

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 3
September/septembre 1984**

2. Jahrgang/2^{eme} année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	5
Sommaire/Sommario	6
Abstracts	8
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	30
<hr/>	
Georg Rich: Ist die schweizerische Geldpolitik wirklich monetaristisch?	53
<hr/>	
Pascal Bridel: Essai d'estimation de la part suisse à l'activité financière internationale 1975–1983	61
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	72
Chronique monétaire	72

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–29)

Im zweiten Quartal hat sich die konjunkturelle Erholung in den Industrieländern fortgesetzt. Am stärksten stieg das reale Bruttosozialprodukt erneut in den Vereinigten Staaten und in Japan; hingegen schwächte sich das Wachstum in der Bundesrepublik Deutschland und im Vereinigten Königreich vor allem infolge ausgedehnter Arbeitskonflikte ab. Die Arbeitslosenrate sank im OECD-Raum nur geringfügig, da dem Rückgang in den USA ein erneuter Anstieg in den europäischen Industrieländern gegenüberstand. Die Geldmengenaggregate bewegten sich in den meisten grossen Industrieländern innerhalb der Zielbereiche, und die Teuerungsraten bildeten sich weiter zurück. An den Devisenmärkten stieg der Dollarkurs gegenüber allen wichtigen Währungen stark an.

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturbelebung im zweiten Quartal verlangsamt fort. Die Exporte stagnierten, und in den stark exportorientierten Unternehmungen war der Geschäftsgang weniger günstig als in der Vorperiode. Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts dürfte sich daher etwas abgeschwächt haben. Bei unveränderter Beschäftigung erreichte die Zahl der Arbeitslosen saisonbereinigt einen neuen Höchststand, während die Kurzarbeit merklich zurückging.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Durchschnitt der vier Monate April bis Juli um 3,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Infolge der regen Kreditnachfrage stiegen die Zinssätze am Geld- und Kapitalmarkt etwas an. Am Devisenmarkt wurde der Schweizerfranken nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen tiefer bewertet; sein exportgewichteter Aussenwert bildete sich nominal und real zurück.

Ist die schweizerische Geldpolitik wirklich monetaristisch? (S. 53–60)

Die schweizerische Geldpolitik kann insofern als monetaristisch bezeichnet werden, als die Natio-

nalbank die Inflation hauptsächlich als monetäres Problem betrachtet und sie deshalb durch eine straffe Kontrolle der Geldmenge zu bekämpfen versucht. Die Erfahrungen in der Schweiz haben ferner die monetaristische These der Kontrollierbarkeit der Geldmenge bestätigt und gezeigt, dass Geldmengenziele nützliche geldpolitische Hilfsmittel darstellen. Die Geldpolitik der Nationalbank kann jedoch nicht als dogmatisch monetaristisch bezeichnet werden, da die Nationalbank durchaus bereit ist, unter gewissen Umständen von ihrem Geldmengenziel abzuweichen. Dies kann beispielsweise bei starken Wechselkurschwankungen des Schweizerfrankens der Fall sein. Im Gegensatz zu vielen Monetaristen vertritt die Nationalbank zudem die Meinung, dass ein Regelsystem keine brauchbare Alternative zu einer auf Ermessensentscheidungen beruhenden Geldpolitik ist. Hingegen ist sie überzeugt, dass eine offene Informationspolitik der Zentralbanken die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik erhöht.

Der Anteil der Schweiz am internationalen Finanzgeschäft (S. 61–71)

Die Auswertung der verschiedenen verfügbaren Statistiken ergibt insgesamt keinen Hinweis auf einen Anteilsverlust der Schweiz am internationalen Finanzgeschäft. Angesichts der beschränkten Aussagekraft des vorhandenen statistischen Materials dürfte dem geringfügigen Rückgang des schweizerischen Anteils in den Jahren 1982 und 1983 keine grosse Bedeutung zukommen. Darüber hinaus zeigt die Aufteilung der gesamten im Ausland gehaltenen Sicht- und Termineinlagen in Guthaben der Banken und der Nichtbanken, dass die Schweizer Banken ihre Stellung auf dem Interbankenmarkt halten konnten, der Marktanteil der Auslandguthaben des schweizerischen Nichtbankensektors jedoch etwas gesunken ist.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 30–52)

Au deuxième trimestre, l'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie dans les pays industrialisés. Les Etats-Unis et le Japon sont restés en tête pour la croissance, en termes réels, du produit national brut; par contre, un ralentissement a été observé en République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni, à la suite principalement d'importants conflits du travail. Dans la zone de l'OCDE, le taux de chômage n'a diminué que légèrement, car la baisse enregistrée aux Etats-Unis a été compensée en partie par une nouvelle détérioration dans les pays industrialisés européens. Les agrégats monétaires de la plupart des grands pays industrialisés ont évolué dans le cadre des objectifs fixés, et les taux de renchérissement ont faibli légèrement. Sur les marchés des changes, le dollar s'est revalorisé fortement face à toutes les principales autres monnaies.

En Suisse, la reprise de la conjoncture a continué au deuxième trimestre, mais à un rythme ralenti. Les exportations ont stagné et, dans les entreprises axées fortement sur les marchés étrangers, la marche des affaires a été moins bonne qu'au trimestre précédent. Aussi le taux de croissance du produit national brut réel a-t-il probablement fléchi. L'emploi est resté inchangé; si le nombre des chômeurs a atteint, après correction des variations saisonnières, un nouveau record, celui des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a diminué notablement.

Durant les mois d'avril à juillet, la monnaie centrale ajustée dépassait en moyenne de 3,1% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. La demande de crédits étant forte, les taux d'intérêt ont augmenté sur les marchés monétaire et financier. Sur le marché des changes, le franc a reculé face au dollar, mais aussi vis-à-vis de la plupart des principales autres monnaies; sa valeur extérieure, pondérée par les exportations, a diminué en termes nominaux et réels.

La Suisse mène-t-elle réellement une politique monétariste? (p. 53–60)

La politique monétaire suisse peut être qualifiée de monétariste dans la mesure où la Banque nationale considère l'inflation comme un problème essentiellement monétaire et, partant, s'efforce par un contrôle rigoureux de la masse monétaire de lutter contre la hausse du niveau des prix. En outre, les expériences que la Suisse a faites ont confirmé la thèse selon laquelle la masse monétaire peut être contrôlée et montré que les objectifs monétaires sont un instrument utile de la politique de l'institut d'émission. Celle-ci n'est toutefois pas systématiquement monétariste, car la Banque nationale est prête, dans certaines circonstances – fortes fluctuations du cours du franc, par exemple –, à s'écarter de son objectif de croissance monétaire. Contrairement à de nombreux monétaristes, la Banque nationale est d'avis qu'une stratégie fondée sur des règles rigides n'offre pas une solution de rechange à une politique monétaire empreinte d'une certaine souplesse. Elle est toutefois convaincue que la banque centrale accroît la crédibilité de sa stratégie en menant une politique ouverte d'information.

La part suisse à l'activité financière internationale (p. 61–71)

L'évolution de la part suisse à l'activité financière internationale a été estimée à l'aide des quelques données disponibles. Rien dans les chiffres globaux ne permet de parler d'un redimensionnement substantiel de la part suisse à cet agrégat. Compte tenu de la précision relative des séries statistiques utilisées, la faible contraction intervenue en 1982 et 1983 ne saurait être considérée comme significative. De plus, une désagrégation des avoirs extérieurs totaux à vue et à terme en avoirs bancaires et non bancaires semble bien démontrer que les banques suisses ont maintenu leur part du marché interbancaire international et que ce sont les avoirs à l'étranger des résidents non bancaires en Suisse qui sont en relative perte de vitesse.

Sommario

Situazione economica e monetaria (pag. 9-52)

Nel paesi industrializzati il miglioramento della congiuntura è continuato anche durante il secondo trimestre. Gli Stati Uniti e il Giappone sono i paesi che hanno registrato la crescita del prodotto nazionale lordo più forte in termini reali; un rallentamento si è per contro prodotto nella Repubblica Federale tedesca e nel Regno Unito, principalmente a causa di importanti conflitti sindacali. Nella zona dell'OCSE il tasso di disoccupazione è diminuito solo leggermente, in quanto al ribasso registrato negli Stati Uniti si è contrapposto un ulteriore peggioramento nei paesi industrializzati europei. Gli aggregati monetari della maggior parte dei paesi industrializzati sono rimasti nei limiti degli obiettivi fissati, e i tassi di inflazione sono leggermente diminuiti. Sui mercati dei cambi il dollaro si è fortemente rafforzato nei confronti di tutte le altre principali monete.

In Svizzera la ripresa congiunturale è continuata nel secondo trimestre, ma ad un ritmo ridotto. Le esportazioni sono stagnate e, per le industrie fortemente indirizzate verso i mercati esteri, l'andamento degli affari è stato meno favorevole che nel trimestre precedente. Anche il tasso di crescita del prodotto nazionale lordo reale è probabilmente diminuito. L'impiego è rimasto immutato; se da una parte il numero dei disoccupati, dopo correzione delle variazioni stagionali, ha raggiunto un nuovo record, d'altra parte quello delle persone in orario lavorativo ridotto è notevolmente diminuito.

Nei mesi che vanno da aprile a luglio la base monetaria epurata superava in media del 3,1% il livello registrato nello stesso periodo dello scorso anno. Essendo forte la domanda di crediti, sui mercati monetari e finanziari i tassi di interesse sono aumentati. Sul mercato dei cambi il franco svizzero si è indebolito sia nei confronti del dollaro, come pure nei confronti della maggior parte delle altre principali monete; il suo valore esterno, ponderato sulla base delle esportazioni, è diminuito sia in termini reali, sia in termini nominali.

La Svizzera persegue veramente una politica monetarista? (pag. 53-60)

La politica monetaria svizzera può essere ritenuta monetarista nella misura in cui la Banca nazionale considera l'inflazione un problema essenzialmente monetario, e quindi cerca di combattere il rincaro mediante un controllo rigoroso della massa monetaria. Inoltre le esperienze fatte dalla Svizzera hanno confermato la tesi secondo cui la massa monetaria può essere controllata, come pure hanno mostrato che gli obiettivi monetari rappresentano un utile strumento della politica dell'istituto di emissione. Tale politica non è comunque sistematicamente monetarista, in quanto la Banca nazionale è pronta, in determinate circostanze, quale ad esempio il verificarsi di forti fluttuazioni del corso del franco, a distanziarsi dal suo obiettivo di crescita monetaria. La Banca nazionale è dell'avviso, contrariamente a numerosi monetaristi, che una strategia basata su regole rigide non rappresenti un'alternativa valida a una politica monetaria improntata su di una certa flessibilità. È tuttavia convinta che conducendo un'aperta politica di informazione la banca centrale aumenti la credibilità della sua strategia.

La parte svizzera nell'attività finanziaria internazionale (pag. 61-71)

L'evoluzione della parte svizzera nell'attività finanziaria internazionale è stata stimata sulla base degli scarsi dati disponibili. In termini globali non è possibile parlare di un ridimensionamento della parte svizzera. Tenendo conto della precisione relativa delle serie statistiche utilizzate, la debole contrazione verificatasi nel 1982 e nel 1983 non può essere considerata significativa. Inoltre, la disaggregazione degli averi esteriori totali a vista e a termine in averi bancari e non bancari, sembra ben dimostrare che le banche svizzere hanno conservato la loro parte del mercato interbancario e che sono piuttosto gli averi all'estero dei residenti non bancari in Svizzera che sono in relativa contrazione.

Abstracts

Economic and Monetary Developments (pp.9–52)

Economic recovery in industrialized nations has proceeded during the second quarter. Once again real GNP growth has been particularly strong in the United States and Japan; on the other hand, growth has slowed down somewhat in the Federal Republic of Germany and in the United Kingdom, mostly as the result of extended labour disputes. The unemployment rate fell only slightly in the OECD region, the drop in the United States being largely matched by further increases in European industrialized countries. Monetary growth was in line with objectives in most large industrialized nations, and the rate of inflation has continued to recede. On foreign exchange markets, the US dollar has appreciated strongly against all other major currencies.

Economic activity has slowed down somewhat in Switzerland during the second quarter. In particular, exports were sluggish and the business outlook in export industries was less favourable than during the previous period. Real GDP growth may therefore have fallen. Although the number of job holders remains unchanged, seasonally adjusted unemployment figures have reached a new high. However, short-time work has fallen significantly.

During the four months to July the adjusted monetary base was on average 3.1 percent larger than one year previously. Interest rates on monetary and financial markets increased slightly as the result of the strong demand for credits. The Swiss franc fell, not only against the US dollar, but also against most other important currencies; its export-weighted value dropped in real as well as in nominal terms.

Is Swiss Monetary Policy Really Monetarist? (pp.53–60)

Swiss monetary policy may be classified as monetarist insofar as the Swiss National Bank considers inflation to be primarily a monetary phenomenon and, thus, attempts to fight inflation

by keeping a tight rein on the money stock. Swiss experience also supports the monetarist view that monetary authorities can control the money stock with a reasonable degree of precision and that money stock targets serve as a useful policy expedient. The Swiss National Bank, however, has not pursued a dogmatic monetarist policy course since it is prepared to deviate from its money stock target if such factors as excessive exchange fluctuations should seriously harm the Swiss economy. Contrary to the views expressed by Milton Friedman and other monetarists, the Swiss National Bank also believes that a policy approach based on rules does not constitute a viable alternative to monetary discretion. But the Swiss National Bank is convinced that a willingness to account to the public for their actions enhances the credibility of central banks.

Tentative Estimate of the Swiss Share to International Lending (pp.61–71)

Despite a extensive discussion of the various statistical series available, this paper cannot offer definitive conclusions about the recent evolution of the Swiss share to international lending. In particular, nothing supports the argument that, during the past few years, the Swiss share to international lending has undergone a substantial reduction. Bearing in mind the relative degree of precision of most of the statistical material, the marginal reduction displayed in 1982 and 1983 by the Swiss share to that aggregate is not conclusive. Furthermore, a disaggregation of external sight and time deposits between banks and non-banks shows that, if anything, Swiss banks have maintained their share to the international interbank market; on the other hand, Swiss non-bank residents have somewhat lost part of their importance as a source of international credits.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums ber die Wirtschafts- und Währungslage* für die Sitzung des Bankrats vom 7. September 1984*

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

Konjunktorentwicklung

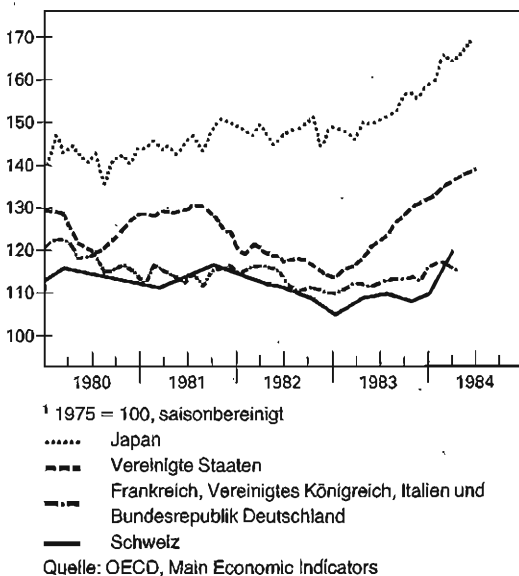
Die konjunkturelle Erholung setzte sich in den grossen Industrieländern im zweiten Quartal fort. Am stärksten stieg das *reale Bruttosozialprodukt* wiederum in den Vereinigten Staaten. Vom amerikanischen Wirtschaftsaufschwung profitierte in erster Linie die japanische Wirtschaft, die ihre Exporte nochmals beträchtlich steigern konnte. Die wirtschaftliche Erholung kam indessen auch in den europäischen Industrieländern weiter voran, obwohl sich das konjunkturelle Klima in der Bundesrepublik Deutschland und im Vereinigten Königreich nicht zuletzt infolge ausgedehnter Arbeitskonflikte etwas abkühlte.

Die Wachstumsprognosen wurden für die EG-Staaten leicht nach oben revidiert. Mit einem Wachstum von etwas über 2% im laufenden Jahr liegen die europäischen Industrieländer weit hinter den Vereinigten Staaten (6%) und Japan (5%) zurück. Positiv ist indessen die Tatsache zu werten, dass die konjunkturelle Belebung, die im vergangenen Jahr vorwiegend vom privaten Konsum und den Exporten ausgegangen war, nun auf die Investitionstätigkeit übergegriffen hat.

Während die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten im ersten Halbjahr stark zunahm und die Zahl der Arbeitslosen sank, stiegen die Arbeitslosenraten in den grossen europäischen Industrieländern an. Im Juni lag der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung in der Europäischen Gemeinschaft bei 10,6% (OECD: 8,3%).

* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1984 bekannt wurden.

Graphik 1: Industrieproduktion¹



Die durchschnittliche Jahresteuerrate in den OECD-Ländern bildete sich im zweiten Vierteljahr leicht zurück. Im Mai betrug sie 5,4%, wobei sich das Inflationsgefalle zwischen den grossen Industrieländern weiter verkleinerte. Die im Vergleich zu den siebziger Jahren niedrige Teuerung ist in erster Linie das Ergebnis der seit Beginn der achtziger Jahre in den meisten grossen Industrieländern auf die Teuerungsbekampfung ausgerichteten Geldpolitik. Zum verhältnismässig raschen Rückgang der Inflationsrate trugen ferner die sinkenden Rohstoff- und Energiepreise bei.

Die Geldmengenaggregate bewegten sich in den meisten grossen Industrieländern innerhalb der festgelegten Zielbereiche. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich wiesen allerdings die weit definierten Geldaggregate und die Bankkredite hohe Wachstumsraten auf. Gleichzeitig stiegen die Zinssätze in beiden Ländern zwischen April und Juli markant an.

Die Lage an den Devisenmärkten war durch eine starke Aufwertung des Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen geprägt. In der zweiten Maihälfte und Anfang Juni, als angesichts von Liquiditätsproblemen im amerikanischen Bankensystem Unsicherheit bezüglich des geldpolitischen Kurses des Federal Reserve Board herrschte, wurde die amerikanische Währung vorübergehend etwas tiefer bewertet. Das unerwartet hohe Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal dürfte zur erneuten Dollar-Hausse im Juni und Juli beigetragen haben. Ende Juli befand sich der Dollarkurs gegenüber den meisten Währungen, insbesondere aber gegenüber dem Schweizerfranken und dem englischen Pfund, auf einem Jahreshöchststand. Der japanische Yen schwächte sich nach einer Periode relativer Stärke im Juni und Juli sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS) ab. Innerhalb des EWS blieb die Lage entspannt.

Internationale Verschuldung

Während die hohe Verschuldung Mexikos und Brasiliens angesichts der sich abzeichnenden Erfolge bei der Durchführung der Anpassungsprogramme etwas aus dem Blickfeld geriet, stand Argentinien im zweiten Quartal im Mittelpunkt des Interesses. Die Gespräche über die Umschuldung der auf ungefähr 43 Mrd. US-Dollar geschätzten argentinischen Aussenschuld brachten kaum Fortschritte. Insbesondere kam es zwi-

schen Argentinien und dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zu keiner Einigung über das mit einer allfälligen weiteren Kreditgewährung verbundene Wirtschaftsprogramm. Nach mehrmaliger Verlängerung erneuerten zudem die Vereinigten Staaten ihre Kreditofferte Mitte Juni nicht mehr. Die Vereinigten Staaten hatten sich Ende März bereit erklärt, beim Zustandekommen einer Vereinbarung mit dem IWF die von den vier lateinamerikanischen Ländern bereitgestellten Kredite im Betrage von 300 Mio. Dollar abzulösen.

Ende Mai erklärte Bolivien einseitig ein Moratorium auf einen Teil seiner Auslandsschulden. Danach wird Bolivien für unbestimmte Zeit den Schuldendienst auf den Krediten privater Banken einstellen und den Zinszahlungen an internationale Finanzinstitute nur beschränkt nachkommen. Boliviens Aussenschuld beträgt rund 4 Mrd. Dollar. Davon entfallen ungefähr zwei Drittel auf Forderungen von Geschäftsbanken und der Rest auf Kredite internationaler Finanzinstitute.

Die internationale Verschuldung war auch Diskussionsgegenstand beim Gipfeltreffen der Staatschefs der sieben wichtigsten Industrieländer am 8. und 9. Juni in London. Erneut wurde die zentrale Rolle des IWF bei der Lösung des Verschuldungsproblems unterstrichen. Als konkrete Massnahme wurde u.a. vorgeschlagen, die längerfristige Umschuldung kommerzieller Schulden in denjenigen Ländern zu fördern, die einen eigenen Beitrag zur Verbesserung der wirtschaftli-

Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen

	April 1984 – Juli 1984 ¹		2. Quartal 1983 – 2. Quartal 1984 ²		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	–	+2,4	–	+5,2	+5,9
Yen	–2,6	–1,3	+ 3,4	+7,9	+5,5
D-Mark	–2,5	–0,5	– 9,0	–1,5	–3,8
fFr.	–2,5	–0,2	–11,5	–3,3	–0,5
Lit.	–2,3	–0,1	–13,3	–5,2	+1,0
£	–2,4	–0,4	–10,1	–4,8	–4,5
sFr.	–3,1	–1,1	– 8,4	–0,8	–1,7

¹ Durchschnitt der monatlichen Veränderungsdaten in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

² Durchschnitt der jährlichen Veränderungsdaten in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

Quelle: OECD

chen Lage leisteten; ferner sollten die Märkte der Industrieländer vermehrt für die Exporte aus den Schuldnerländern geöffnet und Direktinvestitionen gefördert werden.

Ende Juni fand in Cartagena (Kolumbien) eine Konferenz der Finanz- und Außenminister von elf lateinamerikanischen Schuldnerländern statt. In der Schlusserklärung, in der sich die Regierungsvertreter gegen die Bildung eines Schuldnerkartells aussprachen, richteten sie einen Forderungskatalog an die Adresse der Banken, der internationalen Organisationen und der Gläubigerländer. Gefordert wurde u.a. eine Zinssenkung durch die Banken, zinssenkende Massnahmen seitens der Regierungen der Industrieländer sowie eine Stärkung der Kapitalbasis der internationalen Organisationen. Die Schuldnerländer betonten insbesondere, dass eine Erhöhung der Direktinvestitionen nicht wesentlich zur Lösung des Verschuldungsproblems beitrage. In Zukunft sollen regelmässige Konsultationen zwischen den Schuldnerländern stattfinden.

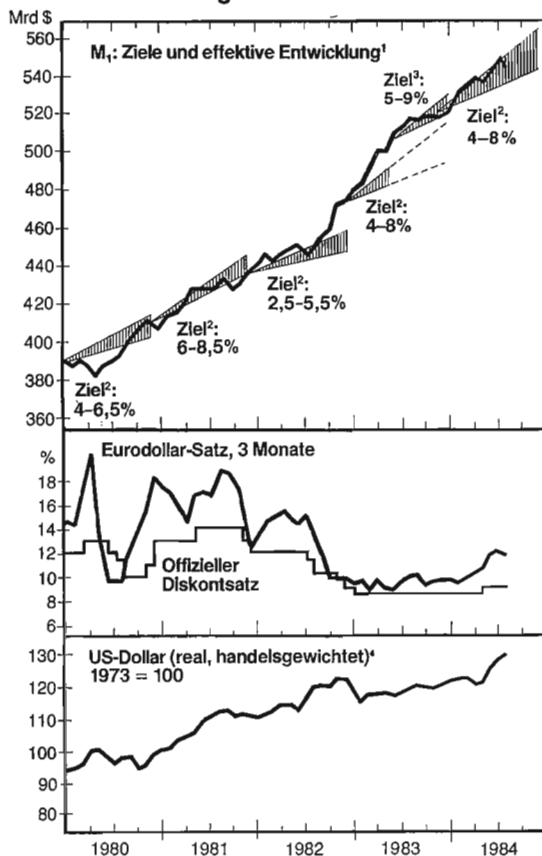
2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft wies in der ersten Jahreshälfte ein hohes, von steigender Beschäftigung und geringer Teuerung begleitetes Wachstum auf. Im ersten und zweiten Quartal lag das *reale Bruttosozialprodukt* um 8,1% bzw. 7,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Während sich der Lageraufbau im zweiten Vierteljahr etwas abschwächte, nahmen der private Konsum und die Investitionen erneut stark zu. Im Vergleich zum Vorjahr lag die Industrieproduktion um 12% höher, und die Auslastung der Kapazitäten stieg auf 82,5%.

Auf eine Verlangsamung des Wachstums in der zweiten Jahreshälfte deuteten indessen der Rückgang der vorlaufenden Indikatoren im Juni und Juli sowie die zeitweise markante Abnahme der Zahl der neubegonnenen Bauten und des Auftragseingangs bei den dauerhaften Industriegütern hin.

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

⁴ Quelle: OECD

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal zu, und die Arbeitslosenrate fiel auf 7,1% im Juni. Ob der ausgeprägte Beschäftigungsrückgang im Juli – die Arbeitslosenquote stieg auf 7,5% – eine Trendwende signalisiert, bleibt abzuwarten.

Während in der verarbeitenden Industrie die Zahl der Beschäftigten im zweiten Quartal insgesamt noch immer um rund 7% unter dem Stand vor Ausbruch der Rezession im Jahre 1979 lag, wurde der Vorrezessionsstand in einzelnen Zweigen, wie der Holzverarbeitenden Industrie, der Auto-

mobilität sowie in der elektronischen Industrie deutlich übertrafen. Diese Entwicklung widerspiegelt den in erster Linie vom Wohnungsbau sowie von der Nachfrage nach dauerhaften Konsum- und Ausrüstungsgütern getragenen Aufschwung.

Die Jahresteuersätze bildeten sich im zweiten Quartal zurück. Im Juli lag der Konsumentenpreisindex um 4,1% über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Die Importe übertrafen im ersten Halbjahr das entsprechende Vorjahresniveau um rund ein Drittel, während die Exporte nur leicht über dem Vorjahresstand lagen. Die anhaltende amerikanische Exportschwäche ist auf den im Vergleich zu früheren Erholungsphasen schwachen Aufschwung in den europäischen Industriestaaten, die Importrestriktionen in den hochverschuldeten Ländern sowie die reale Höherbewertung des Dollars zurückzuführen. Im zweiten Quartal lag der reale handelsgewichtete Dollarkurs um rund ein Drittel über dem Niveau des Jahres 1979. Die amerikanische Handelsbilanz wies in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres ein Defizit von 52,5 Mrd. Dollar aus, was annähernd dem Fehlbetrag des ganzen Jahres 1983 entspricht.

Ende Juni nahm der Kongress ein Gesetz zur Reduktion des *Budgetdefizits* an (Deficit Reduction Act of 1984). Die umstrittensten Punkte waren die Änderungen des Steuergesetzes sowie die Sparmassnahmen beim staatlichen Gesundheitswesen. In den kommenden drei Fiskaljahren sollen die Steuereinnahmen um 51 Mrd. Dollar erhöht und die Ausgaben um 13 Mrd. Dollar gekürzt werden. Zusammen mit weiteren Einsparungen bei den einzelnen Etats würde sich daraus eine Reduktion des Budgetdefizits um rund 150 Mrd. Dollar bis 1987/88 ergeben. Die Schätzung des Fehlbetrags für das Ende September ablaufende Fiskaljahr 1984/85 wurde nach unten auf 172 Mrd. Dollar revidiert; dies entspricht einem Anteil am Bruttosozialprodukt von knapp 5%.

Die Geldmenge M_1 setzte ihr kräftiges Wachstum nach einem leichten Rückgang im April fort und lag im Juli an der oberen Grenze des angestrebten Zielbereichs. Die Geldmenge M_2 entwickelte

sich zielgemäss, während M_3 sowie die Kredite an die Nichtbanken weit stärker stiegen als erwartet worden war. Die Zinssätze stiegen im zweiten Quartal weiter an. Mitte August lag der Zinssatz für Dreimonatsdepots am Eurodollarmarkt bei rund 12%, nachdem er zu Beginn des Jahres noch bei rund 9% gelegen hatte.

Das *Federal Reserve Board* legte für das kommende Jahr in Erwartung eines schwächeren Wirtschaftswachstums etwas tiefere Geldmengenziele fest. Die (provisorischen) Zielbereiche betragen für M_1 4 bis 7% und für M_2 6 bis 8,5%. Für die Geldmenge M_3 und die Kredite an den Nichtbanken-Sektor blieben die Ziele unverändert.

Im zweiten Quartal führten die Finanzierungsprobleme der Continental Illinois National Bank, der achtgrößten amerikanischen Bank, zu erhöhter Unsicherheit an den amerikanischen Finanzmärkten. Nachdem der Continental Illinois zunächst umfangreiche Liquiditätsmittel zur Verfügung gestellt worden waren, wurde die in Schwierigkeiten geratene Bank schliesslich von der staatlichen Einlagenversicherung FDIC faktisch übernommen. Trotz der dem Bankensystem zur Verfügung gestellten zusätzlichen Liquidität stiegen die Geldmarktzinssätze markant an.

Bundesrepublik Deutschland

Das *reale Bruttosozialprodukt* lag im ersten Quartal 1984 um 3,7% über dem entsprechenden Vorjahresquartal und befand sich damit erstmals wieder über dem Stand vor Einbruch der Rezession zu Beginn des Jahres 1980. Während der Konsum das entsprechende Vorjahresniveau nur geringfügig übertraf, stiegen die Bruttoinvestitionen um beinahe 7%.

Infolge der Arbeitskonflikte in der Druckerei- und Metallindustrie, die sich bereits gegen Ende des ersten Quartals angebahnt hatten und Mitte Mai zu einem rund siebenwöchigen Streik führten, kühlte sich das konjunkturelle Klima im zweiten Quartal ab. Im Mai und Juni gingen sowohl aus dem Inland wie aus dem Ausland weniger Aufträge ein als in der Vorperiode, und die Produktion in der verarbeitenden Industrie fiel saisonbereinigt

um rund 6%. Nachdem sich die Tarifparteien Ende Juni auf eine Kompromisslösung einigten, dürfte sich die deutsche Wirtschaft in den kommenden Monaten vom Rückschlag erholen. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr wurden dennoch leicht nach unten revidiert (+2,5%). Eine wichtige Konjunkturstütze bleibt nach wie vor die Nachfrage aus dem Ausland. In den ersten sechs Monaten gingen rund 12% mehr Auslandsaufträge ein als in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Als schlecht werden indessen die mittelfristigen Konjunkturaussichten von der deutschen Bauindustrie eingeschätzt. Die Auftragseingänge lagen sowohl beim Wohnungsbau als auch bei den gewerblichen Bauten in den ersten fünf Monaten deutlich unter den entsprechenden Vorjahreswerten. Entsprechend wurden die Investitionspläne für das laufende Jahr nach unten revidiert.

