

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März/mars 1986**

4. Jahrgang/4^{eme} année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	5
Sommaire/Sommario	6
Abstracts	8
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	31
<hr/>	
Hans Meyer: Währungspolitik im Kleinstaat	53
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	60
Chronique monétaire	60

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–30)

Im vierten Quartal 1985 setzte sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten und in Europa ungefähr im bisherigen Rhythmus fort. Als Folge des anhaltend günstigen Konjunkturverlaufs nahm die Beschäftigung fast überall zu; die Zahl der Arbeitslosen sank jedoch lediglich in den Vereinigten Staaten in nennenswertem Ausmass. Für das laufende Jahr werden die Konjunkturaussichten insgesamt optimistisch beurteilt. Mit den jüngsten Erdölpreissenkungen könnte das bisher auf rund 3% geschätzte reale Wirtschaftswachstum im OECD-Raum noch übertroffen werden.

In der Schweiz schwächte sich der Zuwachs der Exporte im vierten Quartal ab, während der private Konsum beschleunigt zunahm. Die Beschäftigung wurde namentlich im Industriesektor kräftig ausgeweitet. Günstig entwickelte sich auch die Teuerung: Nachdem der Anstieg des Konsumentenpreisindex im vierten Quartal noch 3,1% betragen hatte, sank er im Januar und Februar dank massiver Preisabschläge bei importierten Energieträgern auf 2,2% bzw. 1,3%.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal 1985 im Durchschnitt um 1,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Für das ganze Jahr ergab sich eine durchschnittliche Wachstumsrate von 2,2%; das Geldmengenziel von 3% wurde damit unterschritten. Auf dem Geld- und Kapitalmarkt hielt der Zinsrückgang an, und am Devisenmarkt wertete sich der Schweizer Franken ähnlich wie der Yen und die meisten europäischen Währungen gegenüber dem Dollar auf.

Währungspolitik im Kleinstaat (S. 53–59)

Nach dem Übergang zum Floating zeigte sich, dass die Notenbank eines stark auslandorientierten Landes wie der Schweiz selbst bei flexiblen Wechselkursen auf die Wechselkursentwicklung

Rücksicht nehmen muss. Angesichts der starken Kursschwankungen stellen die Vor- und Nachteile flexibler Wechselkurse auch auf internationaler Ebene ein zentrales Thema dar. Die wichtigsten Vorschläge zur Verbesserung des Währungssystems umfassen namentlich die Schaffung von Wechselkurszielzonen und Lösungen nach dem Vorbild des Europäischen Währungssystems. Der Einrichtung von Wechselkurszielzonen steht die grosse Mehrheit der Zehnergruppe – darunter auch die Schweiz – kritisch gegenüber. Bedenken bestehen hinsichtlich der Wahl des Wechselkursziels, der Höhe der zulässigen Schwankungsbreite sowie der Frage, welches Land gegebenenfalls Anpassungen vorzunehmen hätte. Was das EWS anbelangt, so lassen sich die damit gewonnenen Erfahrungen nicht ohne weiteres auf einen grösseren Wechselkursverbund übertragen. Einigkeit herrscht mittlerweile darüber, dass der einzige Weg zu dauerhaft stabileren Wechselkursen über eine auf stabile wirtschaftliche Verhältnisse ausgerichtete Wirtschaftspolitik in allen massgebenden Ländern führt. Solange diese Voraussetzung nicht gegeben ist, verlangen die Ungleichgewichte nach Anpassungen der Wechselkurse. Flexiblen Wechselkursen ist vor diesem Hintergrund nach wie vor der Vorzug zu geben.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 31–52)

Au quatrième trimestre de 1985, la croissance économique s'est maintenue aux Etats-Unis et en Europe à des rythmes proches de ceux observés précédemment. L'évolution de la conjoncture étant restée favorable, l'emploi a progressé dans presque tous les pays; le nombre des chômeurs n'a toutefois diminué notablement qu'aux Etats-Unis. Pour l'année en cours, les perspectives conjoncturelles sont considérées dans l'ensemble avec optimisme. Grâce à la récente chute des prix pétroliers, la croissance économique dans la zone de l'OCDE pourrait atteindre, en termes réels, un rythme supérieur au taux de 3% prévu jusque-là.

En Suisse, la croissance des exportations a faibli au quatrième trimestre, alors que la consommation privée augmentait à un rythme accru. L'emploi a progressé, dans l'industrie notamment. L'évolution du renchérissement a été elle aussi favorable. La hausse en un an de l'indice des prix à la consommation a passé de 3,1% au quatrième trimestre à 2,2% en janvier et à 1,3% en février. Ce recul s'explique par la forte baisse des prix des produits énergétiques importés.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale ajustée dépassait en moyenne de 1,5% son niveau de la période correspondante de 1984. Sa croissance moyenne, pour l'ensemble de l'année, s'est chiffrée à 2,2%; elle a donc été inférieure à l'objectif de 3%. Le mouvement de baisse des taux d'intérêt a continué sur les marchés monétaire et financier; quant au franc, il s'est revalorisé, comme le yen et la plupart des autres monnaies européennes, face au dollar.

La politique des changes d'un petit pays (p. 53–59)

Les faits ont montré que la banque centrale d'un pays qui, comme la Suisse, a une économie très ouverte sur l'extérieur doit tenir compte de l'évolu-

tion des cours de change, même après le passage aux changes flottants. Sur le plan international aussi, les avantages et les inconvénients des cours de change flottants constituent un thème de discussion, étant donné les fortes fluctuations des cours. Les principales propositions qui ont été formulées en vue d'améliorer le système monétaire international portent notamment sur l'établissement de zones cibles pour les cours de change et sur des solutions qui s'inspirent du Système monétaire européen. Au sein du Groupe des Dix, une forte majorité – la Suisse figure parmi ces pays – se montre critique à l'égard de la mise sur pied de zones cibles pour les cours de change. Des réserves sont formulées à propos du choix des zones cibles, de la dimension de la marge de fluctuation autorisée et des critères servant à déterminer quels pays devraient, au besoin, effectuer des ajustements. Pour ce qui a trait au SME, les expériences faites jusqu'à présent ne peuvent être étendues telles quelles à un système plus vaste. En revanche, l'unanimité règne sur le fait que le seul chemin pour parvenir à des cours de change durablement stables passe par l'adoption, dans tous les principaux pays, d'une politique économique axée sur la stabilité du cadre économique. Tant que cette condition ne sera pas remplie, les déséquilibres nécessiteront des adaptations des cours de change. C'est pourquoi la préférence doit encore être donnée aux changes flottants.

