Januar wurde ferner die Depotpflicht für Notes leicht modifiziert und das Kapitalexport-Merkblatt entsprechend angepasst. In Zukunft können die Titel auch bei der SEGA Schweizerische Effekten-Giro AG im Depot aufbewahrt werden.

Rückzahlung von Währungskrediten

Brasilien bezahlte die im Mai und August fällig gewordenen Tranchen des Überbrückungskredits der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) Ende November zurück. Die Schuldentilgung wurde durch den erfolgreichen Abschluss der Kreditverhandlungen Brasiliens mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und die anschliessende Auszahlung vorübergehend blockierter Mittel ermöglicht. Damit lief auch die letzte noch ausstehende Substitutionszusage der Nationalbank für Überbrückungskredite der BIZ in der Höhe von 12,9 Mio. Dollar unbenutzt aus. Von Währungshilfen der BIZ profitierten Mexiko, Ungarn, Brasilien, Argentinien und Jugoslawien. An den Kreditzusagen der BIZ von 3,7 Mrd. Dollar war die Nationalbank mit Substitutionszusagen von insgesamt 165 Mio. Dollar beteiligt.

Kredite an den Internationalen Währungsfonds

Die BIZ und 19 Industrieländer – einschliesslich die Schweiz, aber ohne die Vereinigten Staaten

– stellten dem IWF im Dezember 1983 einen mittelfristigen Überbrückungskredit von 3 Mrd. SZR in Aussicht. Die Schweizerische Nationalbank wird sich daran mit einer Kreditzusage von 180 Mio. SZR (rund 416 Mio. Franken) beteiligen. Zusätzlich werden weitere 3 Mrd. SZR von Saudi-Arabien gewährt.

Beitritt zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF

Die Eidgenössischen Räte stimmten am 1. bzw. 14. Dezember dem Beitritt der Schweiz zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) zu. Sie folgten damit im wesentlichen dem in der Botschaft des Bundesrates vom 29. Juni 1983 unterbreiteten Antrag (vgl. Quartalsheft 4/1983). Das Parlament verlangte zusätzlich, dass der Bundesrat den IWF im Zusammenhang mit dem Beitritt auf die schweizerischen Grundsätze bezüglich der internationalen Entwicklungszusammenarbeit hinweist und die eidgenössischen Räte über die Beteiligung der Schweiz an den AKV unterrichtet.

Da im Rahmen der Zehnergruppe vor allem monetäre Fragen behandelt werden und die Beitragsleistung der Schweiz durch die Nationalbank finanziert wird, hat das Parlament die Schweizerische Nationalbank als teilnehmende Institution an den AKV bezeichnet. Die auf die Nationalbank entfallende Verpflichtung beträgt 1020 Mio. SZR bzw. 2315 Mio. Schweizer Franken. Anders als bei der früheren Mitfinanzierung der AKV durch die Schweiz werden die Kredite der Nationalbank nicht mehr vom Bund garantiert. Nachdem das Ratifikationsverfahren in den zehn bisherigen Mitgliedsländern Ende 1983 abgeschlossen war und der Bundesbeschluss vom 14. Dezember 1983 nicht dem Referendum unterliegt, wird die Schweiz vereinbarungsgemäss ihren Beitritt zur Zehnergruppe bis zum 30. April 1984 erklären.

Chronique monétaire

Exportations de capitaux soumises à autorisation

Avec effet au 1er janvier 1984, la Banque nationale a supprimé le calendrier des émissions qu'elle dressait pour limiter le nombre des placements publics d'emprunts étrangers. Depuis, en vue d'éviter une concentration des émissions, elle se borne à renseigner, sur demande, les banques chefs de file de syndicat sur le nombre, le volume et le début de la période d'émission des projets déjà autorisés. En outre, le montant maximal de chaque emprunt a été porté de 100 millions à 200 millions de francs; cette limite s'applique aussi maintenant aux emprunts à deux monnaies.

Le 20 janvier, la Banque nationale a modifié légèrement la note relative aux dispositions appliquées aux exportations de capitaux pour que les «notes», qui sont soumises au dépôt obligatoire, puissent être déposées à la Société suisse pour le virement de titres SA (SEGA).

Remboursement de crédits monétaires

A la fin du mois de novembre, le Brésil a remboursé les tranches échues en mai et en août du crédit relais que lui avait octroyé la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Le remboursement a été possible après l'issue favorable des négociations entre le Brésil et le Fonds monétaire international (FMI) et le versement de crédits que celui-ci avait temporairement bloqués. Ainsi, la dernière promesse de substitution accordée par la Banque nationale pour des crédits relais de la BRI – cette promesse portait encore sur un montant de 12,9 millions de dollars – est devenue caduque sans que la BRI y recoure. Au total, le Mexique, la Hongrie, le Brésil, l'Argentine et la Yougoslavie ont bénéficié d'aides monétaires de la BRI. Cette dernière a accordé des lignes de crédit pour une somme de 3,7 milliards de dollars et la Banque nationale y a participé en donnant des promesses de substitution pour 165 millions de dollars.

Crédits au Fonds monétaire international

Au mois de décembre, la BRI et dix-neuf pays industrialisés – parmi lesquels figure la Suisse, mais non les Etats-Unis – ont exprimé l'intention de mettre un crédit à moyen terme, de 3 milliards de DTS, à la disposition du FMI. La Banque nationale y participera en ouvrant une ligne de crédit de 180 millions de DTS, soit environ 416 millions de francs. En outre, l'Arabie saoudite envisage de fournir un autre prêt de 3 milliards de DTS.

Adhésion de la Suisse aux Accords généraux d'emprunts du FMI

Les 1er et 14 décembre 1983, les Chambres fédérales ont approuvé l'adhésion de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt (AGE). Pour l'essentiel, elles ont suivi la proposition que le Conseil fédéral leur avait soumise dans son message du 29 juin 1983 (voir bulletin trimestriel 4/1983). Selon les modifications apportées par les Chambres, le Conseil fédéral devra leur soumettre des rapports sur la participation de la Suisse aux AGE et attirer l'attention du FMI sur les principes que la Suisse entend appliquer en matière de coopération internationale au développement.

Comme le Groupe des Dix aborde essentiellement des questions monétaires et que la contribution suisse sera financée par la Banque nationale, cette dernière a été désignée comme institution participante aux AGE. La Banque nationale pourra être amenée à accorder des crédits totalisant 1020 millions de DTS, soit environ 2315 millions de francs suisses. Contrairement à la règle appliquée précédemment, la Confédération ne garantira plus les crédits octroyés par la Banque nationale dans le cadre des AGE. Comme le prévoit l'accord, la Suisse annoncera son adhésion au Groupe des Dix jusqu'au 30 avril 1984, puisque la procédure de ratification était achevée, à la fin de l'année 1983, dans les dix pays actuellement membres et que l'arrêté fédéral du 14 décembre 1983 n'est pas soumis au référendum.