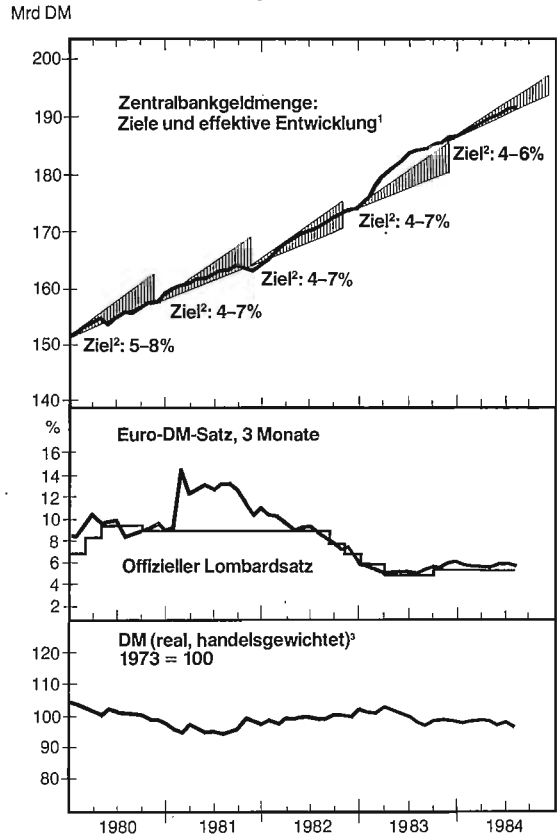
Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal weiter ab, und die Zahl der Arbeitslosen stieg nach einer Abnahme in der zweiten Jahreshälfte 1983 wieder an. Im Juli lag die Arbeitslosenrate bei 9,3%. Dagegen sank die Zahl der Kurzarbeiter im zweiten Quartal auf den tiefsten Stand seit Ende 1981, und das Angebot an offenen Stellen vergrößerte sich.

Die Lebenshaltungskosten stiegen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode nur geringfügig; im Juli bildeten sie sich sogar zurück, so dass die Jahresteuersatzrate auf 2,2% sank.

Das Exportvolumen lag im ersten Halbjahr um 10% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Da auch mehr importiert wurde, fiel der Überschuss der Handelsbilanz mit 20 Mrd. D-Mark geringer aus als ein Jahr zuvor. Zusammen mit den höheren Fehlbeträgen in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz führte dies zu einem Rückgang des Ertragsbilanzüberschusses auf 1,4 Mrd. D-Mark; im ersten Halbjahr 1983 hatte der Aktivsaldo 6,7 Mrd. D-Mark betragen.

Ende Juni verabschiedete die deutsche Regierung den *Haushaltentwurf* für 1985. Die Ausgaben sollen erneut weniger stark wachsen als das nominelle Bruttoinlandsprodukt. Die geplante

Grafik 3: Bundesrepublik Deutschland



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte)

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

³ Quelle: OECD

Neuverschuldung beläuft sich im kommenden Jahr auf 24 Mrd. D-Mark, wodurch sich der Anteil des Bundesdefizits am Bruttoinlandsprodukt auf weniger als 1% reduzieren würde. Das im Dezember 1983 für das laufende Jahr verabschiedete Budget sah eine Neuverschuldung in der Höhe von 33,5 Mrd. D-Mark vor. Infolge höherer Einnahmen wird das Defizit jedoch unter dem budgetierten Wert liegen.

Die Zentralbankgeldmenge wuchs im zweiten Quartal etwas stärker, blieb jedoch im angestrebten Zielbereich. Das Wachstum der weiter definierten Geldaggregate war gering; eine starke

Zunahme wiesen indessen die Bankkredite auf. Im Juni erhöhte die *Deutsche Bundesbank* den Diskontsatz von 4 auf 4½% und stellte damit die bis zum September vergangenen Jahres bestehende Differenz von einem Prozentpunkt zwischen dem Diskont- und dem Lombardsatz wieder her. Die Erhöhung des Diskontsatzes fiel mit einem leichten Anstieg der Geldmarktsätze zusammen.

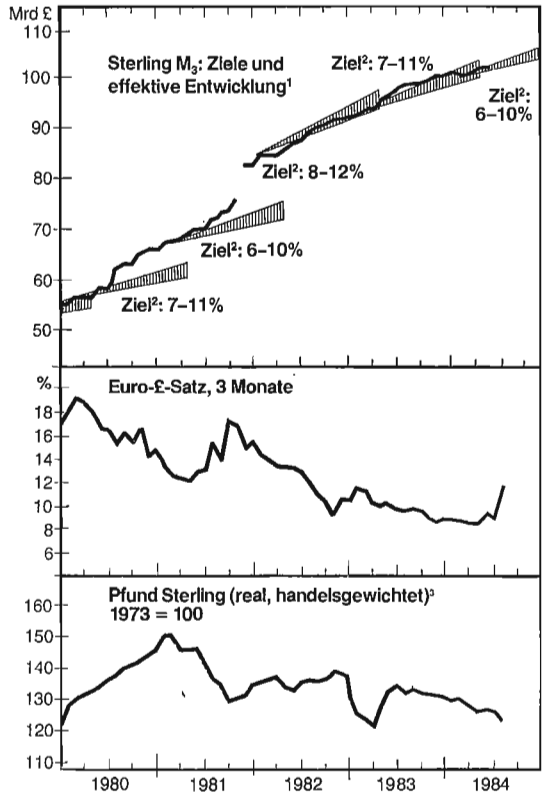
Vereinigtes Königreich

Das *reale Bruttoinlandprodukt* lag im ersten Quartal 1984 um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Nach zwei Jahren starken Wachstums sank der private Konsum gegenüber der Vorperiode. Die Detailhandelsumsätze, auf die etwas weniger als die Hälfte der Konsumausgaben entfallen, erholten sich im zweiten Quartal wieder. Da jedoch eine Abschwächung des privaten Konsums wahrscheinlich ist, hängt der weitere Verlauf der britischen Konjunktur entscheidend von der Entwicklung der Investitionstätigkeit und der Exporte ab. Im ersten Quartal stiegen die realen Bruttoinvestitionen kräftig und übertrafen den entsprechenden Vorjahresstand um rund 10%. Einen Lichtblick stellt vor allem die kräftige Zunahme der Investitionen in der verarbeitenden Industrie sowie die Verbesserung des Investitionsklimas im ersten Vierteljahr dar. Die Produktion der verarbeitenden Industrie erhöhte sich indessen saisonbereinigt im ersten Halbjahr nur geringfügig, während die gesamte Industrieproduktion infolge des Bergarbeiterstreiks zurückging.

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal leicht zu. Da jedoch zahlreiche Arbeitnehmer neu ins Erwerbsleben traten, erhöhte sich der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung im ersten Halbjahr wieder. Im Juli belief er sich auf 12,9%. Die Jahresteuerrate sank im Juli auf 4,5%.

Das britische Exportvolumen lag im ersten Halbjahr rund 7% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Unvermindert stark nahm das Importvolumen zu, so dass sich das Handelsbilanzdefizit ausweitete und der Überschuss der Ertragsbilanz

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

³ Quelle: OECD

auf 284 Mio. Pfund sank (1. Halbjahr 1983: 1,5 Mrd. Pfund).

Das Wachstum der Geldmenge M₃ beschleunigte sich im zweiten Quartal, und das Geldaggregat lag zeitweise deutlich über dem angestrebten Wachstumspfad. Im Juli bildete es sich wieder zurück und bewegte sich seither am oberen Rand des Zielpfades. Die monetäre Basis (M₀) entwickelte sich zielkonform, während das Wachstum von PSL₂ (ein Aggregat, das im Unterschied zu Sterling-M₃ auch die Einlagen bei den Baufinanzierungsinstituten enthält) kräftig blieb.

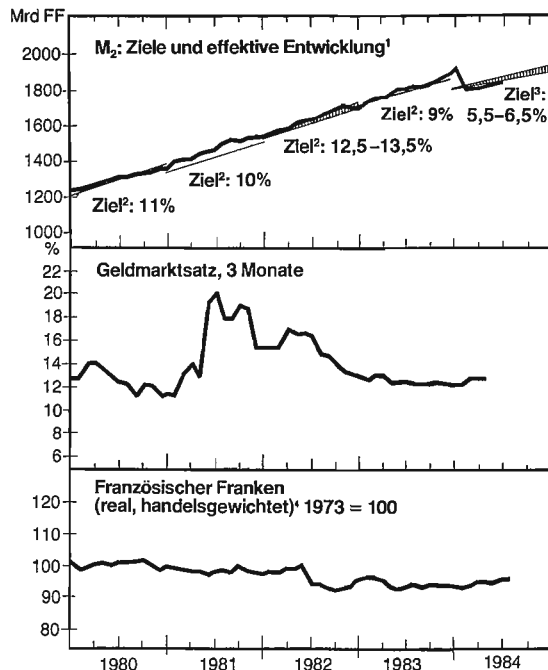
Nachdem die Zinssätze während mehr als einem Jahr gesunken waren, kam es im zweiten Quartal zu einem markanten Zinsanstieg am Geld- und Kapitalmarkt. Am Euromarkt stieg der Zinssatz für Dreimonatsdepots von 8½% im April auf 12% im Juli. Als Hauptgrund für die Zinserhöhung gilt das starke Wachstum von Sterling-M₃. Angesichts der gleichzeitigen Schwäche des englischen Pfundes gegenüber dem Dollar weckte dies die Befürchtung einer Anspannung der geldpolitischen Zügel durch die britischen Währungsbehörden. Nach der Veröffentlichung der günstigen Geldmengen Zahlen für den Juli bildeten sich die Zinssätze im August wieder zurück.

Frankreich

In Frankreich stand die konjunkturelle Lage im ersten Halbjahr noch immer im Zeichen der restriktiven, auf eine Verminderung der Inflation und des Aussenhandelsdefizits ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal (+0,9% gegenüber der Vorperiode) deutet indessen auf eine allmähliche Erholung der Wirtschaft hin. Angesichts der regen Nachfrage aus dem Ausland sowie der höheren Konsumnachfrage wurden die Lager beträchtlich aufgestockt. Gemäss ersten Schätzungen nahm das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal infolge eines Rückgangs des privaten Konsums wieder ab. Dagegen belebte sich die Investitionstätigkeit. Insgesamt wird für das laufende Jahr mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von 1,4% gerechnet, wobei die stärksten Impulse auch dieses Jahr vom Ausland ausgehen werden. Trotz des starken Anstiegs der geplanten Investitionen rechnet das INSEE insgesamt nur mit einer geringen Zunahme der Investitionen, die sich zudem auf die staatlichen Unternehmen beschränkt.

Die Beschäftigung in der Industrie nahm im ersten Halbjahr ab, was zu einem markanten Anstieg der Arbeitslosigkeit führte. Bis zum Jahresende wird insgesamt mit einem Rückgang der Beschäftigung um 1,2% gerechnet; dies entspricht einem Abbau von rund 270 000 Arbeitsplätzen. Der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung erhöhte sich zwischen Januar und Juni um einen Prozentpunkt auf 10,2%.

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

³ Ab 1984 bezieht sich das Ziel auf M₂R, das im Unterschied zu M₂ keine ausländischen Sicht- und Termineinlagen umfasst.

⁴ Quelle: OECD

Die seit zwei Jahren auf Inflationsbekämpfung ausgerichtete restriktive Wirtschaftspolitik führte im ersten Halbjahr zu weiteren deutlichen Erfolgen. Der Anstieg des Konsumentenpreisindex verlangsamte sich, und die Jahresinflationsrate fiel von 9% im Januar auf 7,5% im Juli.

Die Importe stiegen im ersten Halbjahr infolge des Lageraufbaus und der höheren Ausrüstungsinvestitionen wieder stärker, während sich das Exportwachstum etwas abschwächte. Der Passivsaldo der Handelsbilanz erreichte im ersten Halbjahr mit 22 Mrd. FF beinahe den für das ganze Jahr prognostizierten Wert. Dank des hohen

Überschusses in der Dienstleistungsbilanz war die Ertragsbilanz annähernd ausgeglichen.

Die Geldmenge M_2R wuchs von Januar bis Juni mit einer auf Jahresbasis hochgerechneten Wachstumsrate von 5,5% und befand sich damit am untern Rande des Zielbereichs. Das inländische Zinsniveau bildete sich leicht zurück, nachdem die *Banque de France* ihren Interventionsatz am Geldmarkt mehrmals gesenkt hatte. Er lag Ende Juni bei 11½%. Auf dem Euromarkt fiel der Zinssatz für Dreimonatsdepots von 14½% Anfang April auf 12% Ende Juli.

Italien

Die Industrieproduktion lag im ersten Halbjahr um über 3% höher als im gleichen Vorjahreszeitraum. Besonders stark stieg die Produktion von Vorprodukten, während die Herstellung von Investitionsgütern stagnierte und die Konsumgüterproduktion leicht zurückging.

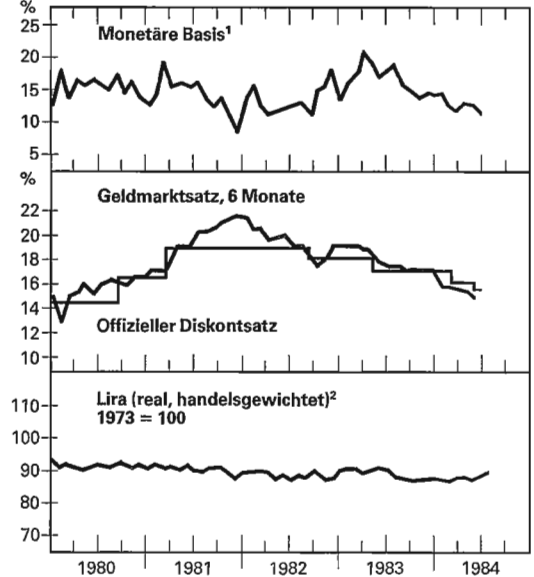
Die sich seit Ende 1983 abzeichnende konjunkturelle Erholung – im vierten Quartal stieg das reale Bruttoinlandprodukt erstmals nach zwei Jahren wieder gegenüber der Vorperiode – widerspiegelte sich in einem Anstieg der Importe. In den ersten sechs Monaten übertrafen die wertmäßigen Einfuhren das Vorjahresniveau um einen Fünftel, wobei vor allem die Rohstoffeinfuhren stark zunahm. Gleichzeitig erhöhten sich auch die Exporte; sie lagen um rund 15% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Nachfrage aus dem Ausland stellt somit nach wie vor die wichtigste Konjunkturstütze dar.

Infolge der höheren Importe weitete sich das Handelsbilanzdefizit beträchtlich aus. Im ersten Halbjahr belief es sich auf 10 110 Mrd. Lire gegenüber 6730 Mrd. Lire im gleichen Vorjahreszeitraum.

Die Zahl der Arbeitslosen nahm in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres leicht ab, und die Arbeitslosenrate fiel von 11% im Januar auf 10,4% im April.

Nach einem vorübergehenden Anstieg im Mai und Juni sank die monatliche Teuerungsrate im

Grafik 6: Italien



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

² Quelle: OECD

Juli auf den tiefsten Wert seit 1972 (+0,3%). Die Jahresteueringabe belief sich auf 10,5%. Das Inflationsziel von durchschnittlich 10% für 1984 dürfte indessen kaum erreicht werden.

Das Wachstum der monetären Basis schwächte sich im zweiten Quartal erneut ab. Im Juni lag sie um 11,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Nachdem die Kapitalaufnahme der Banken im Ausland in der ersten Jahreshälfte überaus stark zugenommen hatte, legte die italienische Regierung auf Empfehlung der *italienischen Notenbank* eine obere Limite für die Nettoverschuldung der italienischen Banken gegenüber dem Ausland fest. Sie beläuft sich auf 15 Mrd. Dollar, was dem Stand der Nettoverschuldung vom 30. Juni dieses Jahres entspricht.

Die Geldmarktsätze bildeten sich im zweiten Vierteljahr weiter zurück, wobei sich der Zinsabbau gegen Ende des Quartals etwas verlangsamte. Die Rendite der Dreimonats-Schatzwechsel belief sich im Juli auf 14,9%, nachdem sie zu Jahresbeginn noch bei 15,7% gelegen hatte.

Die Reduktion des hohen *Staatsdefizits* stellt nach wie vor das wichtigste Problem der italienischen Wirtschaftspolitik dar. Gemäss Berechnungen der italienischen Notenbank reichen der Rückgang der Inflation und die infolge der konjunkturellen Besserung höheren Einnahmen nicht aus, um das von der Regierung budgetierte Defizit zu erreichen (91 000 Mrd. Lire bzw. 15% des Bruttoinlandprodukts). Ohne zusätzliche Ausgabenkürzungen dürfte der Fehlbetrag sogar weit über dem geplanten Wert liegen, was die Gefahr wieder steigender Zinssätze und beschleunigter Inflation in sich birgt.

Japan

Nachdem das *reale Bruttosozialprodukt* bereits im ersten Quartal um 1,8% gegenüber der Vorperiode und um 7,2% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresniveau gestiegen war, fiel das Wachstum auch im zweiten Vierteljahr hoch aus. Die Industrieproduktion lag im zweiten Quartal um beinahe 12% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Zeichen einer konjunkturellen Abschwächung waren nicht in Sicht, so dass die japanischen Konjunkturforschungsinstitute die Wachstumsprognosen für das laufende Fiskaljahr nach oben revidierten. Nach einem Anstieg von 3,5% im vergangenen Jahr soll das reale Bruttosozialprodukt 1984/85 um rund 5% zunehmen.

Obwohl sich die Binnennachfrage etwas belebte, gingen die wichtigsten Wachstumsimpulse noch immer vom Ausland, namentlich vom amerikanischen Wirtschaftsaufschwung aus. Im ersten Halbjahr lagen die wertmässigen Exporte um 20% über dem entsprechenden Vorjahresstand; der Überschuss der Ertragsbilanz fiel im ersten Halbjahr mit 14,6 Mrd. Dollar rund doppelt so hoch aus wie im gleichen Vorjahreszeitraum.

Trotz des starken Wirtschaftswachstums und der steigenden Beschäftigung erhöhte sich die Arbeitslosenrate im Juni auf 2,8%, was dem höchsten Stand in der Nachkriegszeit entspricht. Die Jahresteuersatzrate belief sich im Juni auf 1,9%.

Die Geldmenge M_2 lag im zweiten Quartal um durchschnittlich rund 7,5% über dem entsprechen-

Grafik 7: Japan



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

² Quelle: OECD

den Vorjahreswert, womit das Wachstum geringfügig unter dem von der *japanischen Notenbank* als Richtgrösse veröffentlichten Wert von 8% lag. Die Geldmarktsätze blieben unverändert bei knapp 6%.

Im zweiten Vierteljahr wurden weitere Schritte zur Öffnung des japanischen Finanzmarktes unternommen. Ende Mai unterzeichneten Japan und die Vereinigten Staaten ein Abkommen, das als wichtigsten Punkt den freien Zugang für ausländische Anleger auf den Euro-Yen-Markt beinhaltet. Durch diese Massnahme erhofft man sich eine vermehrte Verwendung des japanischen Yen als Anlagewährung, was angesichts der Bedeutung Japans als Wirtschafts- und Finanzmacht erwünscht wäre. Noch kaum Fortschritte sind indessen bei der Deregulierung der Zinssätze und der Frage bezüglich der Abschaffung der Emissionssteuer auf Euro-Yen-Anleihen erzielt worden.

Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunkturentwicklung

2.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

2.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch

2.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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

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

	1981	1982	1983a)	1982		1983a)		1984a)		
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	4,6	-11,2	-41,6	-6,6	-2,9	-9,7	-12,0	-17,2	-19,4	-
BRD	-7,4	3,3	3,3	2,1	2,3	0,7	-0,0	0,7	0,8	-0,2
Vereinigtes Königreich	11,7	9,7	3,0	3,8	1,1	-0,3	0,9	0,5	1,2	-0,8
Frankreich	-4,5	-11,6	-3,5	-2,6	-3,4	-1,0	0,3	0,3	-1,3	-
Italien	-7,7	-5,5	0,0	-	-	-	-	-	-	-
Japan	4,7	6,8	21,0	1,5	1,4	6,3	6,9	6,2	4,8	9,8
Schweiz	2,8	3,7	2,8	0,9b)	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,9b)	0,9b)	0,9b)

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

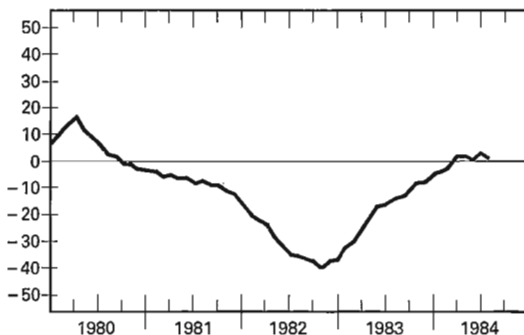
In der Schweiz setzte sich die Konjunkturbelebung im zweiten Quartal zögernd fort. Die Sammelindizes der vor- und mitlaufenden Indikatoren stiegen weiter an. Der Verlauf der von der Konjunkturforschungsstelle (KOF) an der ETH berechneten Indizes «Geschäftsgang in der Industrie» sowie «Unternehmerpläne» verflachte sich indessen sichtbar und deutet damit auf eine gewisse Abkühlung des konjunkturellen Klimas in der Industrie hin. Allerdings dürfte es sich dabei – nach den für den Juli veröffentlichten Zahlen zu schliessen – um eine vorübergehende Entwicklung handeln. Insgesamt war die konjunkturelle Lage merklich besser als vor Jahresfrist.

Die Konjunkturbelebung widerspiegelt sich erst seit Herbst des vergangenen Jahres in einem steigenden realen Bruttoinlandprodukt, obwohl gewisse Komponenten – namentlich der Konsum – bereits vorher deutlich zugenommen hatten. Es bedurfte – wie in früheren Zyklen – der Impulse aus dem Ausland, um die konjunkturelle Erholung spürbar in Gang zu bringen. Im zweiten Quartal 1984 verlor die Exporttätigkeit allerdings wieder an Schwung, so dass sich das Wachstum des Bruttoinlandprodukts in dieser Periode verlangsamt haben dürfte.

Die konjunkturelle Erholung wirkte sich bisher noch kaum auf die Beschäftigung aus. Bis zum ersten Quartal 1984 nahm die Zahl der Beschäftigten saisonbereinigt ab, und erst im zweiten Quartal dürfte der Rückgang zum Stillstand gekommen sein. Die einzelnen Arbeitsmarkt-Indikatoren liefern immer noch ein widersprüchliches Bild: Während die Zahl der offenen Stellen saisonbereinigt zunahm und die Kurzarbeit merklich zurückging, erreichte die Zahl der Ganzarbeitslosen saisonbereinigt einen neuen Höchststand.

Die Jahresteuersraten bildeten sich nach ihrem vorübergehenden Anstieg vom Frühjahr gegen den Sommer hin wieder zurück. Gemäss Angaben des BIGA bewegten sich die Löhne im zweiten Quartal nur wenig über dem Vorjahresniveau, und ihre Erhöhung blieb unter den entspre-

Grafik 8: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

chenden Jahresteuersraten. Im Vergleich zum Vorjahr ergab sich damit eine Reallohneinbusse.

Die Geldpolitik der Nationalbank folgte im zweiten Quartal dem vorgegebenen Zielpfad. Im Durchschnitt der vier Monate April bis Juli lag die bereinigte Notenbankgeldmenge um 3,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Konjunkturbedingt war die Kreditnachfrage rege, was zusammen mit dem Zinsanstieg im Dollarraum zu einer Erhöhung des Zinsniveaus in der Schweiz führte.

Am Devisenmarkt wurde der Schweizer Franken nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen tiefer bewertet. Sein exportgewichteter Aussenwert bildete sich sowohl nominell als auch real zurück.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Nach fast einjähriger Stagnation erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal 1983 und in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres um saisonbereinigt 1% bzw. 1,4%. Damit lag es im ersten Vierteljahr um 2,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Zu diesem in-

nerter Jahresfrist erfolgten Anstieg trugen alle Komponenten bei; die stärksten Impulse kamen dabei vom Aussenhandel und vom Lageraufbau (inklusive statistische Differenz). Der Beitrag des Konsums zum Wachstum schwächte sich hingegen ab.

Im zweiten Quartal setzte sich die Konjunkturbelebung – wenn auch verlangsamt – fort. Wie aus dem Verlauf des von der Konjunkturforschungsstelle (KOF) an der ETH berechneten Indikators «Geschäftsgang in der Industrie» ersichtlich ist, kühlte sich das konjunkturelle Klima in der Industrie etwas ab. Gegenüber der Vorperiode meldeten nur die für das Inland produzierenden Unternehmungen eine leichte Verbesserung der Geschäftslage. Die stark exportorientierten Industriefirmen hingegen verzeichneten weniger günstige Ergebnisse als in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres. Die Zahl der Industrieunternehmen, die eine weitere Zunahme des Bestellungseingangs erwarteten und eine Produktionsausweitung für die Folgeperiode in Aussicht nahmen, ging im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode zurück. Die Mehrzahl der Unternehmer plante zudem eine Reduktion des Einkaufs von Vorprodukten, was ebenfalls auf eine etwas vorsichtigere Beurteilung der Zukunft durch die Unternehmer hinweist.

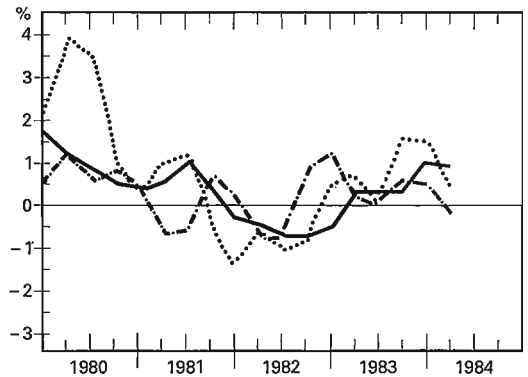
Laut KOF nahm der Auftragseingang in der Industrie im zweiten Quartal insgesamt schwächer zu als in der Vorperiode. Bei geringfügig steigender Auslastung der Kapazitäten erhöhte sich die Produktion, doch wurde sie dem Bestellungseingang nicht voll angepasst. Obwohl der Auftragsbestand dadurch weiter anstieg, galt er – namentlich in der exportorientierten Industrie – nach wie vor als zu tief. In Anbetracht der Konjunkturbelebung begannen die für den Binnenmarkt arbeitenden Unternehmungen, ihre Fertigfabrikatelager wieder etwas aufzustocken. In der Exportindustrie wurden sie aber nach wie vor als zu hoch eingestuft und erfuhren einen weiteren Abbau. Ausser in der Textil-, Bekleidungs- und Papierindustrie verbesserte sich die Ertragslage im zweiten Quartal spürbar.

Privater Konsum

Über die Entwicklung des privaten Konsums geben die verfügbaren Indikatoren seit einigen Monaten widersprüchliche Informationen. So welsen die saison- und preisbereinigten Detailhandelsumsätze – auf die rund die Hälfte des privaten Konsums entfällt – auf einen Rückgang der realen Konsumausgaben hin. Die Ergebnisse der vom KOF beim Detailhandel durchgeführten Umfrage legen dagegen eine optimistischere Beurteilung nahe.

Im Gastgewerbe scheint sich im vergangenen Halbjahr eine konjunkturelle Wende vollzogen zu haben. Während die Zahl der Übernachtungen ausländischer Touristen zu Beginn des Jahres noch stagnierte, nahm sie bei den Schweizer Gästen saisonbereinigt zu. Im zweiten Quartal belebte sich auch die Nachfrage von seiten der ausländischen Gäste. Insgesamt lag die Zahl der Übernachtungen in Hotels im ersten Halbjahr um 1,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Bedingt durch den starken Dollarkurs und den Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten stieg die Zahl der Übernachtungen amerikanischer Touristen stark an. Dagegen wurden weniger deutsche Gäste registriert als im Vorjahr.

Grafik 9: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber Vorquartal, saisonbereinigt und geglättet

- Reales BIP
 - - - - - Privater Konsum
 - Anlageinvestitionen
- Quelle: Bundesamt für Statistik

Investitionen

Die Anlageinvestitionen (Ausrüstungs- und Bauinvestitionen) nahmen im ersten Quartal saisonbereinigt wieder leicht ab, nachdem sie sich im zweiten Semester 1983 erhöht hatten. Der Rückgang fiel bei den Ausrüstungsgütern stärker aus als bei den Bauinvestitionen. Die Abschwächung dürfte jedoch nur vorübergehender Natur sein. Dafür spricht jedenfalls, dass die geplanten Ausrüstungsinvestitionen gemäss Investitionsumfrage der KOF im laufenden Jahr zunehmen, und dass sich die für 1984 vorgesehenen Bauvorhaben laut Erhebung des Bundesamtes für Konjunkturfragen über dem Niveau des Vorjahres bewegen.

Die Nachfrage nach Bauleistungen (gemessen am Bestellungseingang und am Auftragsbestand im Baugewerbe) stieg den Angaben des Baumeisterverbandes zufolge im ersten Quartal an. Anfang April lag der Auftragsbestand um 12% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die von der Bauwirtschaft für das zweite Quartal zur Ausführung vorgesehenen Bauvorhaben, die ein Indikator der Bauproduktion in dieser Periode sind, bewegten sich um gut 3% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, während sie für die Vorperiode noch um rund 1% darunter gelegen hatten. Die Nachfragebelebung kommt vor allem aus dem Wohnungsbau; die Industrie ist in der Vergabe von Aufträgen hingegen zurückhaltend.

Aussenhandel

Exporte

Die seit Sommer 1983 zu beobachtende Zunahme der Exporte kam im zweiten Quartal 1984 praktisch zum Stillstand. Die nominellen Ausfuhrnahmen nahmen gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt zwar noch zu, doch verminderte sich die Wachstumsrate deutlich. Real gingen die Exporte sogar zurück. Infolge ihres starken Anstiegs im zweiten Halbjahr 1983 lagen sie in der ersten Hälfte 1984 jedoch immer noch über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Insbesondere bei den Exporten von Rohstoffen und Halbfabrikaten (vorab Chemikalien und Kunststoffe) wurde das Ergebnis des Vorjahres im zweiten Quartal real deutlich übertroffen (+8,2%). Demgegenüber nahm die Investitionsgüterausfuhr innert Jahresfrist nur geringfügig zu (+1,2%), wobei die Lieferungen der Maschinenindustrie an das Ausland das Vorjahresvolumen nicht erreichten (-1,9%). Für ihre Exporte erzielten die schweizerischen Investitionsgüterhersteller jedoch deutlich höhere Erträge, lagen die Mittelwerte doch um 7,8% über dem Stand vor Jahresfrist. Dieses Ergebnis weist auf eine gewisse Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten hin. Dazu hat die Tieferbewertung des Schweizerfrankens beigetragen.