Sommario

Situazione economica e monetaria (page 9–52)

Nel quarto trimestre del 1985 la crescita economica negli Stati Uniti ed in Europa si è mantenuta su dei ritmi pressochè uguali a quelli osservati in precedenza. Poichè la congiuntura è rimasta favorevole, l'impiego è aumentato in quasi tutti i paesi; il numero dei disoccupati è comunque diminuito sensibilmente solamente negli Stati Uniti. Per l'anno in corso, le prospettive congiunturali sono in generale ottimistiche. Grazie alla recente caduta del prezzo del petrolio, la crescita economica nella zona dell'OCSE potrebbe superare, in termini reali, il tasso del 3% finora previsto.

In Svizzera, durante il quarto trimestre, la crescita delle esportazioni è diminuita, mentre il consumo privato si è accresciuto ad un tasso superiore. L'impiego è aumentato, specialmente nell'industria. Anche l'evoluzione del rincaro è risultata favorevole. L'aumento annuale dell'indice dei prezzi al consumo è passato del 3,1% nel quarto trimestre al 2,2% in gennaio e all'1,3% in febbraio. Questa diminuzione trova una spiegazione nella forte riduzione dei prezzi dei prodotti energetici importati.

Nel quarto trimestre l'ammontare della base monetaria epurata superava in media dell'1,5% il livello registrato nel corrispondente periodo del 1984. La sua crescita media annuale si è situata al 2,2%, inferiore quindi all'obiettivo fissato del 3%. Il movimento al ribasso dei tassi di interesse è continuato sui mercati monetari e finanziari; il franco svizzero, così come lo yen e la maggior parte delle altre monete europee, si è rivalutato nei confronti del dollaro.

La politica dei cambi di un piccolo paese (pag. 53–59)

I fatti hanno dimostrato che, anche dopo il passaggio ad un regime di cambi flessibili, la banca centrale di un paese, come la Svizzera, che possiede un'economia molto aperta verso l'este-

ro deve tener conto dell'evoluzione del corso dei cambi. Date le forti fluttuazioni dei corsi registratesi, i vantaggi e gli inconvenienti del regime di cambi flessibili costituiscono un tema di discussione anche sul piano internazionale. Le principali proposte che sono state formulate al fine di migliorare il sistema monetario internazionale portano principalmente sulla definizione di zone obiettivo per i corsi dei cambi e su delle soluzioni che si ispirano al sistema monetario europeo. In seno al gruppo dei Dieci una forte maggioranza di paesi, tra cui anche la Svizzera, mantiene una posizione critica nei confronti dell'implementazione di zone obiettivo per i corsi di cambio. Le riserve avanzate riguardano in particolare la scelta delle zone obiettivo, l'ampiezza dei margini di fluttuazione autorizzata e i criteri determinanti quali paesi devono, in caso di bisogno, effettuare i necessari aggiustamenti. Per quel che concerne lo SME, le esperienze finora osservate non possono essere estese come tali ad un sistema più ampio. Per contro, esiste un consenso unanime nel riconoscere che l'unica via che porta al traguardo di corsi di cambio durevolmente stabili deve passare attraverso l'adozione, in tutti i principali paesi, di una politica economica centrata sulla medesima strategia. Fintanto che questa condizione non sarà realizzata l'eliminazione degli squilibri necessiterà di aggiustamenti dei corsi di cambio. È per questo motivo che la preferenza deve ancora essere data al regime dei cambi flessibili.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 9–52)

In the fourth quarter of 1985 the pace of economic growth in the United States and Europe was more or less maintained. In the wake of abidingly favourable economic trends employment levels rose almost everywhere; yet only in the US did jobless figures fall to any appreciable extent. Economic prospects for the current year are judged optimistically overall. In view of the recent oil price cuts real economic growth in the OECD countries, hitherto estimated at some 3%, may well be exceeded.

In Switzerland the expansion of exports slowed down in the fourth quarter while private consumption increased rapidly. Employment levels moved up notably in the industrial sector. The inflation rate also showed an improvement: the increase in the consumer price index, which had still been as much as 3.1% in the fourth quarter, declined to 2.2% and 1.3% respectively in January and February as prices for imported energy sources plummeted.

The adjusted monetary base exceeded the year-earlier level by an average of 1.5% in the period under review. The average growth rate for the year as a whole stood at 2.2%, with money supply thus falling short of the target figure of 3%. On the money and capital markets interest rates continued to recede while on the foreign exchange market the Swiss franc appreciated against the dollar, as did the yen and most European currencies.