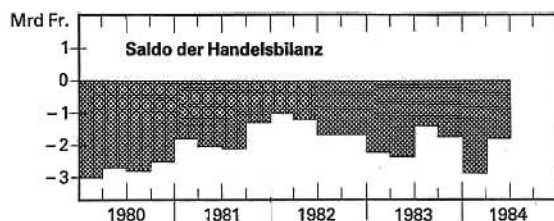
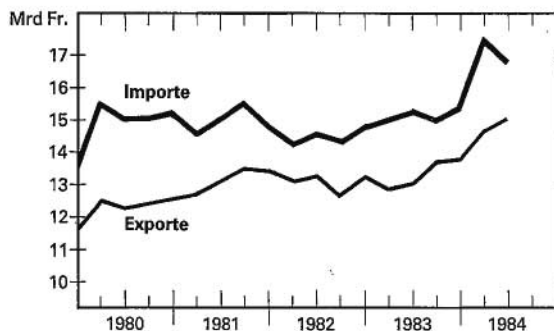
Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1980	1981	1982	1983	1983				1984	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real	19,0	0,2	- 5,8	7,0	4,5	7,0	6,3	10,2	8,1	- 1,9
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	1,7	- 5,9	- 3,6	10,8	16,9	5,8	23,0	- 2,4	?)	?)
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	- 1,3	6,3	6,7	- 4,1	- 12,9	- 16,7	16,6	- 3,2	?)	?)
Geplante industrielle Bauten (Raumvolumen) ¹	67,1	- 29,6	- 22,5	23,6	2,1	- 10,5	44,1	58,5	- 4,7	- 20,9
Neubewilligte Baukredite (71 Banken)	23,0	- 5,3	- 6,5	19,4	16,5	14,9	24,0	22,1	3,6	9,8

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

² Nicht verfügbar

Grafik 10: Aussenhandel¹



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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Die Abschwächung des Wachstums der nominalen Ausfuhren im zweiten Quartal ist auf den Rückgang der Exporte in die OPEC-Staaten und in die Entwicklungsländer zurückzuführen. Durch die höheren Lieferungen in den OECD-Raum – insbesondere in die Bundesrepublik Deutschland, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten – konnte dieser nur knapp ausgeglichen werden. Die geographisch unterschiedliche Entwicklung widerspiegelt die weltwirtschaftliche Situation: Während der wirtschaftliche Aufschwung in den OECD-Staaten die Importtätigkeit belebt, müssen die überschuldeten Entwicklungsländer ihre Einfuhren drosseln. Diese Massnahme ist für sie eine naheliegende Möglichkeit, die zur Schuldentilgung erforderlichen Ertragsbilanzüberschüsse zu erzielen, nachdem die Industrieländer den Zugang zu wichtigen Teilen ihrer Binnenmärkte durch Handelshemmnisse erschweren. Zu einer Drosselung der Importe sehen sich auch die meisten OPEC-Staaten gezwungen, da die Exporterlöse infolge tieferer Erdölpreise stark gesunken sind.

Importe

Im zweiten Quartal gingen die Importe – nach einem Anstieg im Winterhalbjahr – saisonbereinigt sowohl wert- als auch volumenmässig zurück. Sie lagen real aber immer noch um 4,7% höher als ein Jahr zuvor. Einen volumenmässigen Rückgang gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal wiesen lediglich die Investitionsgüter auf, was angesichts der Häufung von Grossraumflugzeuglieferungen im zweiten Quartal 1983 nicht erstaunlich ist. Die Mittelwerte der importierten Güter gingen im zweiten Quartal trotz des höheren Dollarkurses zurück, lagen aber über dem Niveau vor Jahresfrist.

Der Anteil der Importe aus europäischen Ländern stieg von 76,9% im dritten Quartal 1983 sukzessive auf 79,3% im Berichtsquartal. An Bedeutung verloren vor allem die Vereinigten Staaten, deren Anteil an den schweizerischen Importen innert Jahresfrist von 8,6% auf 6,3% schrumpfte.

Die gegenwärtige Welthandelsituation ist durch zunehmenden Protektionismus und Bilateralismus geprägt. Um zu einer handelspolitischen Wende in Richtung einer stärkeren Liberalisierung beizutragen, haben sich die OECD-Staaten an einer Ministertagung im Jahre 1983 dafür ausgesprochen, vertrauensbildende Massnahmen im Handelsbereich zu ergreifen. In der Schweiz, die an der Aufrechterhaltung und Stärkung eines offenen multilateralen Handelssystems ein vitales Interesse hat, beschloss der Bundesrat daher, gewisse Zollsenkungsmassnahmen zeitlich vorzuziehen. Im Rahmen der im Genfer Protokoll (1979) zum Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommen vereinbarten Herabsetzung von Zollsätzen nahm er die per 1. Januar 1985 fällige sechste Zollsenkungsrunde bereits auf den 1. Juli 1984 vor.

Handelsbilanz und Ertragsbilanz

Infolge des Importrückgangs sank das Handelsbilanzdefizit vom ersten zum zweiten Quartal saisonbereinigt um 1,1 Mrd. Franken auf 1,8 Mrd. Franken. Zur Abnahme des Fehlbetrags trug auch die Verbesserung der Terms of Trade bei, verbilligten sich doch die Importgüter etwa im

gleichen Ausmass, wie die Preise der schweizerischen Exportprodukte stiegen. Zusammen mit dem Handelsbilanzdefizit im Juli von 868 Mio. Franken ergab sich in den ersten sieben Monaten dieses Jahres mit rund 5,5 Mrd. Franken ein etwas höherer Passivsaldo als in der entsprechenden Vorjahresperiode (4,9 Mrd. Franken).

Bei der Betrachtung der Handelsbeziehungen zu einzelnen Ländern ist insbesondere die Entwicklung im Güterverkehr mit den Vereinigten Staaten bemerkenswert. Während die Schweiz vor einem Jahr noch für 212,4 Mio. Franken mehr aus den USA importierte, als sie in die Vereinigten Staaten exportierte, kehrten sich im zweiten Quartal 1984 die Verhältnisse um: die schweizerischen Ausfuhren übertrafen die Einfuhren im Handel mit den Vereinigten Staaten um 363,9 Mio. Franken. Somit profitierte auch die schweizerische Wirtschaft vom Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten und von den Wechselkursverhältnissen.

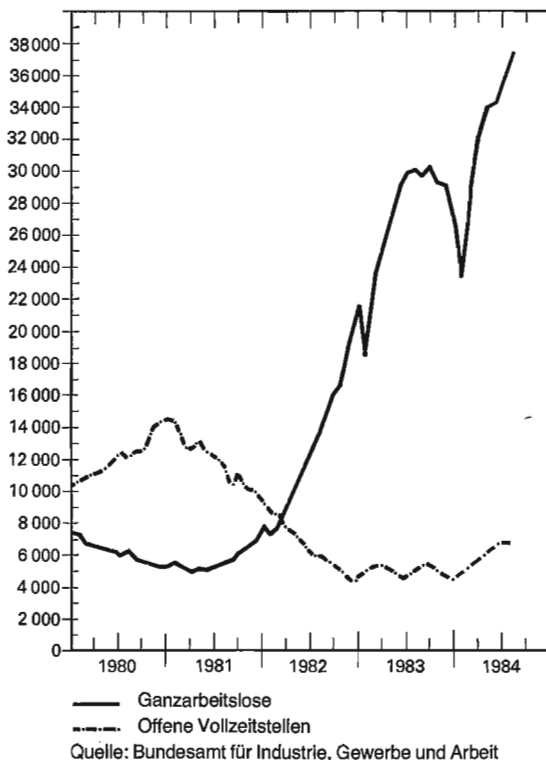
Trotz eines kleineren Handelsbilanzdefizits blieb der Überschuss der Ertragsbilanz im zweiten Quartal mit 2,2 Mrd. Franken gleich hoch wie im ersten Vierteljahr. Ein markanter Rückgang der Nettoeinnahmen ergab sich beim Fremdenverkehr, der sich im zweiten Quartal aus saisonalen Gründen jeweils abschwächt.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

In den Arbeitsmarktstatistiken war von der gegen-

Grafik 11: Arbeitslose und offene Stellen

(Saisonbereinigt)



wärtigen Konjunkturbelebung bisher noch wenig zu spüren. Immerhin bildete sich der Index der Beschäftigung im zweiten Quartal gegenüber der

Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1980	1981	1982	1983	1983		1984					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli	
Index der Beschäftigten ¹	2,0	1,0	-1,1 ²	-1,3	-0,6	-1,0	-0,5					
Arbeitslosenquote ^{3, 4}	0,2	0,2	0,4	0,8	0,9	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Ganzarbeitslose ⁴	6 255	5 889	13 220	26 288	28 245	34 183	32 424	33 520	32 327	31 426	30 488	30 488
Kurzarbeiter ⁴	2 128	5 704	36 611	48 930	38 241	23 061	14 067	16 252	13 944	12 006	2 370	2 370
Offene Vollzeitstellen ⁴	12 312	11 876	6 352	5 591	4 686	5 470	6 462	6 204	6 532	6 650	6 574	6 574

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Verhältnis der Zahl der Ganzarbeitslosen zur erwerbstätigen Wohnbevölkerung von 1980 in Prozent

⁴ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft

Vorperiode saisonbereinigt nicht mehr zurück. In der Industrie lag er um 1,3% und im Baugewerbe um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Im Dienstleistungssektor bewegte er sich mehr oder weniger auf dem Vorjahresstand (+0,1%).

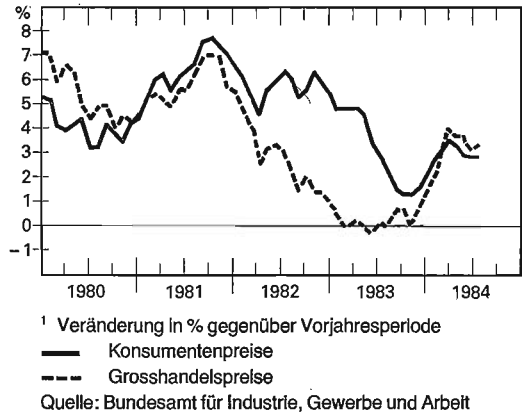
Die Zahl der Ganzarbeitslosen stieg in den Monaten April bis Juli saisonbereinigt um 5500 an. Sie übertraf das entsprechende Vorjahresniveau hernach um 7000. Ein Teil des seit Jahresbeginn erfolgten Anstiegs dürfte durch die Einführung des Bundesgesetzes über die obligatorische Arbeitslosenversicherung und die Insolvenzentschädigung (AVIG) auf den 1. Januar 1984 bedingt sein. Die neuen Bestimmungen haben zur Folge, dass Kurzarbeit die Unternehmer teurer zu stehen kommt als zuvor, so dass diese bei der Verfügung von Kurzarbeit Zurückhaltung übten und dafür vermehrt Entlassungen vornahmen. Neben der konjunkturellen Belebung dürfte somit auch diese Neuregelung dazu beigetragen haben, dass die Kurzarbeit innert Jahresfrist um rund zwei Drittel sank. Die Zahl der offenen Vollzeitstellen stieg im zweiten Vierteljahr weiter an und lag im Juli um fast 1600 über derjenigen des entsprechenden Vorjahresmonats.

Preise und Löhne

Nachdem die Jahresteuersatzrate von September 1983 bis März 1984 kontinuierlich angestiegen war, bildete sie sich im zweiten Quartal wieder etwas zurück. Im Juli und August lag sie mit 2,8% bzw. 2,9% aber immer noch höher als in den entsprechenden Vorjahresmonaten. Am spürbarsten war der Preisauftrieb bei den Inlandgütern. Der Preisindex der importierten Konsumgüter hingegen bewegte sich Ende des zweiten Quartals auf tieferem Niveau als drei Monate zuvor.

Wie schon im ersten Quartal waren die Jahresteuersatzraten bei der Gruppe Nahrungsmittel überdurchschnittlich hoch. Über der mittleren Teuerungsrate lagen in der Zeit von April bis Juni auch die Preisaufschläge in den Gruppen Verkehr sowie Heizung und Beleuchtung. Der nur halbjährlich erhobene Mietpreisindex wies mit 2,4% im Mai 1984 hingegen eine unterdurch-

Grafik 12: Preisentwicklung¹



schnittliche Jahresteuersatzung aus. Bei den neuerstellten Wohnungen erhöhte sich das Mietpreisniveau gegenüber der Erhebung im November im Mittel allerdings um 6%.

Die Jahresteuersatzraten auf der Grosshandelsstufe, die im vergangenen Februar jene im Detailhandel erstmals seit Jahren wieder übertrafen hatten, bewegten sich mit durchschnittlich 3,5% auch im zweiten Quartal über dem mittleren Anstieg der Konsumentenpreise. Im Gegensatz zur Teuerungsentwicklung auf der Detailhandelsstufe fiel der Preisauftrieb im Grosshandel bei den Importwaren mit +3,9% etwas stärker aus als bei den Inlandprodukten (+3,3%). Im Juni war der Grosshandelspreisindex trotz der Höherbewertung des Dollars erstmals seit dem vergangenen Oktober wieder leicht tiefer als im Vormonat. Diese Entwicklung hing hauptsächlich mit dem Preisrückgang bei den Energieträgern zusammen. Der Anstieg des Dollarkurses im Laufe des zweiten Quartals wurde durch den gleichzeitigen Rückgang der Rohwaren-Weltmarktpreise teilweise kompensiert. Im Juli erhöhte sich der Grosshandelspreisindex wieder um 0,3%. Damit ergab sich eine Jahresteuersatzung von 3,4%.

Die Löhne des Betriebspersonals in Industrie, Handwerk und Baugewerbe lagen nach den Berechnungen des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit im ersten Quartal um 2,1% und im zweiten Quartal um 1,7% über dem entspre-

chenden Vorjahresniveau. Da der Landesindex der Konsumentenpreise vom zweiten Quartal 1983 bis zum zweiten Quartal 1984 um 3,0% anstieg, ergab sich in dieser Zeitspanne eine Reallohneinbusse von 1,3%.

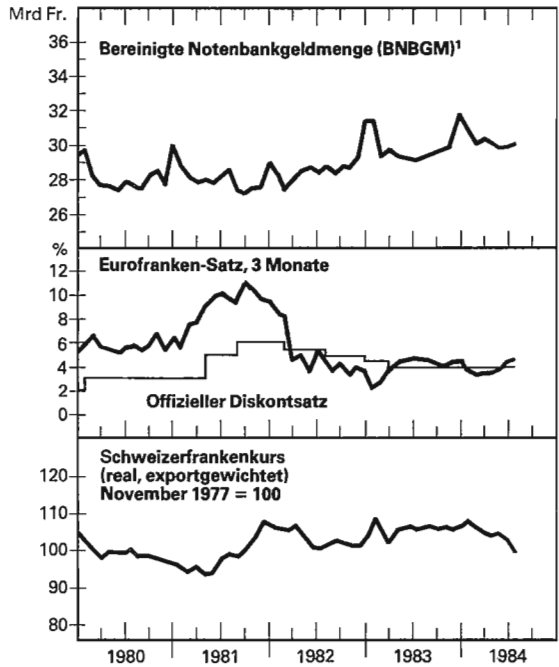
3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

In den Monaten April bis Juli folgte die bereinigte Notenbankgeldmenge dem vorgesehenen Zielpfad. Im Durchschnitt der vier Monate lag sie um 3,1% über dem Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums. Dabei beschleunigte sich das Wachstum des Notenumlaufs saisonbereinigt etwas, während die Giroguthaben mehr oder weniger stagnierten. Infolge der geringen Erhöhung zu Beginn des Jahres dürfte die durchschnittliche Wachstumsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge im laufenden Jahr das vorgesehene Geldmengenziel von 3% leicht unterschreiten.

Die Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 entwickelten sich im zweiten Quartal parallel zueinander. Saisonbereinigt lagen M_1 mit durchschnittlich 62,8 Mrd. Franken um 2,2%, M_2 um 1,8% (125,1 Mrd. Franken) und M_3 um 1,7% (258,7 Mrd. Franken) über dem Niveau des Vorquartals.

Grafik 13: Schweiz



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

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
1983 2. Q.	22 688	4,3	7061	- 0,3	574	29 175	2,4
1983 3. Q.	22 493	2,6	7321	3,8	510	29 305	2,6
1983 4. Q.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1. Q.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2. Q.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 April	23 088	1,7	7876	14,0	708	30 256	3,1
1984 Mai	23 007	1,4	7075	- 0,7	146	29 936	2,7
1984 Juni	23 216	2,4	7453	4,3	681	29 988	3,3
1984 Juli	23 245	2,6	7521	7,2	716	30 050	3,3
1984 August	23 056	3,0	7624	3,9	595	30 085	2,6

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

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

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
1983 2. Q.	8,7	- 4,4	7,7
1983 3. Q.	5,4	- 1,5	7,7
1983 4. Q.	2,2	- 1,1	6,0
1984 1. Q.	1,5	4,8	7,0
1984 2. Q.	3,0	6,6	6,6
1984 April	2,6	6,9	6,8
1984 Mai	3,1	7,4	6,9
1984 Juni	3,4	5,3	6,2
1984 Juli	4,9	7,7	7,1

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate.

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

Infolge der Zinserhöhung und des Dollarkursanstiegs nahmen die Termin- und Fremdwährungsguthaben der Inländer von März bis Juni saisonbereinigt um 4,1% zu. Insgesamt schlägt sich der stetige Kurs der Nationalbank nunmehr auch in gleichmässigeren Jahreswachstumsraten der weiter definierten Geldmengenaggregate nieder.

Finanzmärkte

Geldmarkt

Das Geschehen am Geldmarkt wurde im zweiten Quartal und im Monat Juli durch einen spürbaren Anstieg der Zinssätze geprägt. Da die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank deutlich über dem entsprechenden Vorjahresniveau lagen, widerspiegelte dieser Anstieg eine konjunkturbedingte Belebung der Liquiditätsnachfrage der Banken. Teilweise dürfte auch die starke Erhöhung der Dollarzinssätze auf die schweizerischen Geldmarktsätze durchgeschlagen haben.

Die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank beliefen sich im zweiten Quartal 1984 auf

durchschnittlich 7,4 Mrd. Franken und lagen damit um 5,5% über dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals. In Übereinstimmung mit den Vorstellungen der Nationalbank stiegen sie am Halbjahresresultimo auf 11,6 Mrd. Franken (Vorjahr 10,9 Mrd.). Wie üblich stellte die Nationalbank die Ultimoliquidität hauptsächlich über den traditionellen Notenbankkredit (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten) zur Verfügung. Die Beanspruchung dieser Kredite war jeweils so gross, dass die Nationalbank auslaufende Swapkredite über die Monatsenden nur teilweise erneuerte.

Die Zinssätze, die im ersten Quartal dieses Jahres stabil geblieben waren, zogen ab Mai an. Am Eurofrankenmarkt hatte der Zinssatz für Dreimonatsdepots am Ende der Monate Februar bis April jeweils 3½% betragen, stieg dann aber bis Ende Juli um 1¼ Prozentpunkte an. Diese Erhöhung fiel zur Hauptsache in die erste Julihälfte, als neben den längerfristigen Geldmarktzinsen auch der Satz für Tagesgeld infolge eines unerwartet starken Abflusses von Bankliquidität zum Bund vorübergehend bis gegen 5% stieg.

Die Vergütungen auf Festgeldern der Grossbanken und die Renditen der Geldmarkt-Buchforderungen entwickelten sich parallel zu den Eurofrankeninzinsen. In drei Schritten, nämlich mit Wirkung ab 9. Mai, 2. Juli und 24. Juli, hoben die Grossbanken ihre Festgeldsätze an. Je nach Laufzeit betragen die Sätzerhöhungen insgesamt ¼ bis 1¼ Prozentpunkte. Die Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes warfen im Durchschnitt ungefähr den gleichen Ertrag ab wie die Festgelder gleicher Laufzeiten der Grossbanken.

Ein Vergleich der schweizerischen Zinsentwicklung mit jener in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik Deutschland zeigt eine wachsende Zinsdifferenz zu den Vereinigten Staaten und eine Verringerung des Zinsunterschieds zur Bundesrepublik. Gemessen an den Euromarktzinsen für Dreimonatsdepots stieg die Zinsdifferenz zugunsten von Dollaranlagen, die im ersten Quartal 6 bis 7% betragen hatte, bis Mitte Mai auf 8¼% und schwankte in den folgenden zweieinhalb Monaten bei sinkender Tendenz zwischen 7 und 8%. Die Differenz zu den D-Mark-Zinsen hatte bei den Dreimonatsgeldern bereits im er-

sten Quartal leicht abgenommen und bildete sich in den folgenden vier Monaten erneut zurück: Sie betrug Ende Juli weniger als 1 Prozentpunkt, was die niedrigste Differenz seit rund einem Jahr darstellte.

Devisenmarkt

Im Laufe der Monate April bis Juli 1984 setzte der amerikanische Dollar seinen Aufwärtstrend fort und erzielte Ende Juli mit Fr. 2.466 einen seit Juni 1977 nicht mehr erreichten Höchstkurs. Im Durchschnitt der vier Monate wurden für den Dollar Fr. 2.29 bezahlt, und sein Kurs schwankte zwischen Fr. 2.14 und 2.47. In derselben Vorjahresperiode hatte der Dollar durchschnittlich Fr. 2.06 erzielt und sich zwischen Fr. 2.03 und 2.13 bewegt. Neben dem amerikanischen Dollar wertete sich auch die D-Mark stetig auf. Sie wurde Ende Juli zu 85 Rappen gehandelt, während ihr Kurs zu Beginn des Jahres noch zu rund 80 Rappen notiert worden war. Im August fiel sie allerdings wieder auf 83 Rappen. Der japanische Yen hielt sich in den Monaten April bis Juli 1984 konstant über dem Niveau des ersten Vierteljahres und überschritt Ende Juli vorübergehend sogar die Marke von einem Franken für 100 Yen. Während das Pfund Sterling und der französische Franken ungefähr auf dem Niveau des ersten Vierteljahres verharrten, wertete sich die italienische Lira gegenüber dem Schweizerfranken leicht auf.

Real bewegte sich der Schweizerfranken im zweiten Quartal gegenüber dem amerikanischen Dollar, der italienischen Lira, dem französischen Franken und dem japanischen Yen auf einem tieferen Niveau als in der entsprechenden Vorjahresperiode. In bezug auf die D-Mark und das englische Pfund wurde er im Vergleich zum Vorjahreszeitraum real höher bewertet. Insgesamt unterschritt der exportgewichtete Aussenwert des Schweizerfrankens im zweiten Vierteljahr das Niveau des gleichen Vorjahreszeitraums nominell um durchschnittlich 0,8% und real im Mittel um 1,7%.

Kapitalmarkt

Das Zinsniveau am Kapitalmarkt lag im zweiten Quartal gemessen an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen um rund $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt über dem Niveau des Vorquartals. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (nach Kündbarkeit berechnet) erreichte mit 4,66% Anfang Juni und erneut Ende Juli den diesjährigen Jahreshöchststand. Am Emissionsmarkt erfolgte im Mai die notwendig gewordene Anpassung der Couponsätze, indem der Coupon der Obligationenanleihen des Bundes und vergleichbarer Schuldner um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt auf 4 $\frac{3}{4}$ % heraufgesetzt wurde. Nachdem sich die neuen Konditionen allgemein durchgesetzt hatten, erhöhten die Banken im Laufe des Monats Juni auch ihre Zinssätze auf Kassenobligationen um rund $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt. Seither vergüteten die Grossbanken auf diesen Papieren je nach Laufzeit zwischen 4 $\frac{3}{4}$ % und 5%.

Tabelle 7: Veränderung des Frankenkurses¹ gegenüber den wichtigsten Währungen

	Mai 1984 – August 1984 ²		2. Quartal 1983 – 2. Quartal 1984 ³	
	nominl	real	nominl	real
US-\$	-2,1	-2,2	- 7,8	-8,5
Yen	-0,5	-0,0	-10,7	-9,8
D-Mark	-0,5	-0,6	+ 0,8	+1,4
fFr.	-0,5	-0,9	+ 3,1	-1,2
£	-0,2	-0,4	+ 3,0	+1,6
Lit.	-0,5	-0,9	+ 4,7	-1,3

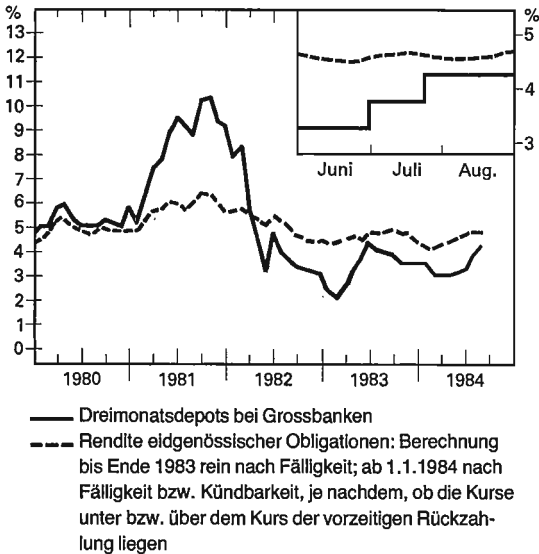
¹ Preis eines Schweizerfrankens in fremder Währung
(+ = Aufwertung; - = Abwertung)

² Durchschnitt der monatlichen Veränderungsdaten in Prozent

³ Durchschnitt der jährlichen Veränderungsdaten in Prozent

Das Programm öffentlicher Emissionen des Bundes umfasste im Berichtszeitraum zwei 4 $\frac{3}{4}$ %-Obligationenanleihen im Betrag von jeweils 275 Mio. Franken. Die Laufzeit dieser Anleihen, die wiederum im Auktionsverfahren zugeteilt wurden, betrug 12 bzw. 10 Jahre. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde in beiden Fällen ein Ausgabepreis von 100% festgelegt. Damit ergaben sich jeweils Renditen von 4,75%.

Die gesamte Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch öffentliche Emissionen von Obligationen inländischer und ausländischer Schuldner lag im zweiten Quartal über dem Niveau des

Grafik 14: Zinsentwicklung in der Schweiz

entsprechenden Vorjahresquartals, erreichte aber das Volumen der Vorperiode nicht ganz. Für das erste Halbjahr belief sich die Neubeanspruchung auf 9,7 Mrd. Franken (erstes Halbjahr 1983: 9,8 Mrd.), wobei 6,2 Mrd. (4,9 Mrd.) auf ausländische Schuldner entfielen. Der Anteil der Auslandsanleihen erhöhte sich damit innert Jahresfrist von ungefähr der Hälfte des Gesamttotals auf fast zwei Drittel.

Kapitalexport

Im zweiten Quartal erreichte der bewilligungspflichtige Kapitalexport den Gesamtbetrag von 11,5 Mrd. Franken. Das Volumen stieg im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal um 25%, während sich gegenüber dem Vorquartal eine Abnahme von 7% ergab. Ein Rückgang war im wesentlichen bei den Krediten und – in weniger ausgeprägtem Masse – bei den öffentlichen Anleihen zu verzeichnen.

Die bewilligten Kredite waren im ersten Quartal 1984 wegen eines Grosskredits (Kraftwerk Atatürk) überdurchschnittlich hoch ausgefallen, lagen im zweiten Quartal aber bereits wieder auf einem deutlich tieferen Niveau, das allerdings das Kreditvolumen des entsprechenden Vorjahresquartals immer noch um 14% übertraf.

Der Betrag der öffentlichen Anleihen ausländischer Schuldner bildete sich gegenüber dem ersten Quartal 1984 bei leicht steigendem Zinsniveau um 8% zurück. Demgegenüber erhöhte sich das Gesamtvolumen der zur Zeichnung aufgelegten Notes im Vergleich zum Vorquartal um 8% auf 6,1 Mrd. Franken (2. Quartal 1983: 4,6 Mrd.). Auffällig ist, dass das Wachstum der öffentlich aufgelegten Auslandsanleihen mit 25% im ersten Halbjahr viel stärker war als das der Notes-Emissionen (9%). Diese Entwicklung dürfte damit zusammenhängen, dass die Regulierung des Emissionskalenders für öffentliche Auslandsanleihen zu Beginn des laufenden Jahres ausser Kraft gesetzt worden ist.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport¹

	Anleihen	Notes	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1980	5 485,7	8 398,0	7 315,1	2 123,2	23 322,0
1981	7 575,0	11 846,0	9 838,7	2 945,3	32 205,0
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8 ²	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1983 2. Q.	2 509,6	4 558,0	1 579,5	540,7	9 187,8
3. Q.	2 120,0 ²	4 755,6	1 741,4	285,6	8 902,6
4. Q.	3 229,1 ²	5 044,0	2 385,3	531,1	11 189,5
1984 1. Q. ³	3 221,5 ²	5 682,3	2 488,4	1 010,4	12 402,6
2. Q. ³	2 947,9	6 134,2	2 184,7	235,6	11 502,4

¹ In Mio. Franken

² inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

³ provisorisch

Trotzdem nahm der Anteil der Notes-Emissionen am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport von 47% im ersten Quartal 1984 auf 53% im zweiten Quartal 1984 zu (1983: 52%). Davon entfiel, wie bereits in den vorangegangenen Quartalen, über die Hälfte auf japanische Schuldner, die den schweizerischen Kapitalmarkt insbesondere durch die Ausgabe niedrigverzinslicher Wandelnotes beanspruchen.

Ein Vergleich des schweizerischen Emissionsmarktes für Auslandschuldner mit dem Euro-Anleihensmarkt zeigt, dass das Volumen der Euro-Emissionen im ersten Halbjahr 1984 deutlich stärker über dem entsprechenden Vorjahresstand lag als das Volumen der in der Schweiz emittierten Anleihen und Notes. Die entsprechenden Wachstumsraten betragen 30% (Euro-Emissionsmarkt) und 9% (Auslandanleihen und -notes in der Schweiz).

Bankbilanzen und Kredite

Zwei Einflüsse prägten die *Bilanzentwicklung* der 71 Banken im zweiten Quartal 1984. Zum einen zeigten die Bilanzen per Ende Juni deutlichere Spuren der anziehenden Konjunktur als noch im März. Zum andern erhöhten sich im zweiten Quartal einzelne Positionen infolge höherer Umrechnungskurse für den US-Dollar. Das Jahreswachstum der Bilanzsumme (ohne Edelmetalle) stieg von März bis Juni von 5,4% auf 8,1%; ungefähr ein Drittel dieser Zunahme war allerdings rein wechselkursbedingt. Das *Treuhandgeschäft* wuchs, getragen von der Entwicklung im Dollarbereich, weiterhin um rund 12% pro Jahr.

Auf der Passivseite lag der Einfluss an *Publikums-geldern* im zweiten Quartal über dem Niveau der Vorquartale. Ihr Wachstum stieg von 5,4% (März) auf 8,0% (Juni). Die im zweiten Quartal zufließenden Mittel bestanden fast ausschliesslich aus Termineinlagen, wobei infolge der hohen Zinsdifferenz zugunsten der Vereinigten Staaten Anlagen in US-Dollars eindeutig dominierten. Termingelder in Franken waren angesichts der von den Grossbanken vergüteten Sätze weniger attraktiv. Die Bestände an Sichteinlagen und – teils saisonal bedingt – an Spargeldern blieben im zweiten

Quartal unverändert. Kassenobligationen und Obligationen emittierten die Banken im Ausmass der vorangegangenen Quartale.

Auf der Aktivseite blieben die *Finanzanlagen* im zweiten Quartal konstant, wobei es innerhalb dieses Aggregats zu Mittelverschiebungen aus Interbankpositionen in Geldmarktpapiere und Wertschriften kam. Demgegenüber war das *Kreditgeschäft* besonders lebhaft und absorbierte die den Banken zufließenden Publikumsgelder voll. Das gesamte ausstehende Kreditvolumen stieg um den grössten Quartalsbetrag seit vier Jahren. Das Jahreswachstum der Kredite erhöhte sich damit auf 8,7% (Inlandkredite: 7,3%, Auslandkredite: 13,9%), verglichen mit dem vor Jahresfrist erreichten Tiefpunkt von 1,9%. Die Beschleunigung der Kreditfähigkeit fiel damit ungefähr gleich stark aus wie im jeweils ersten Jahr der beiden letzten Konjunkturaufschwünge.

Im Einklang mit der bisher vor allem durch die Auslandsnachfrage getragenen Konjunkturerholung beruhte das raschere Kreditwachstum im zweiten Quartal auf einer kräftigen Ausdehnung des Auslandgeschäfts. Charakteristisch für die gegenwärtige Konjunkturphase ist ferner die Tatsache, dass die Debitoren seit längerer Zeit erstmals wieder ein höheres Jahreswachstum aufwiesen als die Hypotheken. Im vergangenen Konjunkturzyklus war dies vom ersten bis zum vierten Quartal 1977 und vom vierten Quartal 1978 bis zum dritten Quartal 1981 der Fall gewesen. Eine gewisse Labilität der Kreditentwicklung zeigt sich allerdings daran, dass im zweiten Quartal erstmals seit zwei Jahren weniger *Zusagen* gemeldet wurden als in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Auch bei den *Baukrediten* flachte das Wachstum im ersten Halbjahr 1984 ab. Nach einer andert-halb Jahre dauernden Wachstumsphase stabilisierten sich die Zusagen in der ersten Jahreshälfte auf recht hohem Niveau. Nur bei den Krediten für Einfamilienhäuser setzte sich das Wachstum fort, während die Neubewilligungen im allgemeinen Wohnungsbau stagnierten. Ein langsamerer Rhythmus setzte sich auch bei der Beanspruchung von Baukrediten durch, wobei im ersten Halbjahr auffällig viele offene Limiten unausgenutzt verfielen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 7 septembre 1984*

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

Evolution conjoncturelle

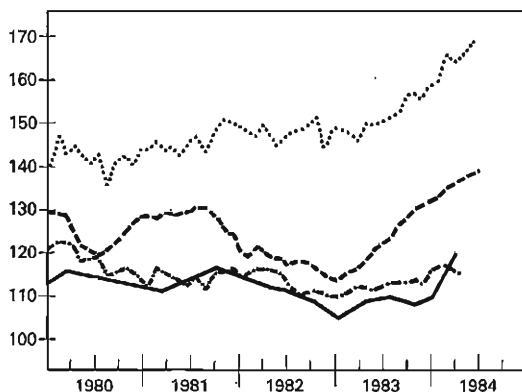
Au deuxième trimestre, l'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie dans les grands pays industrialisés. Les Etats-Unis ont enregistré de nouveau l'expansion la plus forte, en termes réels, du *produit national brut*. Le Japon, principal bénéficiaire de l'essor conjoncturel américain, a pu une fois encore augmenter considérablement ses exportations. Dans les pays industrialisés européens, la situation économique a continué à s'améliorer, bien que d'importants conflits du travail aient pesé quelque peu sur la conjoncture en République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni.

Pour les pays de la Communauté économique européenne, les prévisions concernant la croissance ont été révisées légèrement à la hausse. Avec un taux d'expansion estimé à un peu plus de 2% pour 1984, les pays industrialisés européens viennent loin derrière les Etats-Unis (6%) et le Japon (5%). Un fait est cependant positif: les investissements contribuent à la reprise conjoncturelle, alors que l'an dernier celle-ci était soutenue essentiellement par la consommation privée et les exportations.

Au premier semestre, l'emploi a fortement augmenté aux Etats-Unis et le nombre des chômeurs a diminué. Par contre, les taux de chômage ont haussé dans les grands pays industrialisés européens. Au mois de juin, la part des chômeurs à la population active s'élevait à 10,6% dans la Communauté économique européenne et à 8,3% dans la zone de l'OCDE.

* Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1984.

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

Au cours du deuxième trimestre, le taux annuel moyen de renchérissement a fléchi légèrement dans les pays de l'OCDE. Il s'inscrivait à 5,4% en mai, et l'écart entre les taux d'inflation des grands pays industrialisés tendait à se rétrécir encore. Ce niveau du renchérissement, bas par rapport à celui des années septante, résulte principalement de la politique monétaire que les grands pays industrialisés ont axée sur la lutte contre l'inflation depuis le début des années quatre-vingt. La baisse des prix des matières premières et des produits énergétiques a contribué également au recul relativement rapide de l'inflation.

Dans la plupart des grands pays industrialisés, les agrégats monétaires ont évolué dans le cadre des objectifs fixés. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni toutefois, les masses monétaires répondant aux définitions les plus larges et les crédits bancaires se sont fortement accrus. Dans ces deux pays, les taux d'intérêt sont montés notablement entre les mois d'avril et de juillet.

Sur les marchés des changes, l'évolution a été marquée par une vive revalorisation du dollar vis-à-vis de toutes les principales autres monnaies. Durant la seconde quinzaine de mai et au début de juin, la monnaie américaine a faibli quelque peu; étant donné des problèmes de liquidités au sein des banques américaines, l'incertitude régnait alors quant à la politique monétaire du Système de Réserve Fédérale. La croissance économique au deuxième trimestre, surprenante par son ampleur, a sans doute contribué à la hausse du dollar en juin et en juillet. A la fin de ce dernier mois, le dollar atteignait son cours maximal de l'année face à la plupart des autres monnaies, notamment vis-à-vis du franc suisse et de la livre sterling. Après une période de relative fermeté, le yen japonais a fléchi, en juin et en juillet, tant vis-à-vis du dollar que face aux monnaies du Système monétaire européen (SME). Le calme a régné au sein du SME.

Endettement international

Les premiers signes de succès des programmes d'ajustement ayant quelque peu relégué à l'arrière-plan l'endettement élevé du Mexique et du Brésil, les problèmes de l'Argentine ont occupé le devant de la scène au deuxième trimestre. Les discussions sur le rééchelonnement de la dette extérieure argentine, estimée à 43 milliards de dollars environ, n'ont guère progressé. L'Argentine et le Fonds monétaire international (FMI) ne sont pas parvenus à s'entendre sur le programme

économique dont dépend l'octroi d'éventuels nouveaux crédits. Les Etats-Unis, qui s'étaient déclarés prêts, à la fin du mois de mars, à reprendre, en cas d'accord entre l'Argentine et le FMI, le crédit de 300 millions de dollars accordé à l'Argentine par quatre pays latino-américains, n'ont plus renouvelé leur offre à partir de la mi-juin.

A la fin du mois de mai, la Bolivie a décrété unilatéralement un moratoire sur une partie de sa dette extérieure. Elle suspend donc, pour un temps indéterminé, le service de la dette sur les crédits accordés par les banques privées et ne paiera que dans une certaine mesure les intérêts dus aux institutions financières internationales. La dette extérieure de la Bolivie se monte à quelque 5 milliards de dollars, les deux tiers étant des créances de banques commerciales et l'autre tiers, des crédits octroyés par des institutions financières internationales.

L'endettement international a figuré également à l'ordre du jour de la rencontre au sommet qui a réuni à Londres, les 8 et 9 juin, les chefs d'Etat et de gouvernement des sept principaux pays industrialisés. Le rôle clé que joue le FMI en vue de résoudre les problèmes d'endettement a été à nouveau souligné. Des mesures concrètes ont été formulées, notamment le rééchelonnement à moyen terme de la dette commerciale des pays disposés à fournir une contribution à l'amélioration de leur économie; en outre, les marchés des pays industrialisés devraient s'ouvrir davantage

Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies

	Avril 1984 – juillet 1984 ¹		2e trimestre 1983 – 2e trimestre 1984 ²		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar USA	–	+2,4	–	+5,2	+5,9
Yen	–2,6	–1,3	+ 3,4	+7,9	+5,5
Mark allemand	–2,5	–0,5	– 9,0	–1,5	–3,8
Franc français	–2,5	–0,2	–11,5	–3,3	–0,5
Lire	–2,3	–0,1	–13,3	–5,2	+1,0
Livre sterling	–2,4	–0,4	–10,1	–4,8	–4,5
Franc suisse	–3,1	–1,1	– 8,4	–0,8	–1,7

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

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

Source: OCDE

aux exportations des pays débiteurs et les investissements directs devraient être stimulés.

A la fin du mois de juin, une conférence a réuni à Carthagène (Colombie) les ministres des affaires étrangères et des finances de onze pays latino-américains. Dans une déclaration finale, les participants se sont prononcés contre la formation d'un cartel des débiteurs et ont formulé un catalogue d'exigences à l'adresse des banques, des organisations internationales et des pays créanciers. Ils ont demandé entre autres une réduction des taux d'intérêt appliqués par les banques, l'adoption, par les gouvernements des pays industrialisés, de mesures favorisant le recul des taux d'intérêt et le renforcement de la dotation en capital des organisations internationales. Les pays débiteurs ont souligné en particulier qu'une expansion des investissements directs ne contribuerait pas fortement à résoudre les problèmes d'endettement. A l'avenir, ces pays entendent avoir régulièrement des échanges de vues.

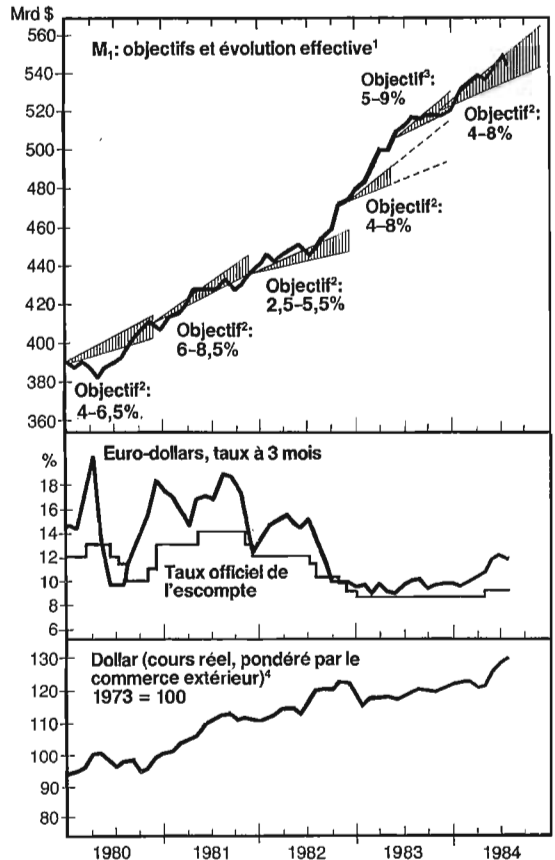
2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au premier semestre, l'économie américaine s'est distinguée par un rythme d'expansion rapide, accompagné d'une hausse de l'emploi et d'un recul de l'inflation. Le *produit national brut réel* dépassait de 8,1%, au premier trimestre, et de 7,5%, au deuxième, les valeurs observées pour les périodes correspondantes de 1983. Si la reconstitution des stocks a faibli quelque peu au deuxième trimestre, la consommation privée et les investissements sont restés en forte progression. La production industrielle dépassait de 12% son niveau de 1983, et l'utilisation des capacités techniques a passé à 82,5%.

Le recul marqué par les indicateurs avancés aux mois de juin et de juillet ainsi que la baisse, par moments sensible, du nombre des constructions mises en chantier et des entrées de commandes de biens industriels durables annoncent toutefois un ralentissement de la croissance au second semestre.

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

⁴ Source: OCDE

L'emploi a augmenté au deuxième trimestre, et le taux de chômage a diminué à 7,1% en juin. Il reste à voir si le recul sensible que l'emploi a enregistré au mois de juillet – le taux de chômage s'est élevé à 7,5% – est le signe d'un retournement de tendance.

Au deuxième trimestre, le nombre des personnes occupées dans l'ensemble de l'industrie manufacturière était de quelque 7% inférieur à son niveau de 1979, avant le début de la récession; dans certaines branches, telles l'industrie du bois, la construction automobile et l'électronique, il dépassait toutefois nettement le niveau de 1979.

Cette évolution montre bien que la construction de logements ainsi que la demande de biens de consommation durables et de biens d'équipement ont été les principaux soutiens de l'essor conjoncturel.

Le taux annuel de renchérissement a fléchi au deuxième trimestre. Au mois de juillet, l'indice des prix à la consommation dépassait de 4,1% le niveau observé un an auparavant.

Du premier semestre de 1983 à la période correspondante de 1984, les importations se sont accrues d'environ un tiers, alors que les exportations n'ont guère progressé. La faiblesse persistante des exportations américaines est due à l'essor modeste, par rapport aux précédentes phases de reprise, des économies des pays industrialisés européens, aux restrictions à l'importation introduites par les pays lourdement endettés et à la hausse du dollar en termes réels. Au deuxième trimestre, le cours réel du dollar, pondéré en fonction des exportations, dépassait d'environ un tiers son niveau de 1979. Pour les six premiers mois de l'année, le déficit de la balance commerciale américaine a atteint 52,5 milliards de dollars, un montant à peu près aussi élevé que le solde passif de l'ensemble de 1983.

A la fin du mois de juin, le Congrès a adopté une loi portant sur la réduction du *déficit budgétaire* (Deficit Reduction Act of 1984). L'amendement de la loi fiscale et les mesures d'économies dans le domaine de la santé publique ont constitué les points les plus controversés de cette loi. Au cours des trois prochaines années budgétaires, les recettes fiscales devraient augmenter de 51 milliards de dollars et les dépenses publiques diminuer de 13 milliards de dollars. Comme une compression des dépenses des autres chapitres est prévue également, le déficit budgétaire devrait pouvoir être réduit de 150 milliards de dollars d'ici 1987/88. Pour l'exercice 1984/1985, l'estimation du déficit budgétaire a été révisée à la baisse; elle est maintenant de 172 milliards de dollars, soit près de 5% du produit national brut.

Après avoir légèrement reculé en avril, la masse monétaire M_1 s'est remise à croître vigoureusement; en juillet, elle était à la limite supérieure de la marge choisie comme objectif. Si la masse

monétaire M_2 a évolué conformément à l'objectif, M_3 et les crédits consentis à la clientèle non bancaire ont augmenté à des rythmes nettement plus forts que prévu. Au deuxième trimestre, les taux d'intérêt ont continué d'augmenter; sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois atteignait quelque 12% à la mi-août, alors qu'elle s'inscrivait à 9% environ au début de l'année.

Pour la prochaine période de douze mois, le *Système de Réserve Fédérale* a fixé ses objectifs monétaires – les fourchettes sont encore provisoires – à des niveaux légèrement inférieurs aux taux actuels, étant donné l'affaiblissement attendu de l'expansion économique. La croissance de M_1 devrait se situer entre 4 et 7% et celle de M_2 , entre 6 et 8,5%. Pour M_3 et les crédits à la clientèle non bancaire, les objectifs restent inchangés.

Au deuxième trimestre, les problèmes de la Continental Illinois National Bank, la huitième banque américaine, ont renforcé l'incertitude qui régnait sur les marchés monétaire et financier des Etats-Unis. D'importantes disponibilités ont été mises à la disposition de l'établissement en difficultés, puis l'Agence fédérale d'assurance des dépôts bancaires (FDIC) a pris de facto le contrôle de la Continental Illinois. Bien que la dotation du système bancaire en liquidités ait été relevée, les taux d'intérêt ont augmenté notablement sur le marché monétaire.

République fédérale d'Allemagne

Au premier trimestre de 1984, le *produit national brut réel* a progressé de 3,7% par rapport à la période correspondante de l'année précédente; pour la première fois, il dépassait son niveau d'avant l'entrée, au début de 1980, dans la phase de récession. Si la croissance de la consommation a été minime vis-à-vis du premier trimestre de 1983, celle des investissements bruts a atteint près de 7%.

Les conflits du travail apparus vers la fin du premier trimestre dans la métallurgie et l'imprimerie ont débouché, à la mi-mai, sur une grève de sept semaines qui a ralenti la marche de l'écono-

mie. Aux mois de mai et de juin, les entrées de commandes, tant en provenance du pays que de l'étranger, ont diminué par rapport à la période correspondante de 1983, et la production de l'industrie manufacturière, après correction des variations saisonnières, a reculé de quelque 6%. Les partenaires sociaux ayant accepté un compromis à la fin du mois de juin, l'économie allemande devrait retrouver de la vigueur au cours des prochains mois. Les prévisions pour 1984 ont été toutefois révisées à la baisse, la croissance économique étant estimée maintenant à 2,5%. La demande étrangère reste un important soutien de la conjoncture. Au premier semestre, les commandes provenant de l'étranger dépassaient d'environ 12% leur niveau de la même période de l'année précédente.

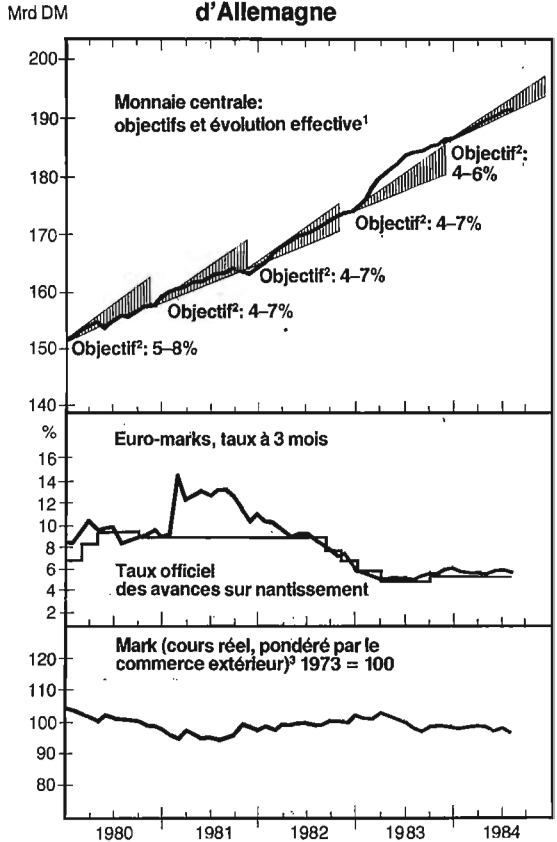
Par contre, les perspectives à moyen terme de l'industrie allemande de la construction sont mauvaises. Les entrées de commandes, enregistrées pendant les cinq premiers mois tant pour des logements que pour des bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat, étaient très inférieures aux chiffres de la période correspondante de 1983. Aussi les projets d'investissement pour l'année en cours ont-ils été révisés à la baisse.

Au premier trimestre, l'emploi a encore diminué et le nombre des chômeurs, qui avait reculé au second semestre de 1983, a augmenté de nouveau. Le taux de chômage s'élevait à 9,3% au mois de juillet. En revanche, le nombre des chômeurs partiels s'est réduit au deuxième trimestre, passant à son chiffre le plus bas depuis la fin de 1981, et des offres d'emploi plus nombreuses ont été observées.

Le coût de la vie n'a haussé que faiblement du premier au deuxième trimestre; il a même diminué en juillet, de sorte que le taux annuel de renchérissement a fléchi à 2,2%.

Au premier semestre, les exportations dépassaient de 10% le volume observé un an auparavant. Comme les importations ont elles aussi augmenté, l'excédent de la balance commerciale a diminué par rapport au premier semestre de 1983 pour s'inscrire à 20 milliards de marks. De plus, les déficits de la balance des services et de celle des transferts unilatéraux se sont creusés;

Graphique 3: République fédérale d'Allemagne



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

² Du 4e trimestre au 4e trimestre suivant

³ Source: OCDE

aussi l'excédent de la balance des revenus a-t-il passé de 6,7 milliards de marks à 1,4 milliard.

A fin juin, le gouvernement allemand a approuvé le *projet de budget* pour 1985. Celui-ci prévoit une croissance des dépenses publiques de nouveau inférieure à celle du produit national brut nominal. L'augmentation de l'endettement de l'Etat est estimée à 24 milliards de marks pour 1985, ce qui ramène la part du déficit fédéral au produit national brut à moins de 1%. Le budget pour 1984, approuvé en décembre 1983, devait entraîner un accroissement de l'endettement public de 33,5 milliards de marks. Grâce à la progression des

recettes, le déficit sera toutefois inférieur au montant budgété.

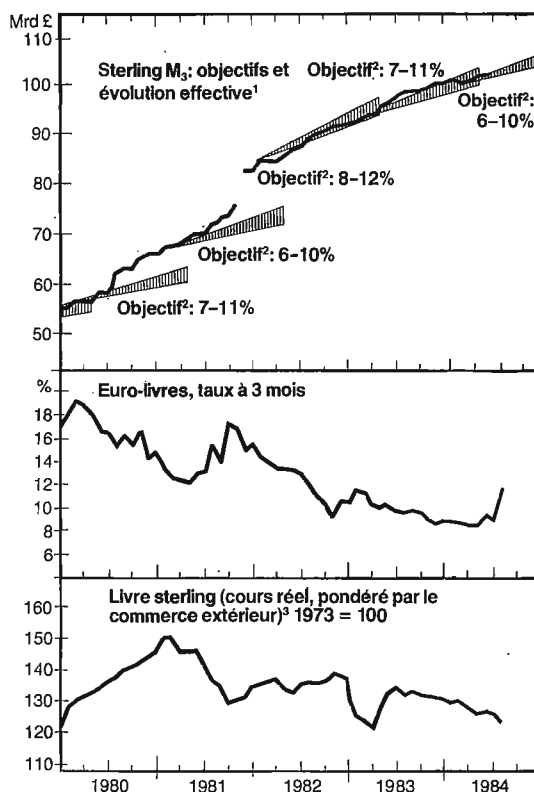
Au deuxième trimestre, la croissance de la monnaie centrale s'est un peu accélérée, tout en restant dans le cadre assigné. L'expansion des autres agrégats monétaires a été minime; par contre, les crédits bancaires ont augmenté vigoureusement. Au mois de juin, la *Banque fédérale d'Allemagne* a porté le taux officiel de l'escompte de 4% à 4½%, rétablissant ainsi l'écart d'un point, observé jusqu'en septembre 1983, entre le taux d'escompte et celui des avances sur nantissement. Le relèvement du taux officiel a coïncidé avec une légère hausse des rémunérations offertes sur le marché monétaire.

Royaume-Uni

Au premier trimestre, le *produit intérieur brut réel* était de 2,7% supérieur à son niveau des trois premiers mois de 1983. Après deux années de forte croissance, la consommation privée a diminué par rapport aux trois mois précédents. Le chiffre d'affaires du commerce de détail, qui représente un peu moins de la moitié des dépenses de consommation, s'est remis à croître au deuxième trimestre. Comme un affaiblissement de la consommation privée est probable, l'évolution de l'économie britannique dépendra de la tendance des investissements et des exportations. Au premier trimestre, les investissements bruts ont progressé vigoureusement en termes réels, atteignant un niveau de 10% supérieur au résultat de la période correspondante de 1983. La forte poussée des investissements dans l'industrie manufacturière et le développement, au premier trimestre, d'un climat incitant davantage à investir sont les deux principaux facteurs qui ouvrent des perspectives réjouissantes. Au premier semestre toutefois, la production de l'industrie manufacturière, après corrections des variations saisonnières, ne s'est accrue que faiblement, alors que celle de l'ensemble de l'industrie se contractait par suite de la grève des mineurs.

L'emploi a progressé légèrement au premier trimestre; cependant, l'entrée d'un nombre élevé de personnes dans la vie active a entraîné une nouvelle hausse du taux de chômage au cours du

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

³ Source: OCDE

premier semestre; au mois de juillet, ce taux s'inscrivait à 12,9%. En revanche, le taux annuel de renchérissement a fléchi, passant à 4,5% en juillet.

Au premier semestre, les exportations dépassaient de quelque 7% leur volume de la période correspondante de 1983. Comme les importations ont continué de croître à une cadence très rapide, le déficit de la balance commerciale s'est creusé et l'excédent de la balance des revenus a reculé de 1,5 milliard de livres sterling au premier semestre de 1983 à 284 millions.

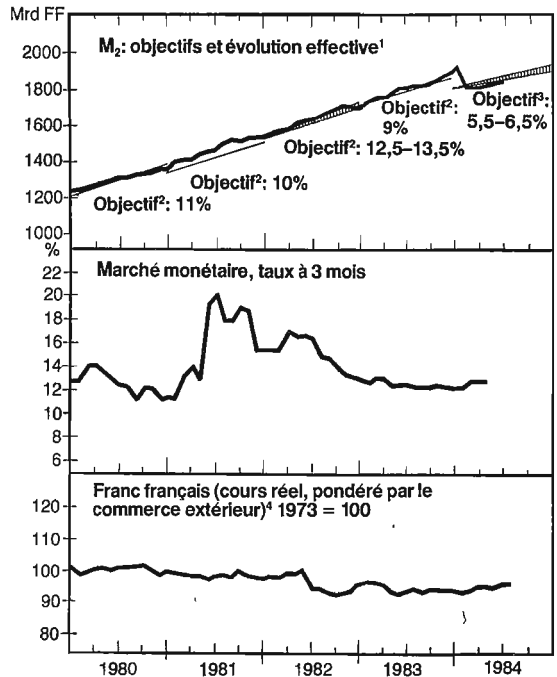
La croissance de la masse monétaire M_3 s'est accélérée au deuxième trimestre, de sorte que cet agrégat a franchi, par moments notablement, la limite supérieure de l'objectif. Après un ralentissement au mois de juillet, M_3 est restée proche de sa marge supérieure de fluctuation. La base monétaire M_0 a évolué conformément à l'objectif. Par contre, la croissance de PSL_2 (un agrégat qui, contrairement à M_3 sterling, comprend aussi les dépôts auprès des caisses de prêts à la construction) est restée vive.

Après avoir baissé pendant plus d'un an, les taux d'intérêt ont augmenté nettement, au deuxième trimestre, sur les marchés monétaire et financier. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois a passé de 8½% en avril à 12% en juillet. Cette escalade peut être attribuée principalement à la vigoureuse expansion de M_3 sterling. La faiblesse simultanée de la livre sterling face au dollar a éveillé la crainte d'un resserrement de la politique monétaire britannique. Après la publication des chiffres sur l'évolution des agrégats monétaires en juillet, les taux d'intérêt ont amorcé un mouvement de recul.

France

Au premier semestre, la conjoncture en France est restée marquée par la politique économique de rigueur, visant à réduire l'inflation et le déficit du commerce extérieur. La croissance de 0,9% que l'économie a enregistrée du quatrième trimestre de 1983 au premier trimestre de cette année indique toutefois une amélioration graduelle de la situation. Sous l'impulsion de la vive demande extérieure et de la demande de consommation plus ferme, une forte reconstitution des stocks a eu lieu. Les premières estimations pour le deuxième trimestre font néanmoins état d'un nouveau recul du *produit intérieur brut réel*, dû à une réduction de la consommation privée. En revanche, une reprise des investissements a été notée. Dans l'ensemble, on escompte une croissance du produit intérieur brut réel de 1,4% en 1984, le principal moteur restant la demande étrangère. En dépit de la forte hausse des projets d'investissement, l'INSEE ne prévoit qu'une faible expansion des investissements; ces derniers se limiteront en outre aux entreprises publiques.

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

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

⁴ Source: OCDE

Dans l'industrie, l'emploi a diminué au premier semestre, entraînant une hausse marquée du chômage. Jusqu'à la fin de l'année, l'emploi devrait encore reculer de 1,2%, ce qui correspond à la suppression de quelque 270 000 places de travail. Du mois de janvier à celui de juin, la part des chômeurs à la population active s'est accrue d'un point pour atteindre 10,2%.

La politique économique, axée depuis deux ans sur la lutte contre l'inflation, a enregistré de nouveaux succès au premier semestre. Le rythme de croissance de l'indice des prix à la consommation a ralenti, de sorte que le taux annuel de renchérissement a passé de 9% en janvier à 7,5% en juillet.

Au premier semestre, la reconstitution des stocks et la progression des investissements en biens d'équipement ont accéléré la hausse des importations; la croissance des exportations s'est par contre affaiblie. S'inscrivant à 22 milliards de francs français au premier semestre, le déficit de la balance commerciale a atteint presque le chiffre prévu pour l'ensemble de l'année. Grâce au fort excédent de la balance des services, la balance des revenus a été toutefois approximativement équilibrée.

Pendant les six premiers mois, la masse monétaire M_2R a crû à un rythme annualisé de 5,5%, taux qui est à la limite inférieure de la fourchette choisie comme objectif. Le niveau des taux d'intérêt a légèrement fléchi, après que la *Banque de France* a abaissé à plusieurs reprises son taux d'intervention sur le marché monétaire; à la fin du mois de juin, ce taux s'établissait à 11½%. Sur l'euro-marché, le taux des dépôts à trois mois a passé de 14½% au début d'avril à 12% à fin juillet.

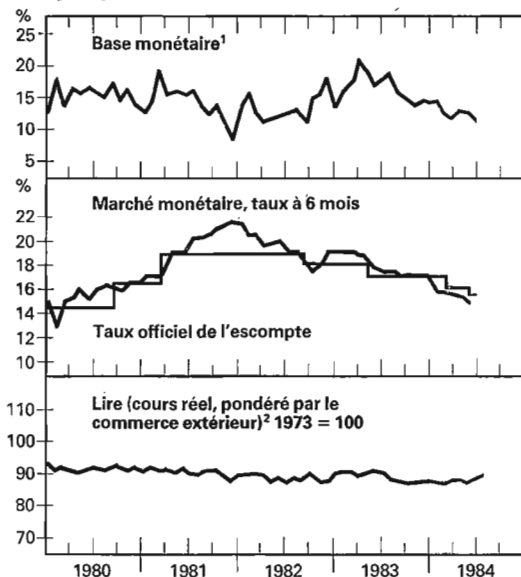
Italie

Au premier semestre, la production industrielle dépassait de 3% son niveau des six mois correspondants de 1983. La fabrication de produits semi-ouvrés a augmenté très vivement, alors que celle des biens d'investissement stagnait et que la production de biens de consommation régressait légèrement.

La reprise de la conjoncture – au quatrième trimestre de 1983, pour la première fois depuis deux ans, le *produit intérieur brut réel* a augmenté par rapport à la période précédente – s'est traduite par une hausse des importations. Au premier semestre, celles-ci dépassaient en valeur d'un cinquième le niveau des six premiers mois de l'année précédente; ce sont les importations de matières premières qui ont le plus progressé. Quant aux exportations, elles se sont accrues de 15%. La demande extérieure est restée le principal stimulant de l'économie.