Monetary policy in a small country (pp. 53–59)

After the changeover to floating it became clear that the central bank of a country like Switzerland, which is strongly oriented to foreign countries, still has to take exchange rate developments into consideration. On an international level, too, the advantages and disadvantages of flexible ex-

change rates are a major issue given the marked exchange rate swings. The chief proposals for improving the monetary system concern notably the creation of exchange rate target zones and solutions along the lines of the European Monetary System. A large majority of the Group of Ten – including Switzerland – is critical of the idea of exchange rate target zones. Doubts have been expressed with regard to the choice of the exchange rate target, the extent of the admissible band of fluctuation and the question as to which country would have to make adjustments, if any. As for the experience gained with the EMS, this cannot simply be applied to a more extensive exchange rate system. In the meantime there is general agreement that greater exchange rate stability will only be achieved permanently if all major countries pursue monetary policies aimed at bringing about stable economic conditions. As long as this precondition has not been fulfilled the imbalances will call for exchange rate adjustments. Seen in this light, flexible exchange rates are still to be given preference.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage*
für die Sitzung des Bankrats vom 7. März 1986

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

Konjunkturentwicklung

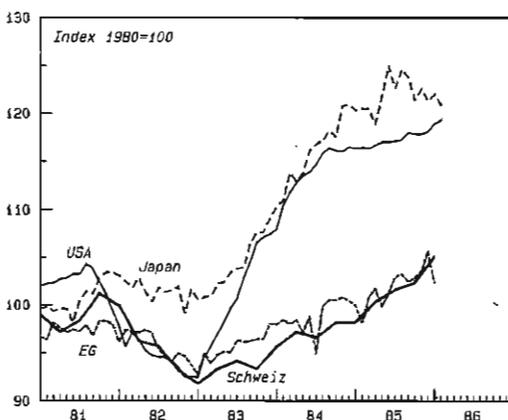
Im vierten Quartal 1985 hat sich das Wirtschaftswachstum in Europa, den Vereinigten Staaten und Japan weiter angeglichen. Ausschlaggebend war die Abschwächung des Konjunkturaufschwungs in Japan, während in Europa und den Vereinigten Staaten das Wachstum seit dem Frühjahr 1985 ungefähr stabil blieb. Die europäischen Industrieländer profitierten von einer beschleunigten Expansion der Binnennachfrage, welche die nachlassenden Impulse aus dem Ausland kompensierte.

Die Beschäftigung stieg zwar in einer Reihe von europäischen Ländern, doch blieb die Arbeitslosigkeit infolge der Zunahme der erwerbsfähigen Bevölkerung nahezu unverändert. Einzig die Vereinigten Staaten vermochten die Zahl der Arbeitslosen weiter zu senken.

Die Teuerung bildete sich sowohl in Europa als auch in Japan zurück. Diese Entwicklung wurde durch die Höherbewertung der Währungen dieser Länder gegenüber dem Dollar und den Rückgang der Erdölpreise unterstützt. Eine leichte Beschleunigung des Preisauftriebs war am Jahresende dagegen in den Vereinigten Staaten zu beobachten.

Der Rückgang der Erdölpreise wurde Mitte Dezember durch eine Änderung der Verkaufspolitik der OPEC stark beschleunigt. Nachdem die OPEC-Mitglieder seit längerer Zeit Marktanteile elngebüsst hatten, verzichteten sie auf die Fest-

Grafik 1: Industrieleproduktion



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

legung neuer Mindestpreise und steigerten die Fördermengen. Ende Januar lag der in Dollar gemessene Erdölpreis um 31% unter dem Vorjahresniveau und auf dem tiefsten Stand seit 1979.

Die Konjunkturaussichten für 1986 sind insgesamt günstig. Im Herbst 1985 erwarteten die meisten Beobachter ein reales Wachstum von rund 3% in den Industrieländern, was ungefähr dem Zuwachs des vergangenen Jahres entsprechen würde. Mit den jüngsten Erdölpreissenkungen bestehen Chancen, dass dieses Wachstum übertroffen wird. Im allgemeinen gehen die Prognosen davon aus, dass der Wachstumsbeitrag der Investitionen zulasten des Konsums und des Aussenhandels etwas zunimmt. Während das reale Bruttosozialprodukt in den Vereinigten Staaten und in Europa etwa im gleichen Rhythmus wie im zweiten Halbjahr 1985 wachsen dürfte, wird namentlich für Japan eine weitere Konjunkturabschwächung erwartet.

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November, Dezember 1985 und Januar 1986 bekannt wurden.

Wirtschaftspolitik

Das Geldmengenwachstum der wichtigsten Industrieländer bestätigte im vierten Quartal die bisherigen Tendenzen. Die Geldaggregate M_1 in den Vereinigten Staaten und Sterling M_3 in Grossbritannien lagen am Jahresende wesentlich über den für 1985 vorgesehenen Zielwerten. Die Währungsbehörden beider Länder wiesen darauf hin, dass strukturelle Veränderungen der Finanzmärkte die Aussagekraft dieser Indikatoren vorübergehend verzerrt hätten. In der Bundesrepublik Deutschland und in Japan wurden die angekündigten Geldmengenziele bzw. -projektionen erreicht.

Die Geldmengenziele für 1986 weichen nur wenig von den Vorjahreswerten ab. Eine Ausnahme bilden die britischen Währungsbehörden, die das Wachstumsziel für die Geldmenge Sterling M_3 bis auf weiteres aufgegeben haben und ihre Politik vermehrt auf Zinssatz und Wechselkurs ausrichten.

In Frankreich setzten Regierung und Währungsbehörden die Liberalisierung der Finanzmärkte fort. Die Anfang des Jahres in Kraft getretenen Änderungen betrafen hauptsächlich die Zulassung neuer Finanzierungsinstrumente und die

Lockerung der Devisenvorschriften. Die neue Situation machte eine Anpassung der Definition der französischen Geldmengenaggregate erforderlich.

Der fiskalpolitische Kurs der wichtigsten Industrieländer hat sich seit Anfang 1985 nur wenig verändert. Sowohl die Rechnungsabschlüsse für 1985 als auch die Budgets für 1986 deuten darauf hin, dass die Gegensätze zwischen der expansiven amerikanischen Fiskalpolitik und den auf einen Budgetausgleich ausgerichteten Bestrebungen der meisten übrigen Industrieländer geringer werden. Die Bundesrepublik Deutschland und Frankreich haben in den letzten Jahren Steuererleichterungen eingeführt oder in Aussicht genommen, die jedoch kaum über eine Korrektur der inflationsbedingten Zunahme der Steuerbelastung (kalte Progression) hinausgehen.

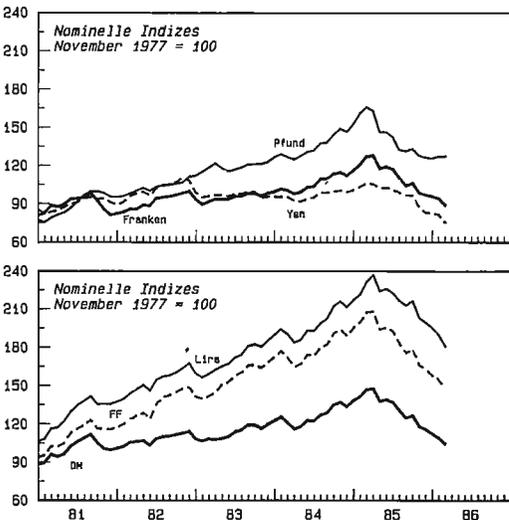
Devisenmarkt

Die Tieferebewertung des Dollars, die sich nach dem Treffen der Fünfergruppe am 22. September beschleunigt hatte, setzte sich im vierten Quartal 1985 und zu Beginn des neuen Jahres fort. Von Anfang November 1985 bis Mitte Februar 1986 schwächte sich die amerikanische Währung gegenüber der D-Mark um rund 10%, gegenüber dem Yen um 14% und gegenüber dem Schweizer Franken um 9% ab. Einzig das britische Pfund notierte an den Devisenmärkten, bedingt durch den starken Rückgang der Erdölpreise, noch schwächer als der Dollar.

Die Mitglieder der Fünfergruppe kündigten bei einem weiteren Treffen am 19. Januar 1986 in London keine neuen währungspolitischen Massnahmen an. Sie machten aber deutlich, dass eine Umkehr des Trends des Dollarkurses nicht zugelassen würde.

Die Spannungen innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) nahmen im Laufe der Berichtsperiode leicht zu. Die D-Mark bewegte sich am oberen Rand des Interventionsbandes. Insbesondere Frankreich und Italien sahen sich zu verschiedenen Stützungsmaßnahmen zugunsten ihrer Währungen gezwungen.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Internationale Verschuldung

Die Baker-Initiative und die Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage der hochverschuldeten Entwicklungs- und Schwellenländer prägten im vierten Quartal die Verschuldungsdiskussion. Obwohl die im Oktober 1985 lancierte Initiative des amerikanischen Finanzministers allgemein positiv aufgenommen wurde, sind die von ihm angesprochenen Schuldnerländer, Gläubigerbanken und internationalen Institutionen – wie der Internationale Währungsfonds, die Weltbank und die regionalen Entwicklungsbanken – noch kaum über das Stadium der Absichtserklärungen hinausgekommen. Die lateinamerikanischen Länder, die von der Baker-Initiative mehr als andere Schuldnerländer profitieren dürften, begrüßten mehrheitlich die amerikanische Bereitschaft, das Schuldenproblem zu lindern, betonten aber gleichzeitig, dass eine weitere Verschärfung der von ihnen eingeleiteten Austeritätspolitik unakzeptabel sei.

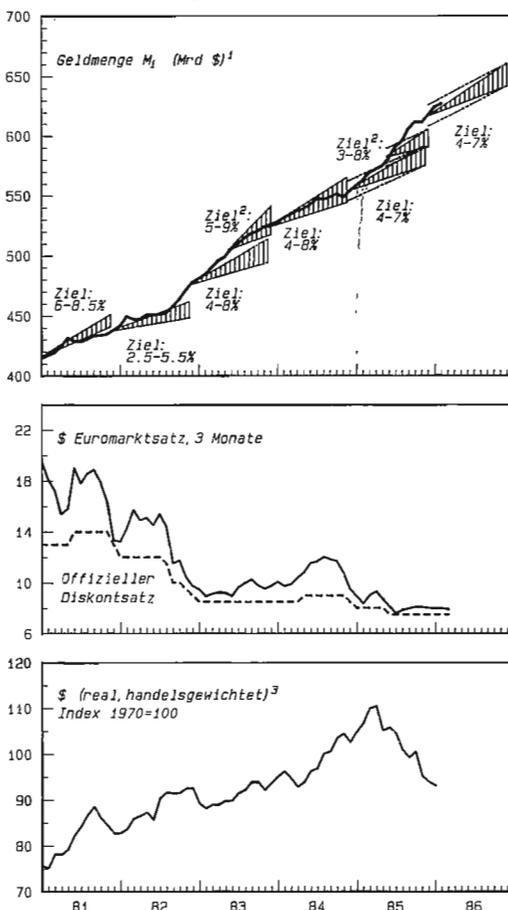
Die Zinsenlast der von der Baker-Initiative angesprochenen 15 Länder stieg im Jahre 1985 auf rund 45 Mrd. Dollar. Gleichzeitig schrumpften die Handelsbilanzüberschüsse in allen großen Schuldnerländern mit Ausnahme Brasiliens. Diese Entwicklung erschwerte die ordentliche Erfüllung des Schuldendienstes. Für gewisse Länder haben sich deshalb bereits beträchtliche Rückstände bei den Zinszahlungen ergeben.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wachstum des *realen Bruttosozialprodukts* betrug im vierten Quartal 1985 auf ein Jahr hochgerechnet 1,2% und lag damit etwas unter dem Durchschnitt für das ganze Jahr (2,3%). Gegen Ende des Quartals vermehrten sich jedoch die Anzeichen einer Beschleunigung des Wachstums. Die Industrieproduktion stieg, nachdem sie sich zwischen Januar und Oktober nur um 1% erhöht hatte, allein in den Monaten November und Dezember um insgesamt 1,5%. Gleichzeitig wies auch der Index der vorlaufenden Indikatoren deutlich nach oben.

Graphik 3: Vereinigte Staaten



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board)

² Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1983 bzw. 2. Quartal bis 4. Quartal 1985

³ Quelle: OECD

Zum Zuwachs des Bruttosozialprodukts gegenüber dem Vorquartal trug ein kräftiger Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen bei, während der private Konsum unverändert blieb. Der Abbau der Lager kam zum Stillstand, und verschiedene Anzeichen (Baubewilligungen, Zahl der neubeginnenen Bauten) deuteten auf eine Belebung der Bautätigkeit hin.