Les importations croissantes ont alourdi fortement le déficit de la balance commerciale. Il a atteint 10 109 milliards de liras pour les six pre-

Graphique 6: Italie



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

² Source: OCDE

miers mois, contre 6730 milliards un an auparavant:

Le nombre des chômeurs a diminué légèrement au cours des quatre premiers mois et le taux de chômage a passé de 11% en janvier à 10,4% en avril.

Après avoir augmenté en mai et en juin, le taux mensuel de renchérissement s'est réduit en juillet à 0,3%, soit son niveau le plus bas depuis 1972. Le taux annuel de renchérissement était encore de 10,5%. L'objectif pour 1984, qui consiste à ramener à 10% en moyenne le taux d'inflation, ne devrait guère être réalisable.

L'expansion de la base monétaire a encore ralenti au deuxième trimestre. Au mois de juin, cet agrégat était de 11,5% supérieur au niveau observé un an auparavant. Pendant les six premiers mois, les banques ont recueilli des fonds à l'étranger dans une mesure telle que le gouvernement, sur le conseil de la *Banque d'Italie*, a limité à 15 milliards de dollars l'endettement net des ban-

ques italiennes envers l'étranger. Ce plafond correspond aux engagements nets que les banques avaient envers l'étranger au 30 juin 1984.

Sur le marché monétaire, les taux ont continué à baisser au deuxième trimestre; le mouvement a toutefois un peu faibli vers la fin de cette période. Le rendement des bons du Trésor à trois mois s'inscrivait à 14,9% en juillet, contre 15,7% au début de l'année.

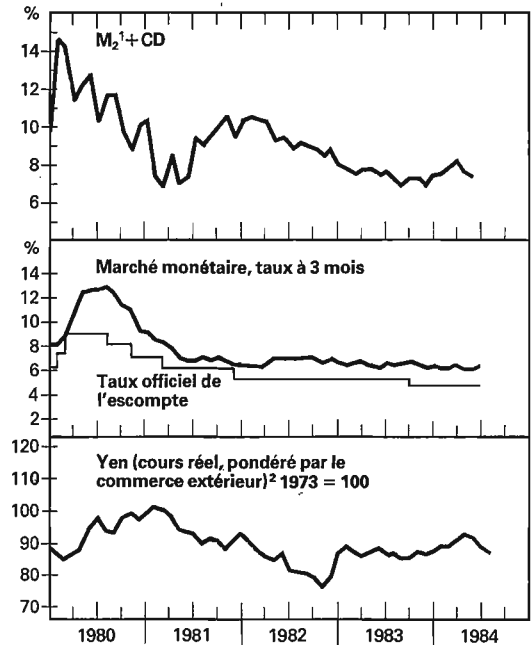
Réduire le *déficit budgétaire* reste la principale préoccupation de la politique économique italienne. Selon des estimations de la banque centrale, le recul de l'inflation et l'augmentation des recettes fiscales, grâce à la meilleure conjoncture, ne parviendront pas à maintenir le déficit au niveau prévu par le gouvernement, soit 91 000 milliards de livres ou 15% du produit intérieur brut. Sans compressions supplémentaires des dépenses, ce déficit dépassera probablement très nettement le montant budgété, avivant ainsi le danger d'une nouvelle escalade des taux d'intérêt et de l'inflation.

Japon

Au premier trimestre, le *produit national brut réel* dépassait de 1,8% le niveau du trimestre précédent et de 7,2% celui de la période correspondante de 1983. Au deuxième trimestre, il a continué à croître rapidement et la production industrielle était de près de 12% plus élevée qu'un an auparavant. Comme aucun signe de ralentissement conjoncturel ne se dessinait, les instituts japonais de recherches conjoncturelles ont révisé à la hausse leurs prévisions de croissance pour l'année budgétaire en cours. Après une progression de 3,5% l'an dernier, le produit national brut réel devrait augmenter de 5% environ en 1984/85.

La demande intérieure s'est accrue quelque peu, mais les principales impulsions avaient toujours une origine extérieure, notamment la reprise aux Etats-Unis. Par rapport au premier semestre de 1983, les exportations ont progressé de 20% en valeur et l'excédent de la balance des revenus a doublé, passant à 14,6 milliards de dollars.

Graphique 7: Japon



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

² Source: OCDE

La forte croissance économique et l'amélioration de l'emploi n'ont pas empêché une aggravation du chômage. Au mois de juin, le chômage atteignait 2,8%, soit le niveau le plus élevé de l'après-guerre. En juin, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 1,9%.

Du deuxième trimestre de 1983 à la période correspondante de l'année en cours, la masse monétaire M₂ a augmenté de 7,5%; sa croissance était donc légèrement inférieure au taux de 8% annoncé comme projection par la *Banque du Japon*. Les taux d'intérêt à court terme sont restés inchangés à près de 6%.

Au deuxième trimestre, de nouvelles mesures ont été adoptées en vue d'une ouverture plus grande des marchés financiers japonais. A fin mai, le Japon et les Etats-Unis ont signé un accord prévoyant notamment le libre accès des investisseurs étrangers au marché des euro-yens. On

espère ainsi accroître l'utilisation du yen japonais comme monnaie de placement, ce qui serait souhaitable vu l'importance du Japon en tant que puissance économique et financière. Peu de pro-

grès ont été faits, par contre, dans le démantèlement des réglementations concernant les taux d'intérêt et dans la suppression de l'impôt sur les émissions d'emprunts en euro-yens.

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

a) Chiffre provisoire b) PIB

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

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

a) Chiffre provisoire

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

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

a) Chiffre provisoire b) Sans les jeunes sortant de l'école c) Premier mois du trimestre d) Calculs de l'OCDE

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

	1981	1982	1983a)	1982			1983a)			1984a)	
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	
Etats-Unis	4,6	-11,2	-41,6	-6,6	-2,9	-9,7	-12,0	-17,2	-19,4	-	
Rép. féd.											
d'Allemagne	-7,4	3,3	3,3	2,1	2,3	0,7	-0,0	0,7	0,8	-0,2	
Royaume-Uni	11,7	9,7	3,0	3,8	1,1	-0,3	0,9	0,5	1,2	-0,8	
France	-4,5	-11,6	-3,5	-2,6	-3,4	-1,0	0,3	0,3	-1,3	-	
Italie	-7,7	-5,5	0,0	-	-	-	-	-	-	-	
Japon	4,7	6,8	21,0	1,5	1,4	6,3	6,9	6,2	4,8	9,8	
Suisse	2,8	3,7	2,8	0,9b)	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,9b)	0,9b)	0,9b)	

a) Chiffre provisoire b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

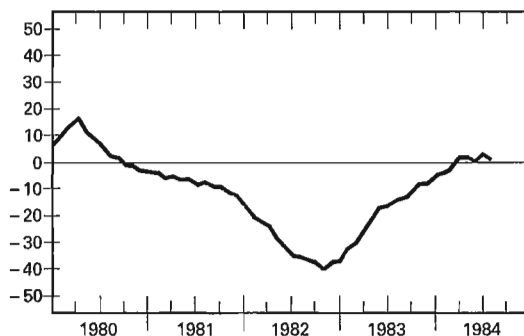
En Suisse, l'accélération de la conjoncture s'est poursuivie de façon hésitante. L'indice des indicateurs concomitants et celui des indicateurs avancés ont continué leur progression. Par contre, les indices calculés par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – marche des affaires dans l'industrie et intentions des entreprises en matière d'achats et de production – ont stagné largement, ce qui reflète un climat conjoncturel un peu moins bon dans l'industrie. Selon les chiffres publiés pour le mois de juillet, il pourrait toutefois s'agir d'une phase très courte. Dans l'ensemble, la situation a été nettement meilleure qu'elle ne l'était encore il y a un an.

L'amélioration de la conjoncture n'a entraîné qu'à partir de l'automne passé un accroissement du produit intérieur brut réel, bien que certaines composantes de celui-ci, telle la consommation, aient déjà augmenté auparavant de manière sensible. Comme dans les cycles précédents, il a fallu toutefois que la demande extérieure stimule la conjoncture pour que l'essor se manifeste nettement. Au deuxième trimestre, la vigueur des exportations a faibli de nouveau, ce qui semble avoir ralenti la croissance du produit intérieur brut durant cette période.

Jusqu'à maintenant, la reprise économique ne s'est guère répercutée sur l'emploi. Après correction des variations saisonnières, le nombre des personnes occupées a diminué encore au premier trimestre, un mouvement qui semble n'avoir cessé qu'au deuxième trimestre. Les indices relatifs au marché du travail indiquent toujours des tendances contradictoires: augmentation des places vacantes, en données corrigées des variations saisonnières, et forte diminution du nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail, mais nouveau record pour le nombre des chômeurs complets, après correction des variations saisonnières.

Après une hausse passagère au commencement de l'année, le taux annuel de renchérissement a reculé de nouveau à l'approche de l'été.

Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ Indicateur synthétique de l'EPFZ

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

Selon des indications de l'Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail, les salaires au deuxième trimestre ne dépassaient que de peu le niveau enregistré un an auparavant, et leur hausse était inférieure au taux annuel de renchérissement. Les salaires réels ont donc diminué.

Au deuxième trimestre, la Banque nationale a maintenu inchangée sa politique monétaire. Durant les mois d'avril à juillet, la monnaie centrale ajustée dépassait en moyenne de 3,1% son volume de la période correspondante de l'année précédente. En raison de la conjoncture, la demande de crédits a été vigoureuse, et les taux d'intérêt, sous l'effet aussi de la hausse des rémunérations aux Etats-Unis, sont montés en Suisse.

Sur le marché des changes, le franc a faibli non seulement par rapport au dollar, mais aussi vis-à-vis de la plupart des autres monnaies importantes. Le cours moyen, pondéré en fonction des exportations, a baissé en valeur nominale et en termes réels.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Après une stagnation de près d'un an, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% au dernier trimestre de 1983 et de 1,4% au premier trimestre de l'année en cours, en données corrigées des variations saisonnières. Au premier trimestre, il était de 2,9% supérieur à son volume des trois mois correspondants de 1983. Toutes les composantes du produit intérieur brut ont contribué à cette évolution. Les impulsions les plus vigoureuses sont venues du commerce extérieur et de la reconstitution des stocks, y compris les erreurs et omissions; l'apport de la consommation a toutefois faibli.

L'accélération de la conjoncture s'est poursuivie au deuxième trimestre, quoique son rythme ait ralenti. L'indice relatif à la marche des affaires dans l'industrie, que calcule le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, indique un léger rafraîchissement du climat conjoncturel. Seules les entreprises dont la production est destinée à la demande intérieure ont annoncé une amélioration, par rapport au trimestre précédent, de la marche des affaires. Les entreprises axées sur l'exportation ont enregistré par contre de moins bons résultats qu'au premier trimestre. Le nombre des entreprises industrielles qui s'attendaient à une nouvelle augmentation des entrées de commandes et envisageaient d'accroître leur production dans la période suivante a diminué du premier au deuxième trimestre. En outre, la plupart des entreprises ont décidé de réduire leurs achats de matières premières et produits semi-ouvrés, ce qui reflète aussi une estimation un peu plus prudente de leurs perspectives.

Selon le Centre de recherches conjoncturelles, les entrées de commandes dans l'industrie ont augmenté un peu moins qu'au premier trimestre. La production et l'utilisation des capacités techniques se sont accrues faiblement, mais les entreprises n'ont pas adapté complètement la production aux entrées de commandes. Bien que les commandes en portefeuille aient continué d'augmenter – notamment dans les industries axées

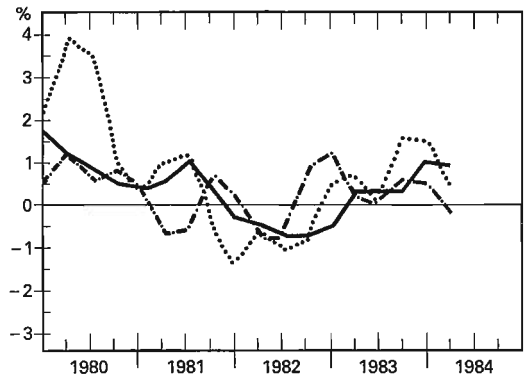
sur l'exportation –, les entreprises les considéreraient encore comme trop faibles. Celles dont l'activité se concentre sur le marché intérieur ont commencé à reconstituer quelque peu leurs stocks de produits finis, en raison de l'accélération de la conjoncture. Celles qui travaillent pour l'exportation ont continué toutefois de tenir ces stocks pour trop élevés et les ont réduits encore. Abstraction faite des industries des textiles et de l'habillement ainsi que du papier, les entreprises ont bénéficié d'une amélioration notable de leurs profits au deuxième trimestre.

Consommation privée

Depuis quelques mois, les indicateurs concernant la consommation privée traduisent des tendances contradictoires. Le chiffre d'affaires du commerce de détail, qui représente environ la moitié de la consommation privée, a diminué en termes réels, après correction des variations saisonnières. En revanche, l'enquête faite dans le commerce de détail par le Centre de recherches conjoncturelles a débouché sur des résultats plus optimistes.

Dans le secteur du tourisme, la conjoncture semble avoir atteint un tournant au premier semes-

Graphique 9: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à la période précédente, séries corrigées des variations saisonnières et lissées

— PIB réel
 - - - - Consommation privée
 Investissements

Source: Office fédéral de la statistique

tre. Alors que le nombre des nuitées de la clientèle étrangère stagnait au début de l'année, celui de la clientèle suisse a augmenté en données corrigées des variations saisonnières. Au deuxième trimestre, une croissance a été observée pour la clientèle étrangère également. Dans l'ensemble, le nombre des nuitées dans les hôtels s'est accru de 1,9% du premier semestre de 1983 à la période correspondante de l'année en cours. En raison de la fermeté du dollar et de l'essor conjoncturel aux Etats-Unis, le nombre des nuitées de la clientèle américaine a augmenté vigoureusement. Par contre, les hôtes allemands ont été moins nombreux qu'un an auparavant.

Selon les indications de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes et les commandes en portefeuille montrent que la demande dans ce secteur a augmenté durant le premier trimestre. Au début du mois d'avril, les commandes en portefeuille dépassaient de 12% le niveau enregistré un an auparavant. Autre indicateur avancé de la production, les plans dont l'industrie de la construction pouvait passer à l'exécution au deuxième trimestre étaient supérieurs de plus de 3% au niveau observé pour la période correspondante de l'an passé, alors qu'ils étaient encore inférieurs d'environ 1% au premier trimestre. L'accélération était due principalement à la construction de logements, l'industrie ayant passé des commandes avec retenue.

Investissements

Après avoir augmenté au second semestre de l'an passé, les investissements des entreprises – biens d'équipement et constructions – ont diminué légèrement au premier trimestre, en données corrigées des variations saisonnières. Le recul, plus marqué pour les biens d'équipement que pour les constructions, semble toutefois passer. En tout cas, les projets d'investissements en biens d'équipement augmentent cette année, selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles, et les constructions prévues pour 1984 marquent une progression, par rapport à l'an dernier, d'après le relevé de l'Office fédéral des questions conjoncturelles.

Commerce extérieur

Exportations

La progression des exportations, observée depuis l'été dernier, a cessé quasiment au deuxième trimestre. En termes nominaux, les ventes à l'étranger ont augmenté encore par rapport au trimestre précédent, après correction des variations saisonnières, mais le taux annuel d'expansion a baissé sensiblement. En volume, elles ont même diminué. Au premier semestre toutefois, elles dépassaient encore leur volume de la période correspondante de 1983, du fait de leur vigoureuse augmentation au second semestre.

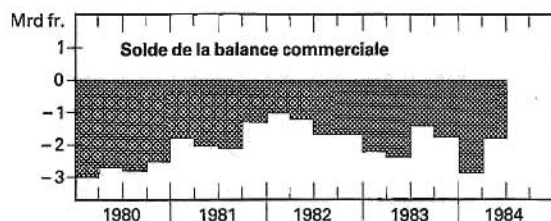
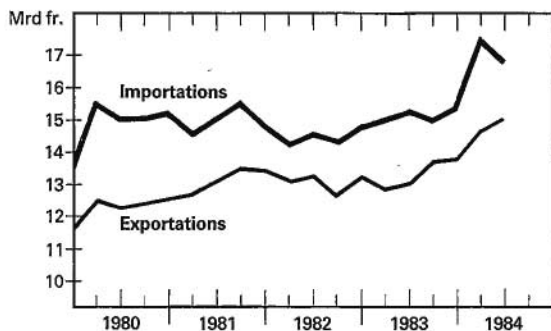
Tableau 3: Investissements (variation en % par rapport à l'année précédente)

	1980	1981	1982	1983	1983				1984	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	19,0	0,2	- 5,8	7,0	4,5	7,0	6,3	10,2	8,1	- 1,9
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	1,7	- 5,9	- 3,6	10,8	16,9	5,8	23,0	- 2,4	²⁾	²⁾
Logements construits, dans 96 villes	- 1,3	6,3	6,7	- 4,1	- 12,9	- 16,7	16,6	- 3,2	²⁾	²⁾
Projets de constructions industrielles (volume) ¹⁾	67,1	- 29,6	- 22,5	23,6	2,1	- 10,5	44,1	58,5	- 4,7	- 20,9
Promesses de crédit de construction (71 banques)	23,0	- 5,3	- 6,5	19,4	16,5	14,9	24,0	22,1	3,6	9,8

¹⁾ Constructions nouvelles et agrandissements

²⁾ Non disponible

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

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

En raison principalement des livraisons de produits chimiques et de matières synthétiques, les exportations de matières premières et produits semi-ouvrés ont atteint au deuxième trimestre un volume supérieur de 8,2% au résultat des trois mêmes mois de l'année précédente. Par contre, les ventes à l'étranger de biens d'équipement n'ont augmenté que de 1,2%, les livraisons de l'industrie des machines diminuant même de 1,9%. Néanmoins, les exportations de biens d'équipement ont progressé vigoureusement en termes nominaux, puisque les valeurs moyennes se sont élevées de 7,8% en un an. Ce résultat montre une certaine amélioration de la capacité concurrentielle de cette industrie; l'affaiblissement du franc y a contribué.

Le recul des ventes dans les pays de l'OPEP et dans les pays en développement explique l'affaiblissement de la croissance des exportations, en valeur, au deuxième trimestre. Ce recul a été à peu près compensé par une augmentation des livraisons dans la zone de l'OCDE, notamment

en République fédérale d'Allemagne, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Ces tendances divergentes ont résulté de l'évolution économique internationale: tandis que l'amélioration de la conjoncture accélère les importations dans la zone de l'OCDE, les pays en développement surendettés doivent restreindre leurs achats à l'étranger. Une telle mesure représente l'une des possibilités de réaliser l'excédent de la balance des revenus qui permettra de rembourser les dettes, les pays industrialisés entravant en partie, par des obstacles commerciaux, l'accès à leur marché intérieur. La plupart des pays membres de l'OPEP sont contraints aussi de limiter leurs achats à l'étranger, car le produit de leurs exportations a diminué fortement, à la suite de la baisse du prix du pétrole.

Importations

En données corrigées des variations saisonnières, les importations ont diminué en valeur et en volume au deuxième trimestre, après avoir augmenté au cours des deux trimestres précédents. En volume, les achats à l'étranger dépassaient toutefois de 4,7% leur niveau de la période correspondante de 1983. Seul le volume des biens d'équipement importés a diminué en un an, ce qui n'est pas surprenant puisque de gros achats d'avions avaient pesé sur le résultat du deuxième trimestre de l'an dernier. Malgré le raffermissement du dollar, les valeurs moyennes à l'importation ont fléchi au deuxième trimestre, tout en restant supérieures au niveau observé un an auparavant. Graduellement, la part de l'Europe à l'ensemble des importations suisses a passé de 76,9% au troisième trimestre de 1983 à 79,3% au trimestre examiné. La part des Etats-Unis, qui a diminué de 8,6% à 6,3%, a subi l'une des plus fortes baisses.

Le commerce international est marqué actuellement par un protectionnisme et un bilatéralisme croissants. Afin de contribuer à remettre la politique commerciale sur la voie de la libéralisation des échanges, les Etats membres de l'OCDE se sont prononcés, lors d'une réunion ministérielle tenue l'an passé, en faveur de l'adoption, sur le plan commercial, de mesures de nature à restaurer la confiance. Comme la Suisse a un intérêt

vital au maintien et au renforcement d'un système d'échanges multilatéral et ouvert, le Conseil fédéral a décidé d'abaisser certains droits de douane plus rapidement que prévu; ainsi, la sixième des réductions douanières prévues par le Protocole signé à Genève, en 1979, dans le cadre de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce est entrée en vigueur le 1er juillet 1984, soit six mois avant la date convenue.

Balance commerciale et balance des revenus

Les importations ayant diminué, le déficit de la balance commerciale a passé de 2,9 milliards de francs au premier trimestre à 1,8 milliard au deuxième, en données corrigées des variations saisonnières. L'amélioration des termes de l'échange a contribué aussi à cette réduction; en effet, les prix des biens importés ont diminué et ceux des biens exportés ont augmenté à peu près dans la même proportion. Le déficit s'inscrivant à 868 millions de francs au mois de juillet, la balance commerciale a enregistré un solde passif d'environ 5,5 milliards de francs pour les sept premiers mois de 1984, contre 4,9 milliards pour la période correspondante de l'année précédente.

Une ventilation par pays montre notamment que les échanges avec les Etats-Unis se sont modifiés profondément. Alors que les importations suisses en provenance de ce pays dépassaient

encore de 212,4 millions de francs, il y a un an, nos exportations aux Etats-Unis, la situation s'est renversée au deuxième trimestre de l'année en cours: les livraisons aux Etats-Unis ont été supérieures de 363,9 millions de francs à nos achats dans ce pays. L'économie suisse a donc profité de l'essor conjoncturel dont bénéficient les Etats-Unis et de l'évolution des rapports de change.

Bien que le déficit de la balance commerciale se soit réduit, l'excédent de la balance des revenus s'est chiffré à 2,2 milliards de francs, soit au même niveau que le trimestre précédent. La balance touristique, sur laquelle les variations saisonnières ont influé défavorablement, a dégagé des recettes nettes sensiblement moins élevées. En revanche, comme les taux d'intérêt ont augmenté, aucune réduction saisonnière des revenus de capitaux ne s'est produite.

Emploi et marché du travail

Jusqu'à maintenant, l'accélération de la conjoncture ne s'est guère répercutée sur les statistiques du marché du travail. Toutefois, l'indice de l'emploi n'a pas reculé du premier au deuxième trimestre, déduction faite des variations saisonnières. Par rapport aux valeurs observées un an auparavant, il a encore fléchi de 1,3% dans l'industrie et de 0,9% dans le secteur de la construction. Dans le secteur des services, il n'a

Tableau 4: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1980	1981	1982	1983	1983		1984				
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Indice de l'emploi ¹	2,0	1,0	-1,1 ²	-1,3	-0,6	-1,0	-0,5				
Taux de chômage ^{3,4}	0,2	0,2	0,4	0,8	0,9	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Chômeurs ⁴	6 255	5 889	13 220	26 288	28 245	34 183	32 424	33 520	32 327	31 426	30 488
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ⁴	2 128	5 704	36 611	48 930	38 241	23 061	14 067	16 252	13 944	12 006	2 370
Offres d'emploi à plein temps ⁴	12 312	11 876	6 352	5 591	4 686	5 470	6 462	6 204	6 532	6 650	6 574

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

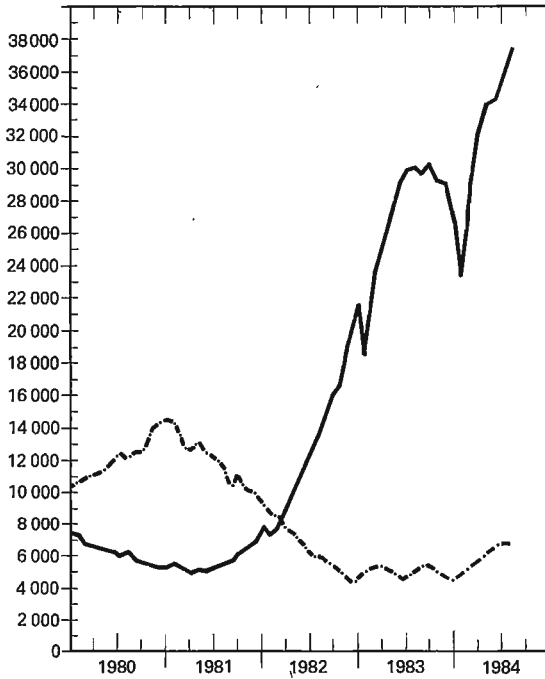
³ Nombre de chômeurs complets en % de la population active de 1980

⁴ En regard des années et des trimestres, figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique

Graphique 11: Chômeurs et places vacantes

(Variations saisonnières déduites)



— Chômeurs complets

- - - Offres d'emploi à plein temps

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

varié que dans une très faible mesure, montant de 0,1%.

En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs complets a augmenté de 5500 entre les mois d'avril et de juillet; il était alors de 7000 supérieur au chiffre observé un an auparavant. Une partie de l'accroissement qui a eu lieu depuis le début de l'année semble due à l'entrée en vigueur, le 1er janvier, de la loi fédérale sur l'assurance chômage obligatoire et l'indemnité en cas d'insolvabilité (LACI). Les nouvelles dispositions ont accru le coût du recours au chômage partiel, de sorte que les entreprises ont donné parfois la préférence à des licenciements. En un an, le chômage partiel s'est réduit d'environ deux tiers, un recul dû à l'accélération de la conjoncture, mais aussi à la régle-

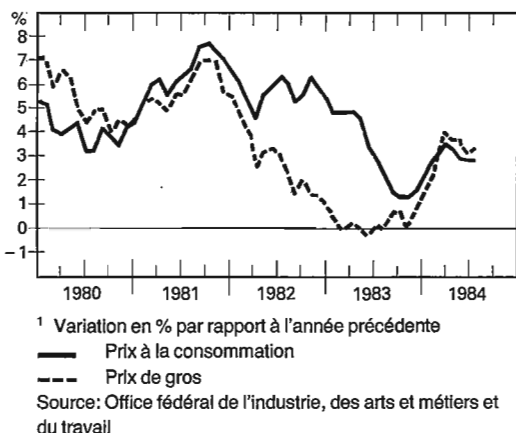
mentation susmentionnée. Le nombre des places vacantes à plein temps a continué d'augmenter au deuxième trimestre et, au mois de juillet, il dépassait de près de 1600 le chiffre enregistré un an auparavant.

Prix et salaires

Après être monté constamment du mois de septembre au mois de mars, le taux annuel de renchérissement a fléchi quelque peu durant le deuxième trimestre. Néanmoins, il était encore de 2,8% au mois de juillet et de 2,9% au mois d'août. La hausse des prix était due surtout aux produits suisses. L'indice des prix des marchandises importées a par contre diminué de fin mars à fin juin.

Au deuxième comme au premier trimestre, le taux annuel de renchérissement pour le groupe «alimentation» était supérieur à la hausse moyenne des prix à la consommation. Il en allait de même, aux mois d'avril à juin, pour les transports ainsi que le chauffage et l'éclairage. Calculé deux fois par année, l'indice des loyers n'est monté en revanche que de 2,4% entre mai 1983 et le même mois de l'année en cours; sa hausse était donc inférieure à la moyenne. Toutefois, les loyers des appartements nouveaux se sont élevés de 6% en moyenne depuis le relevé du mois de novembre.

Le taux annuel de la hausse des prix de gros, qui avait dépassé au mois de février, pour la première fois depuis plusieurs années, celui des prix à la consommation, s'inscrivait en moyenne à 3,5% au deuxième trimestre; ainsi, il était toujours plus élevé que le rythme d'augmentation des prix de détail. La hausse des prix de gros a été plus forte pour les marchandises importées (3,9%) que pour les produits suisses (3,3%), alors que l'inverse a été observé au niveau des prix à la consommation. Au mois de juin, l'indice des prix de gros a fléchi légèrement par rapport au mois précédent, malgré le raffermissement du dollar. Ce recul, qui est le premier depuis le mois d'octobre, s'explique principalement par une diminution des prix des produits énergétiques. La hausse du cours du dollar au deuxième trimestre a été compensée partiellement par la baisse des

Graphique 12: Evolution des prix¹

prix qui s'est produite sur les marchés internationaux des matières premières. Au mois de juillet, l'indice des prix de gros est monté de 0,3%, et le renchérissement annuel s'inscrivait à 3,4%.

Selon les calculs de l'OFIAMT, les gains du personnel d'exploitation dans l'industrie et les arts et métiers dépassaient de 2,1%, au premier trimestre, et de 1,7%, au deuxième trimestre, les valeurs observées un an auparavant. L'indice

des prix à la consommation étant monté de 3% du deuxième trimestre de 1983 à la période correspondante de l'année en cours, les salaires réels ont baissé de 1,3% en un an.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Durant les mois d'avril à juillet, la monnaie centrale ajustée a évolué conformément au sentier de croissance prévu. En moyenne, elle était de 3,1% supérieure au niveau observé un an auparavant. Après correction des variations saisonnières, l'augmentation des billets en circulation s'est accélérée légèrement, tandis que les avoirs en comptes de virements ne variaient guère. L'accroissement de la monnaie centrale ajustée ayant été faible au début de l'année, le taux moyen d'expansion devrait être légèrement inférieur, dans l'ensemble de l'année, aux 3% fixés comme objectif.

Au deuxième trimestre, les agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 ont évolué parallèlement. En données corrigées des variations saisonnières, ils ont augmenté respectivement de 2,2, de 1,8 et de 1,7%, par rapport au trimestre précédent,

Tableau 5: Monnaie centrale ajustée (MCA)

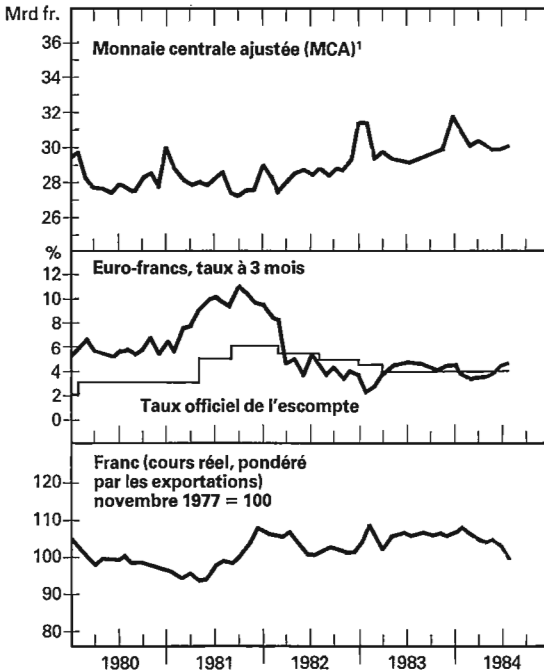
	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,3}	Variation en % ²
1980	21 740	3,3	7342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1983 2e trim.	22 688	4,3	7061	- 0,3	574	29 175	2,4
1983 3e trim.	22 493	2,6	7321	3,8	510	29 305	2,6
1983 4e trim.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1er trim.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2e trim.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 avril	23 088	1,7	7876	14,0	708	30 256	3,1
1984 mai	23 007	1,4	7075	- 0,7	146	29 936	2,7
1984 juin	23 216	2,4	7453	4,3	681	29 988	3,3
1984 juillet	23 245	2,6	7521	7,2	716	30 050	3,3
1984 août	23 056	3,0	7624	3,9	595	30 085	2,6

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

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 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
1983 2e trim.	8,7	- 4,4	7,7
1983 3e trim.	5,4	- 1,5	7,7
1983 4e trim.	2,2	- 1,1	6,0
1984 1er trim.	1,5	4,8	7,0
1984 2e trim.	3,0	6,6	6,6
1984 avril	2,6	6,9	6,8
1984 mai	3,1	7,4	6,9
1984 juin	3,4	5,3	6,2
1984 juillet	4,9	7,7	7,1

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes.

M₁ = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M₂ = M₁ + quasi-monnaie (dépôts à terme + dépôts à vue, en monnaie étrangère, détenus par des résidents)

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

pour atteindre 62,8 milliards, 125,1 milliards et 258,7 milliards de francs en moyenne. A la suite de la hausse des taux d'intérêt et du raffermissement du dollar, les dépôts à terme et les dépôts à vue en monnaies étrangères de la clientèle suisse se sont accrus de 4,1% entre les mois de mars et de juin, après correction des variations saisonnières. Dans l'ensemble, le cours régulier que suit la Banque nationale se reflète aussi, depuis peu, dans les taux annuels de croissance de M₁, M₂ et M₃.

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

Au deuxième trimestre et au mois de juillet, l'évolution sur le marché monétaire a été marquée par une hausse sensible des taux d'intérêt. Comme les avoirs que l'économie entretient en comptes de virements à la Banque nationale étaient nettement supérieurs aux valeurs observées un an auparavant, ce mouvement des taux d'intérêt s'explique par une accélération, due à la conjoncture, de la demande de liquidités bancaires. La hausse vigoureuse des rémunérations sur les placements en dollars paraît avoir influé également sur les taux du marché monétaire suisse.

En moyenne, les avoirs que les banques entretiennent en comptes de virements à l'institut d'émission se chiffraient à 7,4 milliards de francs au deuxième trimestre; en un an, ils ont augmenté de 5,5%. A la fin du semestre, ils atteignaient 11,6 milliards – un niveau correspondant à ce qu'avait prévu la Banque nationale –, contre 10,9 milliards un an auparavant. Comme d'habitude, l'institut d'émission a satisfait les besoins supplémentaires de liquidités, aux échéances mensuelles, en accordant surtout des crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse). Lors de chaque fin de mois, le recours à ces crédits a été si élevé que la Banque nationale n'a pas renouvelé, à ces moments-là, la totalité des swaps arrivés à échéance.

Après être restés stables au premier trimestre, les taux d'intérêt sont montés à partir du mois de

mai. Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois, qui s'inscrivait à 3½% à la fin des mois de février, de mars et d'avril, a augmenté de 1¼ point jusqu'à fin juillet. La hausse a eu lieu avant tout dans la seconde moitié de ce dernier mois, quand la rémunération de l'argent au jour le jour – outre les taux appliqués aux autres dépôts à terme fixe – s'est élevée passagèrement à près de 5%, des disponibilités bancaires ayant été transférées, dans une mesure inattendue, sur le compte de la Confédération.

Les rémunérations servies par les grandes banques sur les dépôts à terme fixe et le rendement des créances comptables à court terme sur la Confédération ont évolué parallèlement aux conditions appliquées sur le marché des euro-francs. Les grandes banques ont relevé leurs taux les 9 mai, 2 et 24 juillet; selon la durée des dépôts, les majorations ont varié entre ¾ et 1¼ point. En moyenne, le rendement des créances comptables à court terme sur la Confédération a correspondu à peu près à celui des dépôts de même durée dans les grandes banques.

Dans le domaine des taux d'intérêt, l'écart a augmenté entre la Suisse et les Etats-Unis, mais diminué entre la Suisse et la République fédérale d'Allemagne. Si l'on considère les dépôts à trois mois sur l'euro-marché, l'écart de taux en faveur des dépôts en dollars s'est chiffré entre 6 et 7 points au premier trimestre, puis a passé à 8¼ points jusqu'à la mi-mai pour osciller enfin entre 7 et 8 points – avec une tendance à fléchir – au cours des deux mois et demi suivants; l'écart de taux en faveur des placements en marks a diminué légèrement au premier trimestre, mouvement qui a continué au cours des quatre mois suivants: à fin juillet, il était inférieur à 1 point, soit son niveau le plus bas depuis environ un an.

Marché des changes

Du mois d'avril au mois de juillet, le cours du dollar a continué de monter, passant à la fin de cette période à fr. 2,466, un niveau qui n'avait plus été observé depuis juin 1977. Pendant ces quatre mois, il a atteint une moyenne de fr. 2,29, fluctuant entre fr. 2,14 et fr. 2,47. L'an dernier, il

Tableau 7: Variation du franc suisse¹

	Du mois de mai au mois d'août 1984 ²		Du 2 ^e trimestre 1983 au 2 ^e trimestre 1984 ³	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel
US-\$	-2,1	-2,2	- 7,8	-8,5
Yen	-0,5	-0,0	-10,7	-9,8
Mark all.	-0,5	-0,6	+ 0,8	+1,4
Franc fran.	-0,5	-0,9	+ 3,1	-1,2
Livre sterl.	-0,2	-0,4	+ 3,0	+1,6
Lire	-0,5	-0,9	+ 4,7	-1,3

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

² Moyenne des variations mensuelles en pour-cent

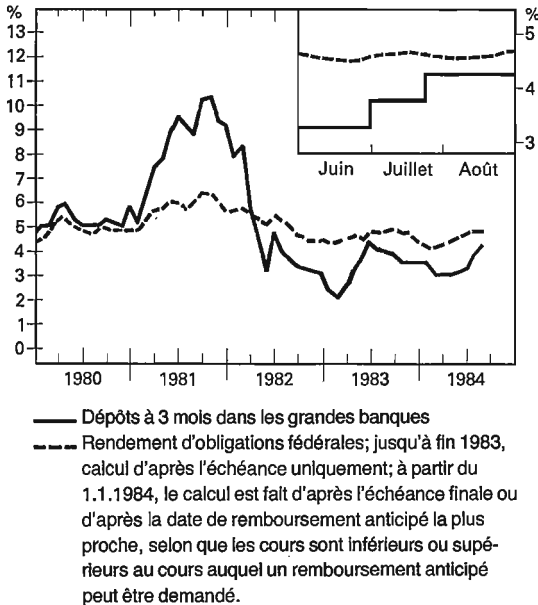
³ Moyenne des variations annuelles en pour-cent

avait oscillé entre fr. 2,03 et fr. 2,13 durant ces mêmes mois, et sa moyenne avait été de fr. 2,06. Le mark s'est raffermi aussi continuellement, passant d'environ 80 centimes au début de l'année à 85 centimes à la fin du mois de juillet; il a fléchi toutefois à 83 centimes le mois suivant. Le yen, pendant les mois d'avril à juillet, a été constamment supérieur à son niveau du premier trimestre et, vers la fin de la période, 100 yens valaient plus d'un franc. La livre sterling et le franc français sont restés, face à notre monnaie, à peu près à leur niveau du premier trimestre, et la lire s'est raffermie quelque peu.

Du deuxième trimestre de l'an passé à la période correspondante de 1984, le franc a faibli, en termes réels, par rapport au dollar, à la lire, au franc français et au yen, mais il s'est apprécié face au mark et à la livre sterling. En moyenne, le cours nominal pondéré en fonction des exportations a baissé de 0,8%, et le cours réel, de 1,7%.

Marché des capitaux

Le rendement moyen des obligations fédérales, qui reflète l'évolution des taux d'intérêt sur le marché des capitaux, est monté d'environ ¼ point, du premier au deuxième trimestre. Compte tenu des possibilités de dénonciation anticipée, il a atteint son niveau le plus élevé de l'année, soit 4,66%, au début du mois de juin et à la fin du mois de juillet. Sur le marché des émissions, une adaptation des taux, devenue nécessaire, a eu lieu au mois de mai, la Confédération et les débiteurs comparables portant de 4½% à 4¾%

Graphique 14: Evolution des taux d'intérêt

le coupon de leurs nouveaux emprunts. Après la généralisation de cette adaptation, les banques ont majoré d'environ $\frac{1}{4}$ point, au mois de juin, les rémunérations des obligations de caisse. Depuis lors, les grandes banques offrent, suivant la durée des titres, entre $4\frac{3}{4}$ et 5%.

Durant la période examinée, la Confédération a lancé, selon le système d'enchères, deux emprunts à $4\frac{3}{4}$ %, de 275 millions de francs chacun, pour des durées de 12 et de 10 ans. Sur la base des offres reçues, le prix d'émission a été fixé à 100% dans les deux cas.

Au deuxième trimestre, le montant d'argent frais prélevé sur le marché financier par les émissions publiques d'obligations suisses et étrangères était supérieur au volume des trois mois correspondants de 1983, mais légèrement inférieur à celui du premier trimestre. Pour le premier semestre, il s'est chiffré à 9,7 milliards de francs, contre 9,8 milliards l'année précédente; la part revenant aux débiteurs étrangers a passé de 4,9 milliards en 1983 à 6,2 milliards de francs cette année, ou d'environ la moitié de l'argent frais prélevé à près des deux tiers.

Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées au deuxième trimestre ont porté sur une somme de 11,5 milliards de francs. Elles ont augmenté de 25% par rapport à la période correspondante de l'an passé, mais reculé de 7% par rapport au premier trimestre. L'octroi de crédits bancaires et, dans une moindre mesure, les émissions publiques d'emprunts ont diminué.

Après avoir atteint au premier trimestre un niveau exceptionnellement élevé en raison du prêt destiné au financement de l'usine Atatürk, les crédits bancaires ont diminué sensiblement au deuxième trimestre, tout en restant encore de 14% supérieurs au volume observé un an auparavant.

Du premier au deuxième trimestre, le montant des emprunts étrangers faisant l'objet d'une émission publique a diminué de 8%, les taux d'intérêt étant montés quelque peu. En revanche, le volume des «notes» a augmenté de 8% pour s'inscrire à 6,1 milliards de francs (4,6 milliards au deuxième trimestre de l'an passé). Au premier semestre toutefois, les emprunts étrangers se sont accrus de 25% par rapport à la même période de 1983, soit un taux nettement supérieur à celui des «notes» (9%). Cette évolution semble liée au fait que le calendrier des émissions publiques d'emprunts étrangers n'est plus dressé depuis le début de cette année.

Néanmoins, la part des placements de «notes» à l'ensemble des exportations de capitaux soumises à autorisation a passé, du premier au deuxième trimestre de 47% à 53% (52% au deuxième trimestre de 1983). Comme aux trimestres précédents, plus de la moitié de ces placements ont été effectués pour le compte de débiteurs japonais; ces débiteurs recourent au marché suisse en lançant surtout des titres convertibles, à faible rémunération.

En établissant une comparaison entre les émissions étrangères sur le marché suisse et l'activité sur le marché des euro-emprunts, on peut constater que les émissions d'euro-emprunts ont augmenté beaucoup plus fortement (30%), du pre-

Tableau 8: Exportations de capitaux autorisées¹

	Emprunts	Notes	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1980	5 485,7	8 398,0	7 315,1	2 123,2	23 322,0
1981	7 575,0	11 846,0	9 838,7	2 945,3	32 205,0
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8 ²	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1983 2e trim.	2 509,6	4 558,0	1 579,5	540,7	9 187,8
3e trim.	2 120,0 ^{2W}	4 755,6	1 741,4	285,6	8 902,6
4e trim.	3 229,1 ²	5 044,0	2 385,3	531,1	11 189,5
1984 1er trim. ³	3 221,5 ²	5 682,3	2 488,4	1 010,4	12 402,6
2e trim. ³	2 947,9	6 134,2	2 184,7	235,6	11 502,4

¹ En millions de francs

² Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à double monnaie

³ Chiffres provisoires

mier semestre de l'an passé à la période correspondante de 1984, que celles d'emprunts étrangers et de «notes» en Suisse (9%).

Bilans et crédits bancaires

Au deuxième trimestre, deux facteurs tout particulièrement ont influé sur l'évolution des bilans des 71 banques. La reprise de la conjoncture se reflétait dans les bilans beaucoup plus nettement à la fin du semestre qu'au mois de mars; d'autre part, la valeur en francs des postes libellés en dollars a augmenté en raison de la hausse de la monnaie américaine. Abstraction faite des métaux précieux, le taux annuel de croissance des bilans a passé de 5,4% à fin mars à 8,1% à fin juin; un tiers environ de cette expansion était due aux cours du change. Stimulées par le dollar, les opérations fiduciaires ont continué de progresser, leur augmentation en un an atteignant environ 12%.

Au passif, l'afflux de fonds de la clientèle a été supérieur aux résultats des trimestres précédents. Sa croissance en un an a passé de 5,4% à la fin du mois de mars à 8% à la fin du semestre. Durant le trimestre examiné, l'afflux de fonds s'est déroulé presque uniquement sous la forme de dépôts à terme, les placements en dollars prédominant de manière très nette en raison du niveau des taux d'intérêt. Les rémunérations servies par les grandes banques sur les dépôts à terme libellés en francs étaient moins

intéressantes. Les dépôts à vue et, pour des raisons saisonnières, les fonds d'épargne sont demeurés inchangés. Les banques ont émis environ autant de bons de caisse et d'obligations que durant les trimestres antérieurs.

A l'actif, le montant des placements financiers n'a pas changé, mais la structure de ceux-ci s'est modifiée, des avoirs en banque ayant été transformés en papiers monétaires et en titres. En revanche, la croissance des crédits a été particulièrement vigoureuse; elle a absorbé la totalité de l'afflux de fonds de la clientèle. Son augmentation trimestrielle a atteint le montant le plus élevé depuis quatre ans. Le taux annuel de progression des crédits s'est élevé à 8,7% (crédits en Suisse: 7,3%; crédits à l'étranger: 13,9%); un an auparavant, il s'inscrivait à son niveau le plus bas, soit 1,9%. Par son ampleur, cette accélération a correspondu à peu près à ce qui avait été observé durant la première année des deux dernières phases de reprise de la conjoncture.

L'accélération de la croissance des crédits au deuxième trimestre était due essentiellement aux opérations avec l'étranger et allait donc de pair avec le fait que l'amélioration de la conjoncture reposait surtout sur la demande extérieure. Autre trait caractéristique de la phase actuelle de la conjoncture, l'augmentation annuelle des comptes débiteurs dépassait, pour la première fois depuis longtemps, celle des placements hypothécaires. Au cours du cycle conjoncturel précédent, une évolution analogue s'était produite

du premier au quatrième trimestre de 1977, ainsi que du quatrième trimestre de 1978 au troisième trimestre de 1981. Dans l'évolution des crédits, une certaine fragilité a été observée au deuxième trimestre; en effet, pour la première fois depuis deux ans, les banques ont enregistré une diminution de leurs *promesses* de crédit par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

De même, la croissance des *crédits de construc-*

tion a ralenti au premier semestre. Après un an et demi d'expansion continue, les *promesses* se sont stabilisées dans ce domaine à un niveau très élevé. Seules les *promesses* destinées au financement de maisons familiales ont poursuivi leur progression; les limites relatives à la construction de bâtiments d'habitation ont stagné. Le recours aux crédits de construction s'est ralenti lui aussi au premier semestre, où un volume élevé de *promesses* non utilisées est devenu caduc.

Ist die schweizerische Geldpolitik wirklich monetaristisch?

Georg Rich*

1. Einleitung

Mitte der siebziger Jahre ging eine Reihe von Zentralbanken, darunter auch die Schweizerische Nationalbank, dazu über, Geldmengenziele festzulegen. Die Hinwendung der wichtigsten Zentralbanken zu monetären Zielgrössen wurde weitherum als Sieg des Monetarismus gewertet. Tobin (1981, S.30) vertritt die Ansicht, dass die Notenbanken nur allzu bereit waren, sich dem Monetarismus zu verschreiben, da sie «eine Orthodoxie gegen den Druck von Präsidenten und Premierministern, Kongress und Parlamenten» dringend nötig hatten. Die Monetaristen selbst sind nicht überzeugt, dass sich die Zentralbanken wirklich zu ihren Ideen bekehrten. Gemäss Friedman (1983) muss deutlich zwischen monetärer Rhetorik und monetärer Praxis unterschieden werden. Er räumt zwar ein, dass gegenwärtig viele Zentralbanken ihre Politik in die Sprache der Monetaristen kleiden, bleibt aber skeptisch im Hinblick auf die tatsächliche, praktische Anwendung dieser Ideen. Brunner (1983, S. 53–55) weist die Ansicht ebenfalls zurück, wonach die Zentralbanken zu einer monetaristischen Politik gefunden hätten, da «ihre Strategie und Taktik von monetaristischen Ideen weit entfernt» seien. Seiner Meinung nach ist die Schweizerische Nationalbank die einzige Zentralbank, die eine einigermaßen konsequente monetaristische Politik verfolgt. Wie es sich auch immer mit Brunners Einschätzung verhalten mag, so möchte ich doch unterstreichen, dass auch die Nationalbank nicht durchwegs monetaristisch operiert, wenn auch monetaristische Ideen zweifellos einen starken Einfluss auf die schweizerische Geldpolitik ausüben. Im folgenden möchte ich

aufzeigen, wie stark der Monetarismus die schweizerische Geldpolitik beeinflusst. Ferner untersuche ich die Gründe, weshalb sich die Nationalbank zwar auf das Gedankengut des Monetarismus beruft, aber dennoch eine eher pragmatische als dogmatische Geldpolitik betreibt. Insbesondere analysiere ich die schweizerische Geldpolitik im Hinblick auf jene fünf Punkte, die meines Erachtens den Kern der monetaristischen Denkweise darstellen¹:

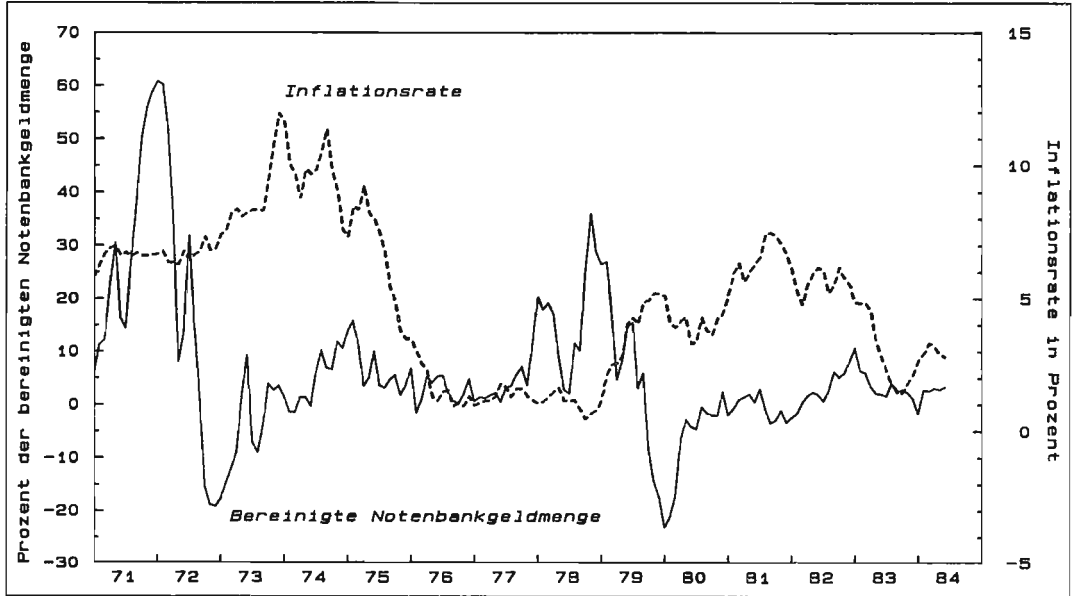
1. Die Inflation ist hauptsächlich ein monetäres Phänomen.
2. Preisstabilität sollte primäres Ziel der Geldpolitik sein.
3. Die Geldpolitik sollte auf der Basis von Geldmengenzielen aufgebaut sein.
4. Die Geldmenge ist kontrollierbar.
5. Ein Regelsystem ist einer Ermessenspolitik vorzuziehen.

2. Die Inflation ist hauptsächlich ein monetäres Phänomen

Die Monetaristen sind der Meinung, über längere Zeiträume bestehe eine enge, positive Korrelation zwischen Inflationsrate und Geldmengenentwicklung. Über kurze Zeiträume hingegen treffe dies nicht zu, da die Inflationsrate auf Veränderungen des Geldmengenwachstums mit einer langen und variablen zeitlichen Verzögerung reagiere. Die Monetaristen unterstreichen zwar den Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation, betrachten die Teuerung jedoch nicht ausschliesslich als ein monetäres Phänomen, wie dies von Blinder (1984) und anderen Keynesianern behauptet wird. Brunner (1983,

* Direktor und Leiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank. Leicht überarbeitete Fassung eines Referats, gehalten an der Monetary Conference «Money: A Search for Common Ground», in Lugano am 27. und 28. April 1984. Der Verfasser dankt besonders Professor J. L. Stein für seine wertvollen Hinweise zur ersten Fassung sowie Jürg Waldmeier für seine sorgfältige Übersetzung aus dem Englischen.

¹ In dieser Arbeit werden die monetaristischen Thesen nur in bezug auf die Geldpolitik untersucht. Daneben beschäftigen sich die Monetaristen jedoch auch mit Fiskalpolitik und anderen Gebieten der Wirtschaftspolitik. Für ausgezeichnete Übersichtsartikel zur Problematik des Monetarismus siehe Stein (1976, 1982), Mayer (1978), Purvis (1980), Laidler (1981), Batten und Stone (1983) und Hoover (1984).

Grafik 1: Geldmengenwachstum und Inflation¹

¹ Veränderung der bereinigten Notenbankgeldmenge und des Konsumentenpreisindex gegenüber dem Vorjahr in Prozent

S. 50) räumt ausdrücklich die Möglichkeit ein, dass reale Störungen, wie beispielsweise eine Verteuerung des Erdöls, einen einmaligen Anstieg des Preisniveaus und eine vorübergehende Zunahme der Inflationsrate auslösen können. Im Gegensatz zur Ansicht Blinders scheint sich die Betrachtungsweise der Keynesianer und der Monetaristen hinsichtlich des Inflationsprozesses nicht fundamental voneinander zu unterscheiden, zumindest nicht in den Vereinigten Staaten. Gemäss Blinder (1984) anerkennen die Keynesianer durchaus die ausschlaggebende Rolle der Geldmenge als Ursache der Inflation. Sie betonen aber, dass es in der kurzen Frist nicht-monetäre Gründe für eine Erhöhung der Preise geben könne. Zweifellos könnten die Monetaristen den Aussagen Blinders bezüglich des Inflationsprozesses beipflichten. Ebenso sind heute in den Vereinigten Staaten viele Keynesianer bereit, die monetaristische Lehre von der Rolle des Geldes im Inflationsprozess zu akzeptieren. Demgegenüber blieben jedoch zahlreiche britische Keynesianer, wie beispielsweise Kaldor, bei ihrer Ansicht, wonach die Wurzel der Inflation nicht in der Geldmengenentwicklung liege. Kaldor vertritt die

Meinung, dass «der Preis von Waren und Dienstleistungen (zumindest im industriellen Sektor) als Folge höherer Kosten, zum Beispiel von Rohmaterialien, Energie und Arbeit, steige». Das Geldangebot sei daher nicht exogen, sondern passe sich den Veränderungen der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen an (Kaldor, 1982, S. 45–46).

Die Erfahrungen in der Schweiz seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Januar 1973 scheinen die monetaristischen (oder amerikanisch-keynesianischen) Ansichten zum Inflationsprozess zu bestätigen. Wie Grafik 1 zeigt, ist die Beziehung zwischen dem Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge² und dem Anstieg der Konsumentenpreise ziemlich eng, zumindest seit den frühen siebziger Jahren.

² Die bereinigte Notenbankgeldmenge wird definiert als die Summe von Notenumlauf und Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank. Da die Liquiditätsreserven der Banken in der Schweiz am Monatsende jeweils kurzfristig stark ansteigen, werden die Zahlen um den sogenannten Ullmoeffekt bereinigt.

Zyklische und längerfristige Bewegungen der Inflationsrate können weitgehend durch Veränderungen des Wachstums der Notenbankgeldmenge erklärt werden. Ferner illustriert Grafik 1, dass die zyklischen Wendepunkte der Inflationsrate den entsprechenden Wendepunkten im Basisgeldwachstum mit einer grossen zeitlichen Verzögerung, nämlich von zwei bis drei Jahren, folgen. Das Muster von Grafik 1 wird durch ökonomische Studien (vgl. Buomberger und Müller, 1983) bestätigt, die aufzeigen, dass im langfristigen Durchschnitt Bewegungen der Inflationsrate hauptsächlich auf die Differenz zwischen dem Trendwachstum der Geldmenge und dem des realen Bruttosozialprodukts zurückzuführen sind.

Kurzfristig waren gelegentlich andere Faktoren als das Geldmengenwachstum für Veränderungen der Inflationsrate verantwortlich. So war beispielsweise der vorübergehende starke Anstieg der Teuerung im ersten Halbjahr 1979 hauptsächlich durch den Ölpreisschock bedingt. Ferner wirkten sich die immer wieder auftretenden starken Wechselkursschwankungen über Veränderungen der inländischen Preise von Importgütern auf die Inflationsrate aus. Verglichen mit dem Einfluss des Geldmengenwachstums waren diese Faktoren jedoch von untergeordneter Bedeutung. Die Ansicht, wonach die Inflation in der Schweiz vor allem ein monetäres Phänomen sei, wird nicht nur von der Nationalbank, sondern auch von vielen Schweizer Politikern und Wirtschaftswissenschaftlern geteilt³.

3. Ziele der Geldpolitik

Für die Monetaristen ist die Preisstabilität oberstes Ziel der Geldpolitik. Sie geben zu, dass Inflationsbekämpfung über eine Verminderung des Geldmengenwachstums einen vorübergehenden Rückgang von Produktion und Beschäftigung zur Folge haben kann. Ein temporärer Anstieg der Arbeitslosigkeit ist der Preis, den die Gesellschaft für die Wiedererlangung eines inflationsfreien Umfeldes zu bezahlen hat. Was die Auswirkungen einer Veränderung des Geldmengenwachstums auf Produktion und Beschäftigung betrifft, scheinen sich Monetaristen und Keynesianer einmal mehr weitgehend einig zu sein⁴. Hingegen unterscheiden sich die beiden

Denkschulen bezüglich der Frage, welche Bedeutung die geldpolitischen Behörden der Arbeitslosigkeit beimessen sollen. Nach Friedman (1983, S. 4–5) ist ein stabiles Preisniveau das eigentliche Ziel der Geldpolitik; er spricht sich aber für eine allmähliche Annäherung an dieses Ziel aus, um die negativen Auswirkungen einer antiinflationären Geldpolitik auf die Beschäftigung möglichst gering zu halten. In Zeiten hoher Arbeitslosigkeit würde Tobin (1983, S. 26–27) andererseits ohne Zögern zu einer expansiven Geldpolitik übergehen, um das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung anzukurbeln. Diese Politik würde er auch auf die Gefahr einer Beschleunigung der Inflation hin empfehlen.

Die schweizerischen Erfahrungen weisen darauf hin, dass Änderungen des geldpolitischen Kurses die Beschäftigung vorübergehend beeinflussen. Daher berücksichtigt die Nationalbank bei der Festlegung ihrer Geldmengenziele auch die allfälligen Wirkungen auf den Arbeitsmarkt. Man kann sich darüber streiten, ob die Haltung der Nationalbank Beschäftigungsschwankungen gegenüber keynesianisch oder monetaristisch genannt werden soll. Ihr Ansatz ist monetaristisch in dem Sinne, als die Preisstabilität oberstes Ziel ihrer Geldpolitik darstellt. Vor allem steht ihre Politik im Einklang mit der monetaristischen Ansicht, wonach eine Ausweitung der Geldmenge die Beschäftigung nicht dauernd erhöhen kann.

Realwirtschaftliche Entwicklungen haben die Geldpolitik in zweierlei Hinsicht beeinflusst:

Erstens verfolgte die Nationalbank in den letzten Jahren einen Weg der schrittweisen Inflationsbekämpfung und vermied dabei Schocktherapien. Zweitens entschied sie sich in einem Fall vorübergehend zu einer expansiven Geldpolitik, um einen Produktions- und Beschäftigungsrückgang zu verhindern, den sie als Folge einer übertriebenen nominellen wie realen Aufwertung des Schweizerfrankens befürchtete. Dieser geld-

³ Eine hervorragende, weitgehend monetaristische, Untersuchung zur schweizerischen Geldpolitik vermitteln Baltensperger und Böhm (1983).

⁴ Es muss angemerkt werden, dass die Monetaristen und Keynesianer bezüglich der Mechanismen, über die sich eine Änderung des Geldmengenwachstums auf die Beschäftigung und Produktion auswirkt, uneinig sind.

politische Kurswechsel erklärt den ausgeprägten Zuwachs der bereinigten Notenbankgeldmenge im Jahre 1978 und die darauffolgende Beschleunigung der Teuerung (vgl. Grafik 1). Die Nationalbank war sich des Risikos dieser Politikänderung sehr wohl bewusst und liess einen vorübergehenden Anstieg der Inflation zu, um den Schweizerfranken auf ein ihr angemessen erscheinendes Niveau zu senken.

Die Ereignisse des Jahres 1978 belegen die Schwierigkeiten, denen ein kleines Land wie die Schweiz bei der Führung einer antiinflationären Geldpolitik begegnet. Bedingt durch die engen Handels- und Finanzverflechtungen mit der Weltwirtschaft reagiert die Schweiz äusserst empfindlich auf wirtschaftliche Entwicklungen in anderen Ländern. Im Jahre 1978 wurde uns voll bewusst, dass eine straffe antiinflationäre Politik zu einer markanten Aufwertung des Schweizerfrankens führt, solange andere Länder eine inflationäre Geldpolitik beibehalten. Die reale Aufwertung des Schweizerfrankens stellte die Nationalbank vor ein Dilemma. Einerseits trug die Höherbewertung über ihren Einfluss auf die inländischen Preise importierter Güter zu einem Rückgang der Inflation bei. Andererseits untergrub sie die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Industrie auf dem Weltmarkt in bedrohlichem Ausmass. Keynesianer begrüsst die Politikänderung der Nationalbank im Jahre 1978 vermutlich lebhaft, während Monetaristen einer solchen vorübergehenden Aufgabe der Inflationsbekämpfung zugunsten einer stabilen Beschäftigungslage wohl eher skeptisch gegenüber standen.