Erstmals seit rund einem Jahr gingen vom Außenhandel wieder Wachstumsimpulse aus.

Nachdem die realen Exporte im ersten Halbjahr gesunken waren und im dritten Quartal stagniert hatten, stiegen sie im vierten Quartal an. Die Importe wuchsen real trotz der Tieferbewertung des Dollars allerdings noch stärker als die Exporte, so dass sich das Handelsbilanzdefizit weiter erhöhte. Für das ganze Jahr betrug es 149 Mrd. Dollar (Vorjahr: 108 Mrd. Dollar).

Die Beschäftigung stieg im vierten Quartal 1985 erneut und führte – im Unterschied zu den meisten anderen Industrieländern – zu einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosenquote fiel bis Ende Jahr auf 6,9% und erreichte damit den tiefsten Stand seit 1980.

Die Inflationsrate verharrte im vierten Quartal auf einem verhältnismässig tiefen Niveau. Gemessen am Konsumentenpreisindex verringerte sie sich auf 3,5% im Durchschnitt des Jahres 1985 (Vorjahr: 4,3%). Gegen Ende 1985 war jedoch wieder eine leichte Beschleunigung der Teuerung zu verzeichnen.

Auf Vorschlag der Senatoren Gramm, Rudman und Hollings verabschiedete der Kongress am 11. Dezember ein Gesetz, das einen schrittweisen Abbau des Budgetdefizits vorsieht. Für das laufende Fiskaljahr wurde eine automatische Ausgabenkürzung in Höhe von 11,7 Mrd. Dollar festgesetzt. Im Fiskaljahr 1986/87 soll das Defizit auf 144 Mrd. Dollar und in den folgenden vier Jahren um jeweils weitere 36 Mrd. Dollar verringert werden, mit dem Ziel, bis 1991 ein ausgeglichenes Budget zu erreichen.

Der Budgetvorschlag, den die Regierung Anfang Februar vorlegte, sieht für das am 1. Oktober 1986 beginnende neue Fiskaljahr ein Defizit von 143,6 Mrd. Dollar vor. Damit werden die durch das Gramm-Rudman-Gesetz gestellten Forderungen erfüllt. Obwohl der Vorschlag keine Steuererhöhungen vorsieht, sollen die Einnahmen bei einem prognostizierten realen Wirtschaftswachstum von 4% um 9,5% steigen. Die Mehrausgaben wurden auf 1,4% veranschlagt.

Die Geldmenge M_1 wuchs im zweiten Halbjahr mit einer Jahresrate von rund 12% und lag damit deutlich über dem Zielbereich von 3 bis 8%. Das Überschreiten des Geldmengenziels wird teil-

weise damit begründet, dass M_1 stärker als erwartet auf den Rückgang der amerikanischen Zinssätze reagierte.

Angesichts des mässigen Wirtschaftswachstums, der Verschuldungsprobleme der Entwicklungsländer und der angeschlagenen internationalen Konkurrenzfähigkeit der amerikanischen Industrie betrachtete *das Federal Reserve Board* eine Verschärfung der Geldpolitik offenbar nicht als opportun. Im Januar bewegte sich die Wachstumsrate von M_1 am oberen Rand des neuen Zielbereichs von 3 bis 8%. Die weitgefassten Geldaggregate M_2 und M_3 nahmen sowohl 1985 als auch im Januar 1986 im vorgesehenen Rahmen zu.

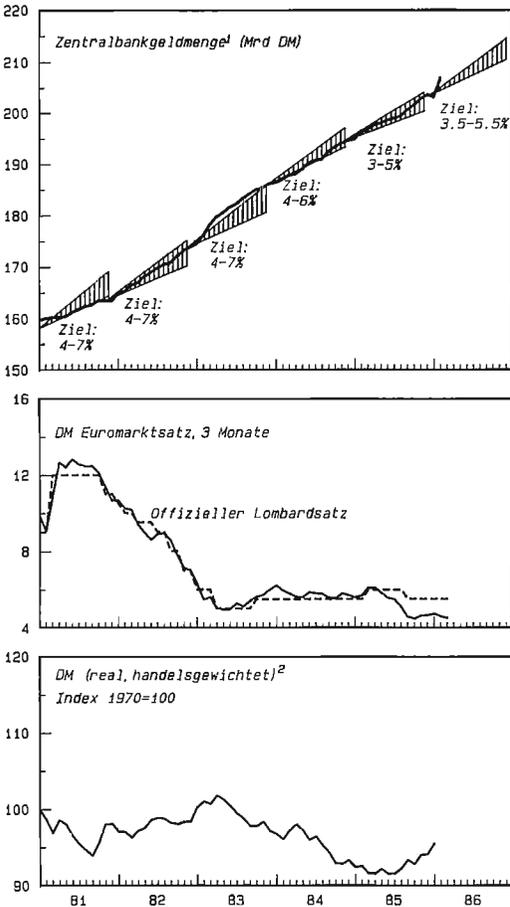
Die Zinssätze erreichten im Juni je nach Fristigkeit ihren tiefsten Stand seit sechs bis acht Jahren. Die kurzfristigen Sätze blieben im dritten und vierten Quartal stabil, während sich die langfristigen im vierten Quartal erneut abschwächten.

Bundesrepublik Deutschland

In der Bundesrepublik Deutschland setzte sich der Konjunkturaufschwung im vierten Quartal fort. Gemäss provisorischen Schätzungen betrug das Wachstum des *realen Bruttonationalprodukts* im Vorjahresvergleich 2,8%. Dank einer hohen in- und ausländischen Nachfrage nach Investitionsgütern nahm die Industrieproduktion stark zu und übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um rund 5%. Parallel dazu stieg die Auslastung der technischen Kapazitäten.