Abgesehen von den Problemen, die sich aus den übermässigen Wechselkursschwankungen ergaben, war das wirtschaftliche und politische Klima in der Schweiz für die Durchführung einer wirksamen antiinflationären Geldpolitik sehr günstig. Die ausgeprägte Rezession in den Jahren 1974 und 1975 führte in der Schweiz nicht zu hoher Arbeitslosigkeit, sondern bewirkte eine Rückwanderung ausländischer Arbeitnehmer in ihre Herkunftsländer. Die Verringerung der Zahl ausländischer Arbeitskräfte kam den Behörden sehr gelegen, da diese zu jener Zeit einem starken politischen Druck ausgesetzt waren, der Einwanderung engere Grenzen zu setzen. In jüngerer Zeit hat die Bedeutung der ausländischen Arbeitneh-

mer als Puffer beträchtlich an Gewicht verloren. Seit 1975 ist der Anteil der ausländischen Arbeitskräfte mit permanenter Niederlassungsbewilligung im Steigen begriffen. Diese geniessen auf dem Arbeitsmarkt denselben Status wie Schweizer und können in einer Rezession nicht in ihre Heimat zurückgeschickt werden. Die antiinflationäre Politik der Nationalbank wurde zudem durch einen hohen Grad an Lohnflexibilität und ein ausgesprochen verantwortungsbewusstes Auftreten der Gewerkschaften unterstützt.

4. Die Rolle der Geldmengenziele

Seit langem weisen die Monetaristen darauf hin, dass die Geldpolitik wesentlich erfolgreicher wäre, wenn sich alle Notenbanken dazu verpflichteten, Wachstumsziele für die Geldmenge festzulegen und das Geldmengenwachstum nahe dieser Grössen zu halten. Sie empfehlen Geldmengenziele aus mindestens zwei Gründen. Erstens betrachten sie das Geldmengenwachstum als zuverlässigsten Indikator für den Restriktionsgrad der Geldpolitik. Zweitens möchten die Monetaristen den Ermessensspielraum der Zentralbanken einschränken und deren Politik einem System fester Regeln unterwerfen. In diesem Abschnitt wird ausschliesslich die Indikatorfunktion von Geldmengenzielen untersucht; auf die Problematik eines Regelsystems wird in Abschnitt 5 eingegangen.

Damit das Geldmengenwachstum als zuverlässiger geldpolitischer Indikator dienen kann, muss die Voraussetzung eines stabilen Verhältnisses zwischen Geldnachfrage und den grundlegenden Zielvariablen der Geldpolitik, d.h. dem Preisniveau und der Produktion bzw. der Beschäftigung erfüllt sein. Wenn eine stabile Geldnachfragefunktion existiert, weiss die Notenbank, dass sie durch die strikte Kontrolle des Geldmengenwachstums die grundlegenden Ziele ihrer Geldpolitik erreichen kann. Monetaristen halten die Geldnachfrage für genügend stabil, um das Geldmengenwachstum als zuverlässigen geldpolitischen Indikator heranziehen zu können. Im Gegensatz dazu zweifeln die Keynesianer an der Stabilität dieser Funktion und würden deshalb zögern, die Zentralbanken an irgendeine monetäre Zielgrösse zu binden. Tobin (1983, S. 20–23) beispielsweise schlägt vor, das nominelle Brutto-

sozialprodukt als Zielgrösse zu bestimmen. Aus dem Ziel für das Bruttosozialprodukt würden sodann eine Reihe operationaler Zwischenziele abgeleitet, die als Richtschnur für geldpolitische Entscheide dienen. In Frage kämen Grössen wie die verschiedenen Geldmengenaggregate, die Bankreserven und die kurzfristigen Zinssätze.

Die Frage nach der Stabilität der Geldnachfrage kann nur durch die Ökonometrie beantwortet werden. Untersuchungen für die Vereinigten Staaten deuten darauf hin, dass die Geldnachfrage vor 1973 stabil war, in den letzten Jahren jedoch beträchtliche Instabilitäten aufgetreten sind (vgl. Judd und Scadding, 1982). Die Resultate dieser Untersuchungen haben der keynesianischen Sicht etwas Auftrieb gegeben. Monetaristen (vgl. Brunner, 1983, S.41–42) hingegen betrachten die in den genannten Untersuchungen nachgewiesenen Instabilitäten nicht als schwerwiegend genug, um die Zweckmässigkeit von Geldmengenzielen ernsthaft in Frage zu stellen.

Die Untersuchungen für die Schweiz weisen – im Gegensatz zu denjenigen für die Vereinigten Staaten – nicht auf bedeutende Instabilitäten der Geldnachfragefunktion hin, zumindest nicht für die Zeit nach dem Übergang zum System flexibler Wechselkurse (vgl. Vital, 1978, Rich und Béguelin, 1984). Die Schwankungen der schweizerischen Nachfrage nach M_1 und Notenbankgeld werden weitgehend durch Einkommens- und Zinssatzänderungen erklärt und geben kaum Hinweise auf Instabilitäten in den geschätzten Parametern. Zudem geben die geschätzten Gleichungen das Trendwachstum der Geldnachfrage recht exakt wieder, liefern aber nicht immer zuverlässige Prognosen über vierteljährliche oder sogar jährliche Veränderungen. Während die geschätzten Gleichungen somit kurzfristig nicht sehr stabil sind, widerspiegeln sie die Bewegungen der Geldmenge über einen Zeitraum von zwei und mehr Jahren ziemlich genau. Die bei der Prognose vierteljährlicher oder jährlicher Schwankungen der Geldnachfrage aufgetretenen Fehler stellen für die Geldpolitik kein grosses Problem dar, solange sich die Zentralbanken darauf beschränken, Preisstabilität schrittweise über einen gewissen Zeitraum hinweg zu erreichen und keine Feinsteuerung der Wirtschaft angestrebt wird.

Da sich die Nationalbank seit jeher gegen eine monetäre Feinsteuerung ausgesprochen hat, erachtet sie Geldmengenziele als ein sinnvolles geldpolitisches Instrument. In der Schweiz gibt es seit 1975 Geldmengenziele. Von 1975 bis 1978 legte die Nationalbank Wachstumsziele für M_1 fest, ging dann aber im Jahre 1980 zu einer Zielgrösse für die bereinigte Notenbankgeldmenge über. Im Jahre 1979 wurde auf die Festlegung eines Geldmengenziels verzichtet, nachdem die Wechselkursituation die Nationalbank gezwungen hatte, ihre Geldpolitik vorübergehend zu lockern. Die Nationalbank schliesst sich somit der Ansicht der Monetaristen an, wonach Geldmengenziele die Ecksteine der Geldpolitik darstellen sollten.

5. Die Kontrollierbarkeit der Geldmenge

Die Monetaristen sind der Meinung, dass die Geldmenge – falls dies angestrebt wird – durch die Zentralbanken wirksam kontrolliert werden kann. Die schweizerischen Erfahrungen bestätigen diese Ansicht vollumfänglich. In einem kleinen Land wie der Schweiz ist die Geldmenge jedoch nur kontrollierbar, wenn die Währungsbehörden den Wechselkurs frei schwanken lassen. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen kann sowohl M_1 als auch die bereinigte Notenbankgeldmenge ziemlich präzise gesteuert werden. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es der Nationalbank immer gelungen wäre, ihre Ziele genau zu erreichen. Tabelle 1 zeigt für das Jahr 1978 – aus Gründen, die weiter oben angeführt wurden – und für die Jahre 1980 und 1981 starke Abweichungen. Diese waren jedoch beabsichtigt und nicht die Folge einer mangelnden Kontrollierbarkeit der Geldmenge.

6. Ermessen kontra Regelsystem

Die Monetaristen treten seit langem dafür ein, den Ermessensspielraum der Geldpolitiker einzuschränken und durch ein Regelsystem zu ersetzen. Sie betrachten die Resultate einer auf Ermessensentscheiden beruhenden Geldpolitik als wenig ermutigend und sind überzeugt, dass die Chancen für eine Stabilisierung des Preisniveaus unter einem Regelsystem steigen würden. Fried-

Tabelle 1: Ziel und tatsächliches Wachstum von M_1 und der bereinigten Notenbankgeldmenge

Jahr	Zielvariable	Ziel	effektiver Wert
		prozentuales Wachstum ¹	
1975	M_1	6	4.4
1976	M_1	6	7.7
1977	M_1	5	5.5
1978	M_1	5	16.2
1979	M_1	–	–
1980	bereinigte Notenbankgeldmenge	4 ²	– 0.6 ²
1981	do.	4	– 0.5
1982	do.	3	2.6
1983	do.	3	3.6
1984	do.	3	

¹ Durchschnitt aus monatlichen Wachstumsraten, berechnet als prozentuale Veränderung der Aggregate gegenüber den entsprechenden Vorjahreswerten.

² Das Ziel für 1980 wurde als durchschnittliches prozentuales Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Stand von November 1979 definiert. Für jeden Monat des Jahres 1980 wurde die prozentuale Veränderung der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber November 1979 berechnet. Die monatlichen Wachstumsraten wurden dann auf das Jahr hochgerechnet und als jährliches Wachstum ausgewiesen. Die tatsächliche Rate von –0.6 Prozent ist der Durchschnitt der auf das Jahr hochgerechneten monatlichen Wachstumsraten.

Quellen:

Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Tabelle 9, verschiedene Ausgaben, Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Heft Nr. 2, Februar 1982.

man beispielsweise möchte die für die Geldpolitik Verantwortlichen verpflichten, vorgebene und präzise definierte Wachstumsziele für die Geldmenge zu verfolgen, die so festgelegt werden, dass innert vernünftiger Frist eine Inflationsrate von Null erreicht wird. Diese Ziele würde er über mehrere Jahre hinweg konstant halten und somit die Zentralbanken zu einer Verstärkung ihrer Politik zwingen. Obwohl eine auf Ermessensentscheidungen beruhende Geldpolitik zugegebenermassen nicht immer die in sie gesteckten Erwartungen erfüllt hat, ist der Glaube an ein perfektes Regelsystem illusionär. Die Geldpolitiker sind gewiss nicht vollkommen; dennoch bezweifle ich, dass man die Festlegung des geldpolitischen Kurses einem Computer überlassen könnte. Zum einen wäre bei der Programmierung eines solchen Computers auch Ermessen im Spiel. Zum andern leben wir in einer Welt voller Über-

raschungen, was von Zeit zu Zeit Anpassungen bestehender Verhaltensregeln verlangt. Selbst wenn grösste Anstrengungen unternommen würden, die Zentralbanken in eine Zwangsjacke zu stecken, schliche sich das Ermessen auf irgend eine Art und Weise wieder in den geldpolitischen Entscheidungsprozess ein.

Während der Versuch, die Handlungsfreiheit der Zentralbanken zu beschneiden, sich als sinnloses Unterfangen herausstellen würde, ist es das gute Recht der Öffentlichkeit, von den Zentralbanken Rechenschaft über ihr Tun zu verlangen. Allzu oft haben Zentralbanken Ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel gesetzt, indem sie ihre Massnahmen in einen Nebel von Verwirrung und Mystik einhüllten, um sich einer kritischen Überprüfung ihrer Politik durch die Öffentlichkeit zu entziehen. Eine grössere Bereitschaft der Zentralbanken, Rechenschaft über ihre Arbeit abzugeben, würde der Öffentlichkeit gestatten, die Geldpolitik laufend zu überprüfen.

Um der Öffentlichkeit die Möglichkeit einer kritischen Prüfung der Geldpolitik zu geben, sollten die Zentralbanken meiner Ansicht nach die folgenden Prinzipien beachten:

- Die Zentralbank gibt die obersten Ziele der Geldpolitik und die den einzelnen Zielen beigegebenen Gewichte bekannt.
- Sie umreist klar die Art und Weise, wie sie die einzelnen Ziele zu erreichen gedenkt. Dies lässt sich am besten durch die Angabe eines Zwischenzieles, wie beispielsweise eines Wachstumsziels für die Geldmenge, erreichen. Als Zwischenziel sollte die Zentralbank eine Variable wählen, die in enger Relation zu den Grössen steht, die sie letztlich steuern will.
- Jede Abweichung vom Zwischenziel wird erklärt und begründet.

Die Verpflichtung der Zentralbank, Abweichungen von der Zwischenzielvariablen anzugeben und zu begründen, schafft die Möglichkeit einer öffentlichen Prüfung der Geldpolitik. Es leuchtet ein, dass ein Zwischenziel die Zentralbank nur dann der öffentlichen Kritik und Diskussion aussetzt, falls:

- das Ziel vorangekündigt wird;
- die Zentralbank über die Möglichkeit verfügt, die Zielvariable mit grosser Genauigkeit zu

steuern. Zielvariablen, die nicht präzise kontrolliert werden können, eröffnen der Zentralbank bequeme Entschuldungsmöglichkeiten, falls Abweichungen auftreten sollten;

- die Zielgrösse für eine einzige Variable gewählt wird. Mehrere Zwischenziele machen es der Zentralbank möglich, Änderungen in der Geldpolitik während der Zielperiode zu kaschieren. Ist die Anzahl der Ziele gross genug, findet die Zentralbank stets eines, das sie einhalten konnte;
- die Beobachtungsperiode lang genug gewählt wird, um die Zielgrösse zu einem sinnvollen Massstab für die Leistung der Zentralbank zu machen;
- die Zentralbank die Voraussetzungen für eine Abweichung von der Zielgrösse im voraus angibt, falls sie mit der Möglichkeit von Abweichungen rechnet.

Die Nationalbank versucht, so weit wie möglich ihre Karten offen auf den Tisch zu legen. In Übereinstimmung mit den oben dargestellten Prinzipien setzt und veröffentlicht sie Zielgrössen für das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge, eine Variable, die sie leicht steuern kann. Zudem besteht sie auf der Wahl eines einzigen Zwischenziels. Vor allem hat die Nationalbank nie den Versuch unternommen, zusätzlich zum Geldmengenziel ein Ziel für die Zinssätze festzulegen. Das Ziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge wird jährlich festgesetzt und während des Jahres nicht verändert. Die Nationalbank ist der Ansicht, die Zielperiode sollte mindestens ein Jahr dauern, weil viertel- oder halbjährlich festgelegte Ziele keine wirksame öffentliche Prüfung ihrer Politik gestatten.

Wie aus Tabelle 1 deutlich hervorgeht, klammerte sich die Nationalbank nicht starr an die angekündigten Zielgrössen. Gerade im Hinblick auf die Probleme, die sich aus allzu grossen Wechselkursschwankungen des Schweizerfrankens ergeben können, hat die Nationalbank darauf hingewiesen, dass sie bei unvorhergesehenen Entwicklungen am Devisenmarkt vom Geldmengenziel abweichen oder es vorübergehend aufgeben würde. Alle grösseren Abweichungen in Grafik 1 ergaben sich aus den Versuchen der Nationalbank, die Wechselkurse zu beeinflussen. Da die Voraussetzungen, bei denen die Nationalbank

bereit ist, vom gewählten Geldmengenziel abzuweichen, der Öffentlichkeit bekannt sind, hat Ihre Glaubwürdigkeit trotz der Abweichungen in den Jahren 1978 bis 1981 keinen Schaden gelitten.

7. Zusammenfassung

Im vorliegenden Beitrag versuchte ich aufzuzeigen, in welchem Ausmass die schweizerische Geldpolitik monetaristischen Richtlinien folgt. Zu diesem Zweck überprüfte ich die schweizerische Geldpolitik hinsichtlich fünf monetaristischer Standpunkte. Es ergab sich, dass die Nationalbank insofern eine monetaristische Politik betreibt, als sie die Inflation hauptsächlich als monetäres Problem betrachtet und deshalb überzeugt ist, dass die Inflation nur durch eine straffe Kontrolle der Geldmenge erfolgreich bekämpft werden kann. Zudem haben die schweizerischen Erfahrungen gelehrt, dass Geldmengenziele nützliche geldpolitische Hilfsmittel darstellen und dass es Zielvariablen gibt – in der Schweiz die bereinigte Notenbankgeldmenge – die ziemlich genau kontrolliert werden können. Obwohl die Geldpolitik der Nationalbank von monetaristischen Ideen stark beeinflusst ist, kann sie nicht als dogmatisch monetaristisch bezeichnet werden. Vor allem hält die Nationalbank nicht stur an ihren Geldmengenzielen fest. Falls zu grosse Schwankungen des Wechselkurses der Schweizer Wirtschaft Probleme bereiten, ist sie bereit, von ihrem Ziel abzuweichen oder es gar vorübergehend aufzugeben. Im Gegensatz zu vielen Monetaristen ist die Nationalbank davon überzeugt, dass ein Regelsystem keine brauchbare Alternative zu einer auf Ermessensentscheidungen beruhenden Geldpolitik bildet. Während es unrealistisch wäre, von den Zentralbanken zu erwarten, dass sie ihre Handlungsfreiheit zugunsten starrer Richtlinien aufgeben, ist die Nationalbank der Überzeugung, dass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beträchtlich zunimmt, wenn sich die Zentralbanken nach Möglichkeit darum bemühen, der Öffentlichkeit ihre Karten auf den Tisch zu legen.

Literatur

Baltensperger, E. und Böhm, P. (1983), «Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle. Möglichkeiten, Kosten, flankierende

- Massnahmen». Erstellt im Auftrag der Kommission für Konjunkturfragen. Hochschule St. Gallen.
- Batten, D.S. und Stone, C.C. (1983), «Are monetarists an endangered species?» *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Bd. 65, Nr. 5, S. 5–16.
- Blinder, A.S. «An intellectual victory. Keynes returns after the others fail». *The New York Times*, 26. Februar 1984.
- Brunner, K. (1983), «Has monetarism failed?» *Cato Journal*, Nr. 3, S. 23–62.
- Buomberger, P. und Müller, B. (1983) «Geldmenge, Wechselkurs und Inflation». *Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsbericht der Schweizerischen Nationalbank*, Nr. 2, S. 40–50.
- Friedman, M. (1983), «Monetarism in rhetoric and practice». *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, Bd. 1, Nr. 1
- Hoover, K.D. (1984), «Two types of monetarism». *Journal of Economic Literature*, Bd. 22, Nr. 1, S. 58–76.
- Judd, J.P. und Scaddling, J.L. (1982), «The Search for a stable money demand function.» *Journal of Economic Literature*, Bd. 20, Nr. 3, S. 993–1023.
- Kaldor, N. (1982), «*The scourge of monetarism*». Oxford University Press.
- Laidler, D. (1981), «Monetarism: An interpretation and an assessment». *The Economic Journal*, Bd. 91, No. 1, S. 1–28.
- Mayer, T., ed. (1978), «*The structure of monetarism*». New York und London: Norton.
- Purvis, D. (1980), «Monetarism: A review». *Canadian Journal of Economics*, Bd. 13, Nr. 1, S. 96–121.
- Rich G. und Béguelin, J.-P. (1984), «Swiss monetary policy in the 1970s and 1980s». In: K. Brunner, ed. *Lesson of monetary experiences from the 1970s* (Im Erscheinen begriffen).
- Stein, J.L., ed. (1976), *Monetarism*. Amsterdam: North Holland.
- (1982), *Monetarist, Keynesian and new classical economics*. Oxford: Blackwell.
- Tobin, J. (1981), «The monetarist counter-revolution today – an appraisal». *The Economic Journal*, Bd. 91, Nr. 1, S. 29–42.
- (1983), «Monetary policy in an uncertain world». *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, Bd. 1, Nr. 1, S. 15–27.
- Vital, Ch. (1978), *Geldnachfragegleichungen für die Schweiz*. Diss. Zürich.

Essai d'estimation de la part suisse à l'activité financière internationale 1975–1983

Pascal Bridel*

I. Introduction

La compétitivité de la place bancaire helvétique et la variation de sa part à l'activité financière internationale sont des questions qui sont discutées depuis fort longtemps.¹ Toutefois, dans ce domaine, les données chiffrées ont toujours fait cruellement défaut. Aussi les remarques qui suivent s'efforcent-elles d'examiner de quelles manières cette lacune pourrait être comblée en faisant le point sur les statistiques disponibles.

Une étude de type «*part de marché*» est malheureusement aujourd'hui la seule méthode possible pour évaluer la compétitivité du système bancaire suisse. En effet, une approche par l'analyse de l'écart prix/coût marginal serait – tout comme pour n'importe quelle entreprise – le meilleur moyen de savoir si, à prestations égales, le système bancaire suisse voit sa capacité concurrentielle diminuer ou augmenter par rapport à celles des autres centres financiers internationaux. Dans l'état actuel des informations et des statistiques fournies par les banques, cette démarche est impossible.

De plus, en l'absence de données comparables sur le plan international, il est hors de question d'étudier des opérations internationales dont les résultats n'apparaissent que dans les comptes de pertes et profits²; ainsi, par exemple, le commerce de métaux précieux, l'émission d'obligations ou de *notes*. Même en se restreignant aux opérations inscrites aux bilans et aux opérations fiduciaires, il est impossible de prendre en considération le facteur risque qui reflète la qualité des actifs des banques. Augmenter sa part du marché à l'aide de prêts douteux n'est de loin pas la méthode la plus sûre d'accroître sa compétitivité.

Enfin, et même en tenant compte de ces différentes réserves, les problèmes, parfois insolubles, posés par la comparaison entre les séries statistiques d'origines différentes achèvent de relativiser la valeur des tendances et conclusions qui se dégagent d'une simple étude de «part de marché». Compte tenu des données disponibles – en provenance essentiellement de la Banque nationale suisse (BNS) et de la Banque des règlements internationaux (BRI) – l'essentiel de la présente étude n'est en fait qu'une discussion des avantages et des inconvénients des différentes séries fournies par ces deux institutions.

Cet essai se divise en trois parties. La première discute trois méthodes de comparaison de l'évolution de la part suisse à l'activité financière internationale totale. La seconde offre deux méthodes de comparaison de l'évolution de la part suisse – désagrégée entre banques et résidents non bancaires – au volume international total des avoirs à vue et à terme. De brèves remarques finales rappellent les principaux résultats obtenus.

II. La part suisse à l'activité financière internationale

1. Problème de mesure

L'idée principale présidant à cet essai d'estimation de la part suisse à l'activité financière internationale est très simple. Elle découle directement de la logique utilisée par le service statistique de la BNS lors de la décomposition du total des bilans de l'ensemble des banques et so-

¹ Voir par exemple, Peter, Ruh et Höhn (1981), Association suisse des Banquiers (1982, 1983), Studer (1982) et Couchepin (1982).

² La ventilation des comptes de pertes et profits entre opérations en Suisse et à l'étranger serait un premier pas souhaitable dans la bonne direction.

ciétés financières entre différents types d'institutions. Plutôt que de comparer le total du bilan d'un certain type de banques avec celui du système bancaire tout entier, on s'efforce ici de mettre en rapport le total des positions internationales de l'appareil bancaire suisse avec celui de l'ensemble des banques situées dans les divers pays fournissant des données à la BRI. Ce dernier total est en effet généralement considéré comme l'indicateur par excellence de l'activité financière internationale car il forme l'agrégat le plus large et le plus homogène actuellement disponible.³

Ainsi en comparant l'évolution de la part suisse à cet agrégat, on devrait obtenir une image assez fidèle des fluctuations de la contribution du système bancaire à l'activité financière internationale.

Dans un tel exercice, simple en principe, on se heurte en pratique à des obstacles d'ordre statistique parfois insurmontables. Avant d'examiner chaque série en détail, cinq considérations générales méritent une mention spéciale de par l'influence qu'elles peuvent avoir sur le niveau de précision des résultats.

En premier lieu, le critère utilisé pour la définition du système bancaire suisse est un critère *géographique* (ou intérieur en terme de comptabilité nationale). Ainsi, tout établissement financier situé en Suisse, régi par la loi fédérale sur les banques, soumis au contrôle de la Commission fédérale des banques et aux exigences statistiques de la Banque nationale est considéré comme faisant partie du système bancaire suisse. En particulier, toutes les succursales de banques étrangères en Suisse et toutes les banques et sociétés financières dominées par une société-mère établie à l'étranger sont considérées comme faisant partie intégrante du système bancaire suisse. Inversement, les filiales des banques suisses à l'étranger ne sont pas incluses dans ce total. Ainsi, lorsqu'il sera question de la part suisse ou de la part des banques suisses à l'activité financière internationale, il sera toujours implicitement fait référence au critère géographique (activités extérieures des banques établies en Suisse) et non à un critère de résidence des actionnaires ou des propriétaires principaux.

En deuxième lieu, dans ce «total des créances extérieures des banques situées dans les divers pays déclarant à la BRI», le gonflement des positions entre pays par les *duplications d'écritures* résultant de dépôts successifs entre banques déclarantes n'est pas corrigé. Toutefois, dans la mesure où ces duplications d'écritures sont relativement stables dans le temps, le *rapport part suisse/total* de l'activité internationale ne devrait pas être influencé d'une manière substantielle.

En troisième lieu, la question des *taux de change* utilisés jette aussi une ombre sur la comparabilité de certaines données. Dans les séries statistiques suisses, la BNS ne fixe en effet aucune ligne directrice aux banques pour la conversion en francs suisses de leurs avoirs et engagements en monnaies étrangères. Compte tenu de variations de changes semestrielles parfois supérieures à vingt pour cent, le degré d'incertitude introduit par le choix d'un cours de change particulier est important. La BRI, quant à elle, utilise les taux de change de fin de période pour convertir en dollars les chiffres libellés dans une autre monnaie.

En quatrième lieu, et c'est probablement là la source d'erreur la plus importante, la *couverture statistique* des diverses séries varie, parfois même d'une manière substantielle. En effet, les données transmises à la BRI par la BNS ne concernent que l'activité internationale des établissements bancaires suisses inclus dans les statistiques des euro-monnaies (environ 240 banques). De plus, elles n'englobent pas les fonds fiduciaires qui apparaissent pourtant pour une très large part dans les séries de la BRI comme engagements des banques étrangères auprès des banques suisses. Finalement, la couverture géographique peut également varier: le monde entier pour certaines séries de la BNS, les douze pays déclarant à la BRI pour d'autres, parfois même une solution intermédiaire.

En cinquième lieu, *l'absence de données consolidées* pour toutes les banques et sociétés financières qui, en qualité de société-mère dominent un autre établissement (filiale) à l'étranger intro-

³ Voir Johnston (1982), p. 35-55.

duit un important élément d'incertitude quant à la position nette d'un système bancaire particulier par rapport au total du marché international. Ce problème n'est bien-sûr que la conséquence directe du choix d'un critère géographique pour la définition du système bancaire suisse.⁴

2. Examen des données disponibles

Compte tenu des multiples réserves qu'il convient de garder en mémoire lors de l'utilisation des séries statistiques disponibles, il paraît judicieux de recourir à trois approches différentes pour déterminer l'évolution de la part suisse à l'activité financière internationale. De plus, ces différentes méthodes devraient permettre de corroborer ou non les résultats obtenus pour chacune d'entre-elles.

La méthode A (tableau 1, colonne 2) examine cette question par le biais des *engagements des banques de la zone déclarante envers des banques et des résidents non bancaires en Suisse*. En d'autres termes, le rôle de la place financière suisse à l'étranger est perçu indirectement par l'intermédiaire des variations des positions créancières suisses au passif du bilan des banques de la zone déclarante: une augmentation du rapport des engagements de ces banques étrangères envers les banques et non-banques suisses par rapport à leurs avoirs extérieurs totaux indiquerait ainsi une hausse de la part suisse à l'activité financière internationale. La série statistique utilisée (tableau 1, colonne 2) est établie par la BRI sur la base des chiffres communiqués pour tous les pays de la zone déclarante.

La méthode B (tableau 1, colonne 3) aborde le problème par l'approche la plus directe: aux chiffres des avoirs extérieurs des principales banques suisses transmis à la BRI par la BNS ont été ajoutés les fonds fiduciaires que ces mêmes banques détiennent à l'étranger. Il semble logique, de manière à rester dans un ordre de grandeur comparable, d'ajouter aux opérations inscrites aux bilans les fonds fiduciaires replacés par ces banques à l'étranger. En effet, comme les placements fiduciaires à l'étranger effectués par les banques suisses ne sont pas pris en

considération dans la statistique suisse des euro-monnaies, mais qu'ils le sont dans celles de la BRI, la Suisse est le seul pays qui enregistre un écart – de près 270 milliards de francs en décembre 1983 – entre les actifs de ses banques à l'étranger et les engagements des banques étrangères envers son propre système bancaire. L'addition aux actifs directement détenus à l'étranger des fonds fiduciaires replacés à l'extérieur du pays rétablit un certain parallélisme entre les méthodes A et B.

Il n'en reste pas moins que, même compte tenu de cet ajustement, les différences entre les techniques A et B varient au cours des ans entre 20 et 50 milliards de francs. L'une des causes principales de cette divergence est probablement due au fait que la méthode B, outre qu'elle couvre un nombre de banques différent, ne comprend pas les avoirs directement détenus à l'étranger par les résidents non bancaires suisses.

Finalement, et dans la perspective d'une comparaison avec la méthode C, il convient de noter que les chiffres de l'approche B (colonne 3) ne sont *pas consolidés*. En d'autres termes, aussi bien pour les opérations inscrites aux bilans que pour les fonds fiduciaires, les montants replacés dans les succursales de banques suisses à l'étranger ne sont pas consolidés dans le bilan de la société-mère. Cette série semble ainsi la mieux adaptée au critère géographique choisi.

La méthode C aborde le problème par la démarche probablement la plus discutable. Aux avoirs extérieurs totaux des banques situées dans la zone déclarante à la BRI sont comparés les avoirs extérieurs totaux de toutes les banques et sociétés financières suisses (avoirs fiduciaires compris) mesurés selon les statistiques de la Banque nationale. Ainsi, en plus des diffi-

⁴ Les filiales des banques suisses à l'étranger (sociétés indépendantes) apparaissent donc sous la rubrique des pays où elles sont établies et non comme banques suisses. Ainsi, un dépôt d'un résident non bancaire suisse dans la filiale d'une banque suisse à Londres apparaîtra dans la part britannique à l'activité financière internationale (diminuant ainsi d'autant la part suisse). De même, un dépôt effectué par ce même résident non bancaire dans une banque (ou succursale) non-américaine aux Bahamas n'apparaîtra ni dans l'activité financière internationale telle que la définit la BRI ni, bien entendu, dans la part suisse à ce total.