Nach wie vor bilden der Export und die Ausrüstungsinvestitionen eine wichtige Konjunkturstütze, doch zeichnete sich im zweiten Halbjahr eine Belebung des Konsums ab, der seit 1979 stagniert hatte. Die wirtschaftliche Lage der Bauindustrie ist weiterhin unbefriedigend; die Bauinvestitionen lagen im vierten Quartal deutlich unter dem Vorjahresstand.

Die Handelsbilanz schloss 1985 mit einem Rekordüberschuss von rund 75 Mrd. D-Mark (Vorjahr: 54,0 Mrd.) ab, da sich das Wachstum der Importe nominell etwas stärker abschwächte als

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

jenen der Exporte. Der Aktivsaldo der Bilanz der laufenden Transaktionen (Leistungsbilanz) verdoppelte sich gegenüber dem Vorjahr auf rund 39 Mrd. D-Mark.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahreststeuerung bildete sich bis Ende 1985 auf 1,8% zurück. Im Jahresdurchschnitt betrug die Inflationsrate 2,2% und erreichte damit den tiefsten Stand seit 1969.

Die Arbeitslosigkeit verharrt nach wie vor auf hohem Niveau. Trotz des markanten Anstiegs

der Industrieproduktion erhöhte sich die Beschäftigung im Jahre 1985 durchschnittlich nur um 0,8%. Die Arbeitslosenquote, die im ersten Quartal noch leicht zugenommen hatte, pendelte sich in den letzten Monaten des Jahres bei 9,2% ein.

Die staatliche Ausgabenpolitik ist weiterhin auf die Konsolidierung des Staatshaushaltes ausgerichtet. Nach vorläufigen Berechnungen schloss der Bundeshaushalt im Jahre 1985 besser als budgetiert ab. Die Ausgaben nahmen weniger stark zu als vorgesehen, so dass ein Defizit von knapp 23 Mrd. D-Mark resultierte. Das Gesamtdefizit von Bund, Ländern und Gemeinden wird auf rund 40 Mrd. D-Mark geschätzt, womit der Anteil am Bruttosozialprodukt weiter von 2,6% auf 2,2% geschrumpft sein dürfte.

Das Wachstum der von der *Deutschen Bundesbank* gesteuerten Zentralbankgeldmenge beschleunigte sich im vierten Quartal leicht. Im Jahresdurchschnitt betrug der Zuwachs 4,5%. Dieses Ergebnis liegt im oberen Bereich des von der Deutschen Bundesbank angestrebten Korridors von 3 bis 5%. In Erwartung eines etwas stärkeren Wachstums der deutschen Wirtschaft wurde das Geldmengenziel für 1986 um einen halben Prozentpunkt auf 3,5 bis 5,5% angehoben.

Die Geldmarktsätze lagen im vierten Quartal mit durchschnittlich 4,8% leicht über dem im September erreichten Tiefstand. Am Kapitalmarkt blieben die Renditen nahezu unverändert.

Grossbritannien

Nach Abbruch des bis Frühjahr 1985 dauernden Bergarbeiterstreiks erholte sich die britische Wirtschaft deutlich. Das *reale Bruttoinlandsprodukt* lag 1985 um rund 3% über dem Vorjahresniveau (1984: +2,4%). Die weitere Belebung der Wirtschaftstätigkeit verlief jedoch zögernd. Nach einer vorübergehenden Abschwächung im dritten Quartal scheint sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal wieder etwas beschleunigt zu haben. In diese Richtung deutet die Entwicklung der vorlaufenden Konjunkturindikatoren, der Detailhandelsumsätze sowie der indu-

striellen Produktion, die in der zweiten Jahreshälfte kräftig stieg und im vierten Quartal um rund 6% über ihrem Vorjahresstand lag.

Der Aussenhandel verzeichnete im vierten Quartal zwar einen Aufschwung, doch konnten damit nur Einbussen der Vorquartale ausgeglichen werden. Im Vorjahresvergleich lagen die Importe real um 1,5% unter dem Vorjahresstand, während die Exporte stagnierten. Das Handelsbilanzdefizit bildete sich im Laufe des Jahres deutlich zurück. Da sich gleichzeitig auch die Dienstleistungsbilanz leicht verbesserte, schloss die Bilanz der laufenden Transaktionen (current account) im Jahre 1985 mit einem Überschuss von 3,6 Mrd. Pfund ab, was ungefähr dem dreifachen Betrag des Vorjahres entspricht.

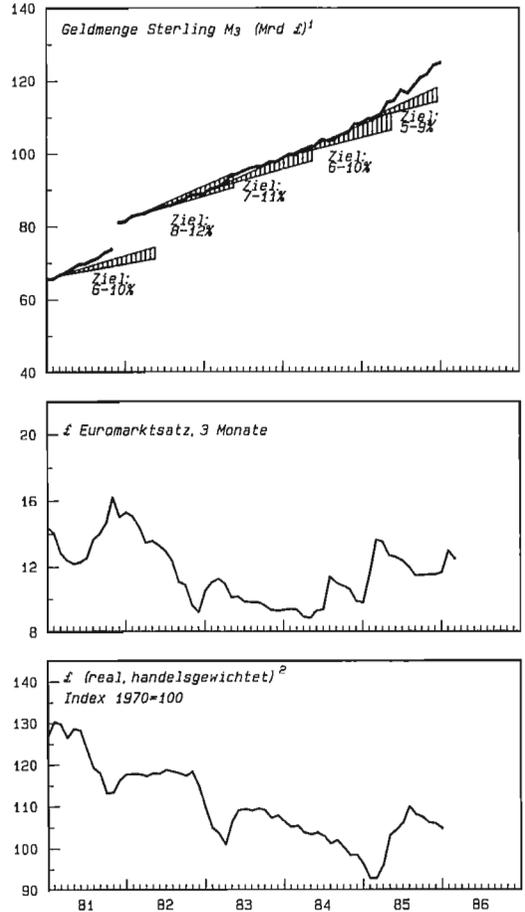
Die hohe Arbeitslosigkeit stellt für die britische Wirtschaftspolitik nach wie vor ein wichtiges Problem dar. Obwohl die Zahl der Arbeitsplätze seit dem Frühjahr 1983 laufend zunimmt, kletterte die Arbeitslosenquote im Laufe des Jahres 1985 von 12,7% auf 13,2%. Diese Entwicklung widerspiegelt das starke Wachstum der aktiven Bevölkerung, die im ersten Halbjahr 1985 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 1,5% zugenommen hatte, während sich die Beschäftigung im gleichen Zeitabschnitt nur um 1,1% erhöhte.

Die Teuerung bildete sich nach einer vorübergehenden Beschleunigung im zweiten Halbjahr wieder zurück. Im vierten Quartal lagen die Konsumentenpreise immer noch um 5,5% über dem Vorjahresstand.

Im Oktober gaben die *britischen Währungsbehörden* ihr Ziel für die Geldmenge Sterling M_3 auf. Ein Beharren auf diesem Ziel hätte eine Verschärfung des geldpolitischen Kurses bewirkt, der im Lichte der Entwicklung anderer Geldmengenaggregate nicht gerechtfertigt erschien. Die Interpretation der Geldaggregate wird in Grossbritannien seit geraumer Zeit durch strukturelle Veränderungen der Finanzmärkte stark erschwert.

Die britischen Währungsbehörden haben seither kein neues Ziel veröffentlicht und scheinen sich zur Zeit hauptsächlich am Wechselkurs und an

Grafik 5: Grossbritannien



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

² Quelle: OECD

den Zinssätzen zu orientieren. So erhöhte die Bank von England per 7. Januar den Basiszinssatz um 1 Prozentpunkt, um die durch den Zerfall der Erdölpreise ausgelöste Tieferebewertung des Pfundes zu bremsen. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge Sterling M_3 betrug im vierten Quartal 1985 15% und nahm im Januar leicht ab.

Frankreich

In Frankreich lag das Wachstum des *realen Bruttoinlandprodukts* im Jahre 1985 mit rund 1% etwas tiefer als im Vorjahr (1,9%). In der zweiten Jahreshälfte bahnte sich allerdings ein leichter Aufschwung an: Die Industrieproduktion, die vor allem im dritten Quartal angezogen hatte, übertraf das Vorjahresniveau im November um 3,8%, und die vorlaufenden Indikatoren deuteten nach einer mehrmonatigen Stagnationsphase wieder auf eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums hin.

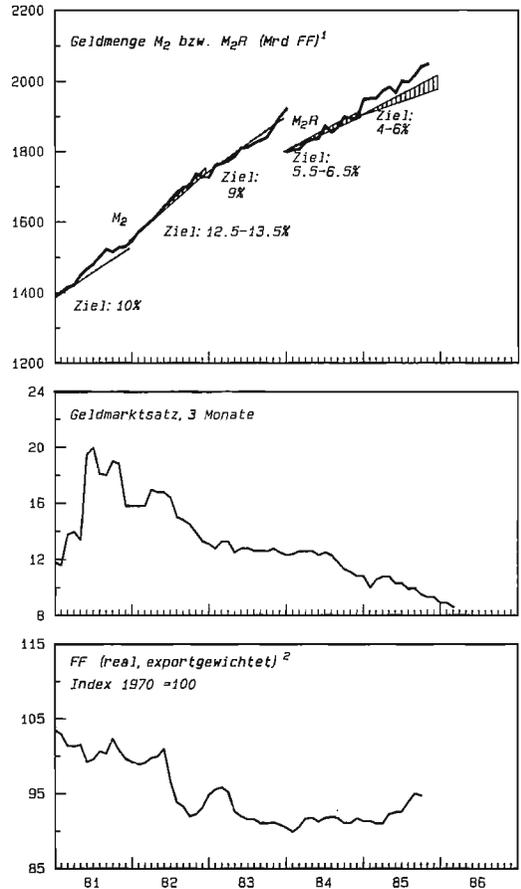
Der private Konsum, der 1984 nur ganz schwach gestiegen war, hat sich bereits ab Jahresbeginn wieder etwas erholt (Jahreszuwachs im 3. Quartal 1985: real 1,7%). Bei den Investitionen, die im dritten Quartal real um 3,8% über dem Vorjahresstand lagen, setzte die Belebung erst Mitte des Jahres ein, war dafür aber kräftiger. Da die Investitionsgüter zu einem grossen Teil importiert werden, bildete eine Verschlechterung der Handelsbilanz im zweiten Halbjahr die Kehrseite dieser Entwicklung. Die Anstrengungen zur Gesundung des Aussenhandels wurden damit teilweise zunichte gemacht, und die Handelsbilanz schloss gleich wie im Vorjahr mit einem Defizit von rund 24 Mrd. Franc ab. Die ersten Schätzungen der Ertragsbilanz zeigen einen Überschuss von 2,8 Mrd. Franc (1984: -6,6 Mrd. Franc).

Die Beschäftigung nahm im Laufe des Jahres 1985 trotz der höheren Produktion weiter ab. Zwar sank die Arbeitslosenquote im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal von 10,6% auf 10,2%, doch war dies zur Hauptsache durch das Regierungsprogramm der «Travaux d'utilité collective» (TUC) bedingt. Mit diesem Programm werden Stellen für junge Arbeitnehmer im öffentlichen Sektor finanziell unterstützt.

Die Jahreststeuerung bildete sich von 6,8% im vierten Quartal 1984 auf 4,8% im vierten Quartal 1985 zurück. Dieser Erfolg dürfte auf die geradlinige Politik der Banque de France, aber auch auf den verhältnismässig schwachen Anstieg der Löhne, der im Jahresdurchschnitt nur gut 6% betrug, zurückzuführen sein.