Tableau 1 : Part suisse à l'activité financière internationale

Avoirs extérieurs totaux des ban- ques des pays de la zone déclarant à la BRI ¹	Estimations de la part des banques suisses							Taux de change US-\$/FS		
	Méthode A		Méthode B			Méthode C				
	Approche par les engagements		Approche par les avoirs selon la statistique des euro-devises			Approche par les avoirs selon la statistique des bilans bancaires				
1	2		3			4				
		%	total	dont fonds fid.	%	total	dont fonds fid.	%		
1976	1342,6	150,9	11,2	128,8	57,3	9,6	177,7	55,6	13,1	2,45
1977	1434,8 ²	156,0	10,9	137,5	59,5	9,6	180,3	54,4	13,5	2,08
1978	1491,6 ²	156,2	10,5	144,8	60,1	9,7	188,1	53,3	12,5	1,67
1979	1844,3	195,0	10,6	178,9	84,3	9,7	236,3	77,1	13,3	1,60
1980	2353,0 ²	257,9	11,0	235,3	129,2	10,0	301,9	119,4	12,8	1,78
1981	2804,6	293,8	10,5	281,1	166,9	10,0	360,0	156,1	12,9	1,81
1982	3378,0	323,0	9,6	308,0	184,8	9,1	394,3	164,9	11,7	2,00
1983	3806,0	359,8	9,5	335,5	204,9	8,8	430,8	180,3	11,3	2,17

en milliards de francs

Sources:

Colonne 1: BRI, *International Banking Statistics, 1973-1983*. La zone «déclarante» comprend l'Autriche (depuis 1977), la Belgique, le Luxembourg, le Danemark (depuis 1977), la France, la République fédérale d'Allemagne, l'Irlande (depuis 1977), l'Italie, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni, le Canada, le Japon et les Etats-Unis. Les succursales offshore de banques américaines aux Bahamas, aux Iles Cayman, à Panama, Hong Kong et Singapour font également partie de cette zone «déclarante».

Colonne 2: BRI, *International Banking Statistics, 1973-1983*. Cette série reflète les engagements des banques étrangères auprès des banques et de résidents non bancaires suisses.

Colonne 3: BNS, *Statistiques des euro-monnaies et statistiques des réserves minimales*. Cette série englobe les avoirs à l'étranger inscrits aux bilans et les avoirs fiduciaires extérieurs des banques couvertes par la statistique des euro-monnaies (1983: 240 établissements). Les opérations des succursales à l'étranger ne sont pas consolidées.

Colonne 4: BNS, *Les banques suisses en...* Cette série englobe les avoirs à l'étranger inscrits aux bilans et les avoirs fiduciaires extérieurs de toutes les banques et sociétés financières (1983: 570 établissements). Les opérations des succursales à l'étranger sont consolidées.

¹ Y compris les avoirs placés dans le secteur non bancaire.

² Changements de couverture ou de techniques statistiques sans influence notable sur les résultats.

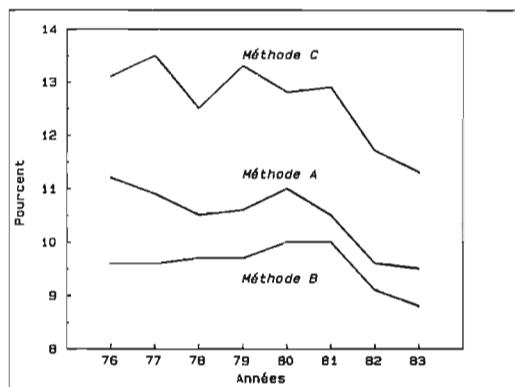
cultés rencontrées dans les deux méthodes précédentes, on ajoute celle consistant à comparer des séries d'origine complètement différente. En particulier, le nombre de banques incluses et la couverture géographique diffèrent. En revanche, et contrairement à la méthode B, les opérations effectuées par les succursales situées à l'étranger sont consolidées dans les chiffres de la série C.

L'examen détaillé du tableau 1 permet finalement de tirer un certain nombre de conclusions communes résultant des tendances dégagées par chacune des trois méthodes de comparaison. En chiffres absolus, leur évolution est parallèle. Toutes trois montrent en effet un profil régulièrement à la hausse; aucune d'elles n'enregistre de rupture de tendance ou de valeurs atypi-

ques. De plus, l'écart existant entre les montants annuels enregistrés pour chacune des trois séries se maintient à des niveaux relativement stables durant toute la période examinée. De 1975 à 1983, et conformément à la logique qui préside à la définition des agrégats utilisés pour chacune des trois méthodes, les montants enregistrés dans la série A sont toujours supérieurs à ceux de la série B qui, à leur tour, sont inférieurs à ceux de la série C.

Ce parallélisme des tendances enregistrées par ces trois méthodes d'estimation se manifeste encore plus clairement au travers des trois séries de chiffres relatifs. L'illustration qui en est donnée au graphique 1 montre une très large similitude des variations de la part du marché quelque soit la technique utilisée. Ces conclusions sont

Graphique 1 : Part suisse à l'activité financière internationale



Source: tableau 1.

simples. En dépit des caractéristiques particulières de chacune des méthodes d'estimation, il semble possible d'affirmer que la part suisse à l'activité financière internationale a connu une très large stabilité entre 1976 et 1979 suivie, semble-t-il, d'une très légère hausse en 1980-81. La baisse enregistrée en 1982 et 1983 est perceptible, mais elle ne représente en aucun cas un redimensionnement de la part suisse. En effet, il ne faut pas oublier que cette légère contraction coïncide avec l'éclatement de la crise de l'endettement international. Dans ce contexte, une modeste baisse d'un point à un point et demi (selon la méthode choisie) de la part suisse à l'activité financière internationale ne paraît pas être un prix indûment élevé à payer pour la politique de prudence accrue adoptée par les créanciers suisses tant sur le plan du volume que sur celui de la qualité de leurs prêts à l'étranger.

III. L'évolution de la part du système bancaire suisse au volume total de certains types d'activités financières internationales

Après avoir examiné les variations de la part suisse au total de l'activité financière internationale, il convient maintenant de vérifier au niveau de certains types d'opérations particulières, les tendances dégagées plus haut. De plus, une comparaison entre l'évolution de la part suisse à

certain types d'opérations financières internationales et l'évolution d'opérations semblables sur le marché national devrait également permettre de détecter s'il existe ou non des phénomènes de substitution entre le marché suisse et le marché international. En raison de la disponibilité des séries statistiques, le cas des dépôts à vue et à terme a été choisi à titre d'exemple.

Dans un premier paragraphe, on examine l'évolution des dépôts des résidents non bancaires en Suisse et sur l'euro-marché. En d'autres termes, en plus d'une évaluation de la part des résidents non bancaires suisses au total des avoirs détenus par des privés sur le marché des euro-monnaies, ce paragraphe permettra de déterminer si le volume des fonds détenus par ces résidents suisses sur l'euro-marché a crû plus ou moins rapidement que celui des dépôts auprès des banques en Suisse.

Dans un second paragraphe, on s'occupe de l'évolution de la part des banques suisses au total du marché interbancaire international à vue et à terme; le recyclage sur ce marché d'une large proportion des fonds fiduciaires confiés aux banques suisses posera à nouveau de difficiles problèmes d'agrégation. Certains d'entre-eux seront partiellement résolus en ayant recours à diverses hypothèses permettant de recouper les résultats obtenus selon différentes méthodes.

1. Les avoirs à vue et à terme de résidents non bancaires suisses en Suisse et sur l'euro-marché

L'examen du tableau 2 et du graphique 2 montre que les parts des avoirs des résidents non bancaires en Suisse sur les marchés de l'euro-franc suisse et des autres euro-devises (essentiellement le dollar) ont évolué d'une manière similaire – quoique légèrement plus accentuée – que celle des agrégats dont il a été question au chapitre précédent. Après plusieurs années de relative stabilité, la part des dépôts des résidents non bancaires en Suisse auprès des euro-banques a en effet enregistré une contraction en 1982 et 1983. En d'autres termes, le volume des capitaux placés directement par les résidents non bancaires suisses sur les marchés internatio-

Tableau 2: Avoirs à vue et à terme des résidents non bancaires en Suisse

	Avoirs en francs suisses en Suisse			Avoirs en euro-francs suisses		Avoirs en monnaies étrangères en Suisse			Avoirs en euro-devises		Total	
	1	2		3		4		5	6			
	a	b	c	a	b	a	b	c	a	b	5 =	6 =
à vue	à terme	total	résidents non bancaires en Suisse	en % du total du marché non bancaire	à vue	à terme	total	résidents non bancaires en Suisse	en % du total du marché non bancaire	1c + 3c	2a + 4a	
1975	21,5	18,7	40,2	1,2	38,7	2,7	4,1	6,8	-	-	47,0	-
1976	25,0	15,8	40,8	1,0	37,0	2,8	4,1	6,9	-	-	47,7	-
1977	26,1	18,4	44,5	1,5 ¹	42,9	3,1	3,3	6,4	-	-	50,9	-
1978	35,3	13,3	48,6	1,2	37,5	3,5	3,9	7,4	15,2	9,1	56,0	16,4
1979	29,2	26,9	56,1	1,4	35,0	3,6	5,2	8,8	20,6	9,3	64,9	22,0
1980	28,0	38,3	66,3	2,4 ²	32,4	3,7	7,1	10,8	25,9	7,8	77,1	28,3
1981	24,5	53,1	80,6	3,4	26,4	4,1	10,7	14,8	30,8	7,6	95,4	34,2
1982	29,9	40,5	70,4	3,4	28,1	4,1	12,9	17,0	40,0	6,5	87,4	43,4
1983	30,5	40,0	70,5	2,8	24,8	4,5	13,7	18,2	42,5	5,4	88,7	45,3

en milliards de francs

Sources:

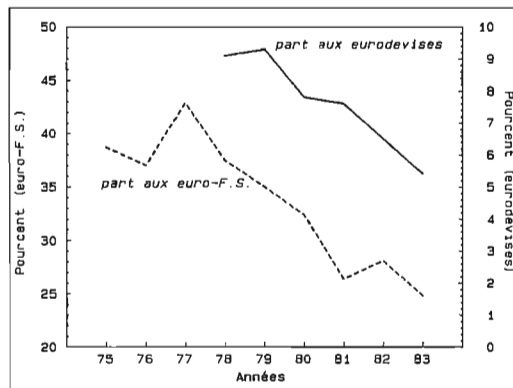
1a, b, c et 3a, b, c: BNS, *Les Banques suisses en...*; toutes les banques et sociétés financières.

2a, b et 4a, b: BRI, *Rapports annuels, International Banking Statistics, 1973-1983.*

Les chiffres des colonnes 4a et 4b sont nets des dépôts en euro-francs suisses.

¹ Changement de la couverture statistique: dès 1977, les banques autrichiennes, danoises et irlandaises sont incluses.

² Avant 1980, la désagrégation banques/non banques n'est pas disponible pour le Royaume-Uni. Pour les années 1980 à 1982, cette désagrégation est basée sur des estimations de la BRI.

Graphique 2: Part suisse aux avoirs des résidents non bancaires

Source: tableau 2, colonnes 2b et 4b

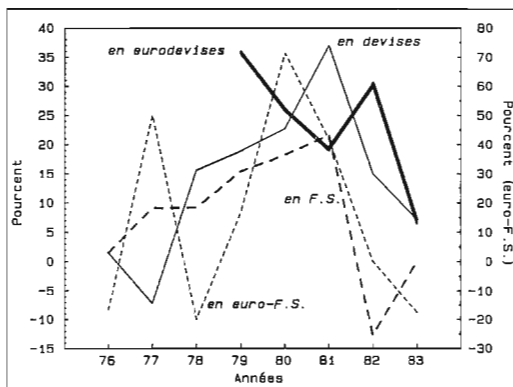
naux n'a pas augmenté dans les mêmes proportions que ceux offerts par les résidents non bancaires des autres pays de la zone déclarant à la BRI.

Si l'on considère maintenant les avoirs des résidents non bancaires en francs suisses dans les

banques suisses et dans les euro-banques (tableau 2, colonnes 1 et 2), on note une évolution parallèle de ces deux séries. Il est vrai que la modestie des sommes détenues sur le marché de l'euro-franc suisse, même si elles représentent une large part du total, ne permet pas de tirer des conclusions définitives. Il semble tout au plus possible d'affirmer qu'il n'existe aucun mouvement de compensation dans un sens comme dans l'autre. Le graphique 3 reflète néanmoins la beaucoup plus grande variabilité (attendue) des taux de croissance des dépôts en euro-francs suisses par rapport aux taux des dépôts en francs suisses en Suisse.

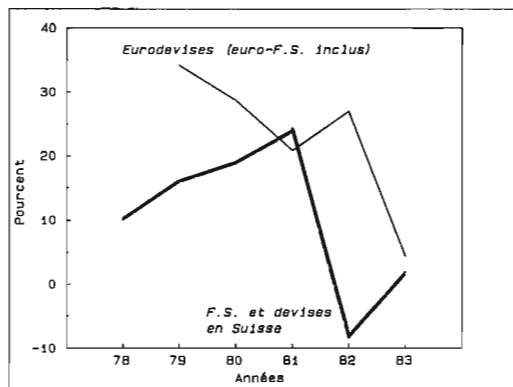
Il en va de même avec les avoirs à vue et à terme en monnaies étrangères en Suisse et les avoirs en euro-devises (sans les euro-francs suisses) détenus par ces mêmes résidents non bancaires. Toutefois si l'évolution de ces deux agrégats est relativement parallèle, les montants absolus sont beaucoup plus significatifs. Alors que les avoirs en monnaies étrangères détenus en Suisse doublent entre 1979 et 1983, les montants détenus en euro-devises ont à peu près triplé, passant de 15,2 à 42,5 milliards.

Graphique 3: Variations des avoirs à vue et à terme en Suisse et à l'étranger des résidents non bancaires en Suisse



Source: tableau 2, colonnes 1c, 2a, 3c et 4a

Graphique 4: Variations des avoirs à vue et à terme des résidents non bancaires en Suisse



Source: tableau 2, colonnes 5 et 6

Cette forte augmentation des avoirs en eurodevises est plus difficile à expliquer. Elle n'est pas un phénomène isolé, car les résidents non bancaires dans d'autres pays ont eux aussi accru leurs avoirs sur l'euro-marché. Ils l'ont même fait dans une plus large proportion que les suisses, puisqu'entre 1979 et 1983 le taux de croissance moyen du marché total est nettement plus élevé que celui de la part suisse: 39% pour l'un et 24% pour l'autre. La tendance est donc la même, mais la part des résidents non bancaires suisses au marché des euro-devises a tendance à se réduire (de 9,1% en 1978 à 5,4% en 1983).

Si l'on compare enfin (tableau 2, colonnes 5 et 6) l'évolution du total des avoirs non bancaires en Suisse avec le total des avoirs non bancaires à l'étranger, on constate que, compte tenu des résultats précédents, le taux de croissance des avoirs à l'étranger est aussi supérieur à celui des avoirs en Suisse. Conséquence de ce phénomène, entre 1978 et 1983, la part des avoirs à l'étranger dans le total des avoirs des résidents non bancaires a passé de 22% à 33%. Il convient toutefois de garder en mémoire un élément important avant de conclure à un transfert massif des avoirs non bancaires de Suisse à l'étranger et à une diminution de la part des banques suisses à ce type d'activité. L'évolution des avoirs à vue et à terme en Suisse (tableau 2,

colonne 5) reflète partiellement l'évolution du taux d'intérêt et la substitution qu'elle provoque entre les dépôts d'épargne et les dépôts à terme et à vue. La courbe inférieure du graphique 4 reflète ce phénomène, particulièrement entre 1981 et 1982. La chute du taux de croissance des dépôts en francs suisses et en devises en Suisse reflète, tout au moins en partie, un transfert en direction des dépôts d'épargne en Suisse plutôt que vers des comptes en euro-devises (dont le taux de croissance diminue par ailleurs également).

Il n'en demeure pas moins qu'entre 1978 et 1983, le montant total des dépôts à vue et à terme détenus par des résidents non bancaires hors des frontières suisses a passé de 16,4 à 45,3 milliards de francs. Même s'il ne s'agit pas d'un transfert direct de fonds détenus auparavant en Suisse, ce mouvement reste difficile à expliquer. Qu'il reflète une perte de compétitivité des banques suisses en raison des conditions offertes à ce type de déposants ou qu'il reflète un phénomène de différenciation qui fait qu'un compte courant en Suisse n'est, pour un résident non bancaire, plus la même chose qu'un compte courant dans la même monnaie au Luxembourg, il est hors de doute que la part des dépôts à vue et à terme des résidents non bancaires suisses détenus par des banques suisses a diminué. En

1978, cette part était de 77%; en 1983, elle n'était plus que de 66%.

Les deux tendances qui se dégagent ainsi de l'évolution des avoirs à vue et à terme de résidents non bancaires en Suisse et à l'étranger ne favorisent guère de conclusions tranchées.

D'une part le taux de croissance de ces avoirs sur l'euro-marché est plus élevé que celui de dépôts similaires auprès des banques suisses. En d'autres termes, la part du système bancaire suisse au total de ce marché a diminué (singulièrement en 1982 et 1983).

D'autre part, le taux de croissance de ces mêmes avoirs à vue et à terme de résidents non bancaires suisses sur l'euro-marché est inférieur à celui du total de ces avoirs non bancaires en euro-devises. En d'autres termes, la part des résidents non bancaires suisses au total de ce marché a diminué.

Si la première tendance traduit clairement une perte de part du marché pour les banques suisses on peut néanmoins aussi se demander si la croissance inférieure à la moyenne des dépôts des résidents non bancaires suisses sur l'euro-marché (seconde tendance) ne traduirait pas indirectement le fait que les banques suisses sont dans ce domaine *plus* compétitives que leurs concurrentes étrangères. Les banques suisses n'ont-elles pas en effet perdu une part moindre de leurs déposants non bancaires au profit de l'euro-marché?

Les deux interprétations sont possibles. Toutefois, dans l'état actuel des données et dans le cadre restreint de cette étude, il semble difficile de trancher clairement en faveur de l'une ou l'autre de ces interprétations.

2. Les avoirs interbancaires internationaux des banques suisses

Tout comme pour les positions globales examinées plus haut, les séries concernant les avoirs interbancaires internationaux à vue et à terme nécessitent une double approche: l'une à l'aide des données suisses, l'autre à l'aide des statisti-

ques de la BRI telles qu'elles apparaissent dans le tableau 3. De manière à pouvoir légitimement estimer la part suisse à ce marché et à l'exemple des avoirs non bancaires, il est nécessaire de tenir compte des fonds fiduciaires replacés dans des banques situées à l'étranger.

L'approche A utilise les données suisses (toutes les banques et sociétés financières)⁵ et ajoute aux *avoirs interbancaires internationaux stricto sensu*, tels qu'ils apparaissent aux bilans, la totalité des *avoirs fiduciaires* replacés à l'étranger par les banques suisses. En pratique, seule une partie de ces derniers est recyclée sur le marché interbancaire international. Cependant, la BRI estime que près de 90% des fonds fiduciaires sont replacés par les banques suisses auprès de banques étrangères si bien qu'ajouter aux avoirs interbancaires *stricto sensu* la totalité des fonds fiduciaires ne constitue pas une hypothèse trop éloignée de la réalité.⁶

La méthode B s'efforce d'appréhender la même réalité en utilisant les séries de la BRI qui permettent d'estimer le volume des engagements interbancaires internationaux auprès des banques suisses. Le rapport entre les variations d'un tel agrégat et le total des avoirs interbancaires extérieurs des banques situées dans la zone déclarante de la BRI devrait alors permettre d'estimer les variations de la part suisse à l'activité interbancaire internationale.

La technique de comparaison utilisée dans la méthode A démontre clairement, grâce à l'illustration qui en est donnée au graphique 5, que le montant des avoirs *stricto sensu* détenus par les banques suisses sur le marché interbancaire

⁵ Contrairement à l'estimation des avoirs des résidents non bancaires, il n'est pas apparu nécessaire d'examiner les avoirs interbancaires internationaux à l'aide d'une troisième méthode faisant appel aux statistiques des euro-devises et des réserves minimales (240 banques à fin 1983). En effet, la stabilité de l'écart entre une telle série et celle dégagée par l'approche A (la première étant naturellement inférieure à la seconde) n'apporterait que peu d'éléments d'information supplémentaires.

⁶ Ces estimations utilisent les chiffres de fin 1981. Ces mêmes recherches de la BRI montrent que la proportion des opérations interbancaires des banques suisses à l'intérieur du Groupe des Dix est la plus élevée parmi celles des systèmes bancaires de la zone déclarante.

Tableau 3: Part des banques suisses au marché interbancaire international

Méthode A			Méthode B			Avoirs inter- bancaires internationaux totaux FS et mon. étrangères	Part des banques suisses en pourcent du total		Différence B-A	
Avoirs interbancaires stricto- sensu et avoirs fiduciaires			Engagements interbancaires internationaux auprès des banques suisses				méthode A	méthode B		
1			2				4	5		
FS a	Mon. étr. b	Total c	FS a	Mon. étr. b	Total c	a	b			
1978	18,9	112,9	131,8	11,6	126,5	142,1	1175,0	11,2	12,1	10,3
1979	24,7	134,0	158,7	16,7	157,2	173,9	1385,9	11,5	12,5	15,2
1980	40,8	164,5	205,3	31,7	197,9	229,6 ¹	1735,3 ¹	11,8	13,2	24,3
1981	59,8	192,0	251,8	48,5	211,2	259,7	2052,0	12,3	12,7	7,9
1982	54,9	221,8	276,7	43,8	235,7	279,5	2376,2	11,6	11,8	2,8
1983	58,0	242,1	300,1	48,8	265,6	314,4	2682,6	11,2	11,6	14,3

en milliards de francs

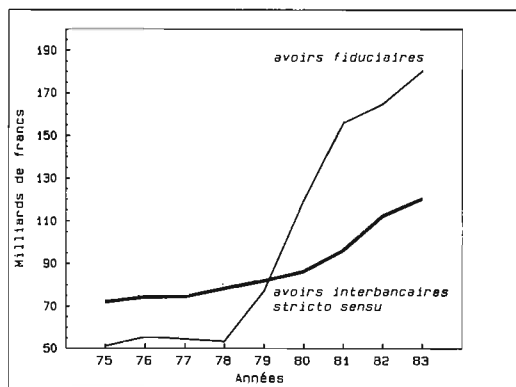
¹ Avant 1980, la désagrégation banques/non banques n'est pas disponible. Pour les années 1980-82, cette désagrégation est basée sur des estimations.

Sources:

Colonne 1: BNS, *Les banques suisses en...*; toutes les banques et société financières.

Colonne 2: BRI, *Euro-currency statistics*.

Colonne 3: BRI, *Euro-currency statistics*.

Graphique 5: Avoirs interbancaires extérieurs des banques suisses

Source: BNS, *Les banques suisses en ...*; toutes les banques et sociétés financières

international s'élève avec régularité. Il n'en va pas de même pour les avoirs fiduciaires qui affichent une beaucoup plus grande flexibilité aux variations du volume total de l'activité financière internationale. En effet, leur croissance s'accroît fortement à la suite du second choc pétrolier avant de ralentir en 1982 lorsque le surplus de l'OPEP disparaît.

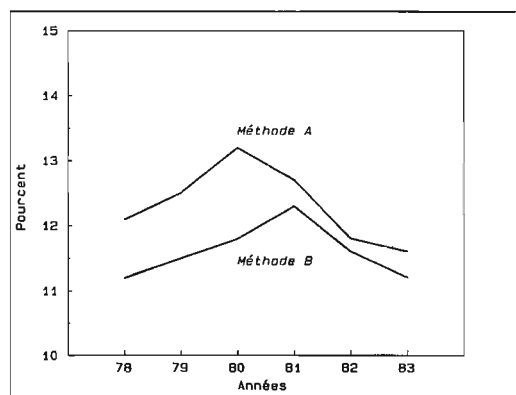
Compte tenu des nombreuses réserves qu'il faut garder en mémoire sur la fiabilité des séries statistiques utilisées et des hypothèses que sous-tendent leur construction (notamment celle qui considère que la *totalité* des avoirs fiduciaires est replacé sur le marché interbancaire international), les résultats obtenus à l'aide des deux méthodes d'estimation concordent relativement bien, même si, comme le montre la colonne 5 du tableau 3, la série de la BNS est toujours supérieure à celle de la BRI.

Les pourcentages de la colonne 4 et le graphique 6 reflètent la stabilité de la part suisse au marché interbancaire international (estimé ici par le biais des avoirs totaux), même si une légère baisse a été enregistrée dès 1982 en raison du déclenchement de la crise de l'endettement international.

La méthode B fournit également des indications supplémentaires précieuses sur l'évolution de la part des banques suisses au marché de l'euro-franc suisse et aux marchés des autres euro-devises.

Tout comme pour les euro-francs détenus par

Graphique 6: Part des banques suisses au marché interbancaire international



Source: tableau 3, colonnes 4a et b.

des créanciers non bancaires, les banques suisses sont – avec un tiers du marché – les plus gros bailleurs de fonds sur le marché interbancaire en euro-francs suisses. En d'autres termes, les résidents bancaires et non bancaires suisses détiennent environ 30% des avoirs totaux placés sur le marché de l'euro-franc suisse. De plus, et si l'on compare les taux de croissance moyens respectifs des avoirs des résidents non bancaires et des banques suisses sur le marché de l'euro-franc suisse, on s'aperçoit aussi qu'ils augmentent tous deux plus rapidement que leurs avoirs en autres euro-devises. Les banques et les résidents non bancaires en Suisse semblent ainsi s'être rapidement adaptés à l'accroissement récent du rôle du franc suisse comme monnaie internationale.

Tableau 4: Part des banques suisses aux avoirs interbancaires en euro-francs et en autres euro-devises

	Euro-franc ¹	Autres euro-devises ²
1980	29,4	1,07
1981	32,6	1,03
1982	30,4	0,97
1983	31,3	0,97

¹ Tableau 3, col. 2a/total du marché de l'euro-franc suisse

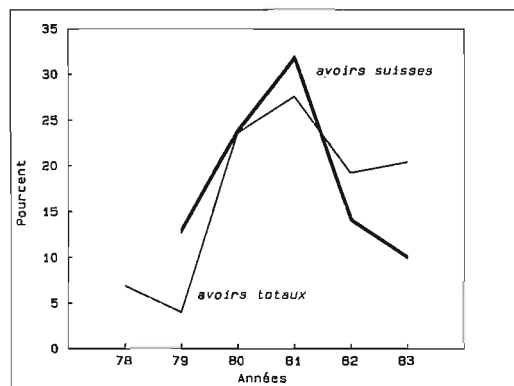
² Tableau 3, col. 2b/total du marché des autres euro-devises

Source: BRI, *International Banking Statistics, 1973-1983*

Finalement, le graphique 7 permet de résumer d'une manière très concentrée les résultats obtenus pour chaque segment du marché, en comparant, à l'aide des séries statistiques de la BRI, les taux de croissance du *total* de l'activité financière internationale avec ceux de la somme des avoirs suisses au marché non bancaire (tableau 2, colonne 6) et au marché interbancaire international (tableau 3, colonne 2c).

Ces deux séries font preuve d'un parallélisme relativement bon. Le taux de croissance moyen de la part suisse totale est toutefois légèrement inférieur à celui du marché global. Cette diminution relative de la part suisse ne refléterait pas tant une diminution de la part des *banques suisses* qu'une baisse de la part des *résidents non bancaires* au total de l'activité financière internationale. En d'autres termes, la légère contraction récente de la part suisse à l'activité financière internationale ne résulte donc pas d'une diminution de la part des banques suisses à ce marché mais semble bien être le résultat d'une baisse *relative* du rôle des résidents non bancaires en Suisse comme source d'approvisionnement du marché international des capitaux.

Graphique 7: Variations de l'activité financière internationale et des avoirs extérieurs suisses totaux¹



¹ Avoirs des banques et des résidents non bancaires.

Sources: tableaux 1, 2 et 3.

IV. Remarques finales

Ces quelques brèves remarques finales visent à rappeler les principaux résultats obtenus et surtout à relativiser les conclusions qui s'en dégagent.

Premièrement, rien dans les chiffres globaux et/ou désagrégés ne permet de parler d'un redimensionnement substantiel de la part suisse à l'activité financière internationale. Compte tenu de la précision très relative des séries statistiques, la faible contraction intervenue en 1982 et 1983 ne saurait être considérée comme significative. De plus, et comme l'a démontré la désagrégation des avoirs à vue et à terme totaux entre avoirs bancaires et non bancaires, il semble bien que les banques suisses aient maintenu leur part du marché interbancaire international et que ce soient les avoirs à l'étranger des résidents non bancaires en Suisse qui sont en relative perte de vitesse.

Deuxièmement, la difficulté d'interpréter la double tendance dégagée au niveau des avoirs des résidents non bancaires en Suisse et à l'étranger illustre bien les limites d'une analyse du type part de marché comme critère de compétitivité. Si les banques suisses ont clairement perdu une part de leurs déposants non bancaires au profit de l'euro-marché, cette perte semble toutefois plus faible que celle essuyée par d'autres systèmes bancaires.

Troisièmement, un examen plus approfondi des variations des avoirs bancaires et non bancaires en euro-francs suisses semble être la direction de recherche la plus intéressante. Une analyse plus fine de la croissance très rapide de ce marché jetterait sans doute une lumière nouvelle

sur la capacité d'adaptation des banques suisses aux brusques variations du niveau d'activité et à la concurrence d'autres places financières.

Quatrièmement, l'introduction de nouvelles statistiques bancaires par la BNS et la BRI permettra peut-être, à partir de fin 1984, de réduire le degré d'incertitude auquel a été confronté cette étude. Dès l'année prochaine, il sera en effet possible de se faire une idée plus précise des relations existant entre les banques suisses et leurs filiales à l'étranger.

Bibliographie

- Association suisse des Banquiers (1982), *Rapport annuel 1981/82*, Bâle.
- Banque nationale suisse (1975-1981), *Les Banques suisses en...*, Zurich.
- Banque des Règlements Internationaux (1975-1983), *Rapport annuel*, Bâle.
- (1975-1983), *Statistics of Euro-Currency and other International Banking*, Bâle.
- (1984), *International Banking Statistics, 1973-1983*, Bâle.
- Coucheplin, Interpellation (1982), du 16 juin, Conseil National, 82.417.
- Hefli, D. (1983), *Aspekte des Interbankgeschäfts*, mimeo, Banque nationale suisse.
- Holland Report (1983), *Report of the Study Group on the International Interbank Market*, BIS, Bâle.
- Johnston, R. B. (1983), *The Economics of the Euromarket. History, Theory and Policy*, London, Macmillan.
- Mast, H. J. (1983), *Die internationale Tätigkeit der Schweizer Banken*, Discours prononcé le 12 octobre 1983, Crédit Suisse, Zurich.
- Peter, H.-B., Ruh, H., et Höhn, R. (1981), *Les Banques suisses face à l'éthique sociale*, 2 volumes, Lausanne et Berne.
- Rich, G. (1983), «The Impact of the Eurocurrency Market on Monetary Policy: The Swiss Case», *Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Neue Folge 138, *Geld und Währungsordnung*, p. 189-218.
- Studer, R. (1982), «Erfahrungen der Banken mit staatlicher Regulierung», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 118, p. 253-265.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

In der Berichtsperiode waren auf dem Gebiet der Geld- und Währungspolitik keine neuen Massnahmen zu verzeichnen.

Dans le domaine monétaire, aucun fait nouveau n'a été enregistré au cours de la période examinée.