Das Defizit der öffentlichen Hand, das auf 140,2

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; $M_{2R} = M_2$ minus ausländische Bank-einlagen; Ziele: Dezember gegenüber Dezember des Vorjahres; ab 1983: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

Mrd. Franc veranschlagt war, dürfte im Jahre 1985 rund 150 Mrd. Franc betragen haben, was 3% des Bruttoinlandprodukts entspricht. Vor allem die Ausgaben stiegen stärker als budgetiert. Der Finanzplan 1986 sieht eine Stabilisierung der realen Ausgaben und ein Defizit von wiederum rund 3% des Bruttoinlandprodukts vor.

Im vierten Quartal 1985 unternahmen die französischen Behörden weitere Schritte zur Liberali-

sierung der Devisen- und Finanzmärkte. Die Devisenvorschriften wurden in dem Sinne gelockert, dass gewisse Limiten für Direktinvestitionen und Kapitaltransfers beträchtlich angehoben wurden; zudem unterstehen die Unternehmen nicht mehr der Verpflichtung, mindestens 50% ihrer ausländischen Direktinvestitionen mit Devisen zu finanzieren. Die Öffnung der Finanzmärkte setzte sich mit der Zulassung einer Reihe von neuen Instrumenten fort. Dazu gehören kurzfristige Schuldtitel von Unternehmen und handelbare Schatzscheine des Trésors, welche auch durch Nicht-Banken erworben werden können.

Parallel zum Modernisierungsprozess der Finanzmärkte überprüfte die Banque de France ihr Dispositiv zur Steuerung der Geldmenge. Die Kontrolle der Geldmenge, die bisher über progressiv ausgestaltete Mindestreservesätze erfolgte, soll schrittweise durch eine Steuerung über die Zinssätze bei proportionalen Mindestreservesätzen abgelöst werden.

Gleichzeitig wurde die Definition der Geldmengenaggregate der neuen Situation angepasst. Banken und andere Finanzinstitute werden inskünftig gleich behandelt. Ab Januar 1986 umfasst M_1 das Münzgeld, die Banknoten und die Sichteinlagen aller Finanzinstitute. Das Aggregat M_2 (disponibilité monétaire) besteht aus M_1 und den verschiedenen Formen von Spareinlagen. Die Geldmenge M_3 (masse monétaire) schliesst zusätzlich die Termineinlagen, die handelbaren Schuldverschreibungen der Finanzinstitute und alle nichthandelbaren Schuldverschreibungen ein. Das neue Aggregat L (ensemble des liquidités) schliesslich enthält neben M_3 die handelbaren Schuldverschreibungen des Trésors und der Unternehmen sowie die Sparverträge (z.B. Bausparen).

Die Banque de France ist bestrebt, die Inflation weiter abzubauen. Für die Geldmenge M_3 , die zentrale Zielgrösse, wird im Jahre 1986 ein Wachstum von 3 bis 5% anvisiert (Mittelwert des vierten Quartals 1986 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand). Dieses Ziel beruht auf einem prognostizierten Zuwachs des nominellen Bruttosozialprodukts von 5,8% und berücksichtigt die erwarteten Substitutionseffekte zwischen den verschiedenen Finanzaktiven.

Italien

Das Wachstum der italienischen Volkswirtschaft setzte sich im Jahre 1985 verlangsamt fort. Der Zuwachs des *realen Bruttoinlandsprodukts* fiel im dritten Quartal auf 1,3%, so dass die prognostizierte Zunahme für das ganze Jahr von 2,4% auf 2,2% reduziert wurde (1984: 2,7%). Die Industrieproduktion stieg zwar im vierten Quartal wieder etwas an, lag aber nicht höher als in den ersten sechs Monaten des Jahres.

Der Konsum dürfte im Jahre 1985 mit real 2,3% (Vorjahr: 0,5%) etwa im gleichen Rhythmus wie das Bruttoinlandsprodukt zugenommen haben. Die Investitionen stiegen um rund 4,5%, wobei in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Verlangsamung zu beobachten war, die hauptsächlich auf das verminderte Wachstum bei den Ausrüstungsinvestitionen zurückzuführen ist. Die Bauinvestitionen, die seit 1982 zurückgegangen waren, nahmen im Jahre 1985 erneut ab.

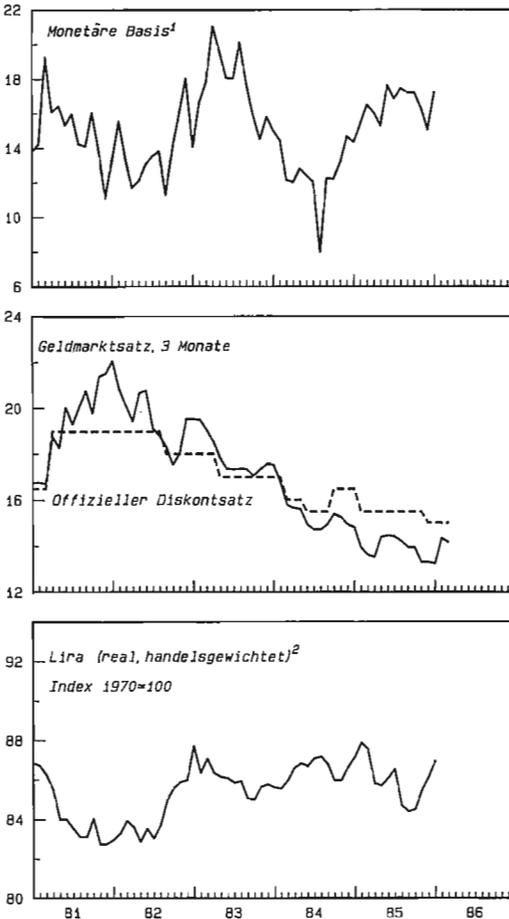
Die Importe stiegen mit real 8% wie bereits im Vorjahr stärker als die Exporte (6%). Das Handelsbilanzdefizit, das im Jahre 1984 19300 Mrd. Lire betragen hatte, nahm auf 23000 Mrd. Lire zu.

Die Beschäftigung erhöhte sich im Jahre 1985 dank der im Dienstleistungsbereich geschaffenen Arbeitsplätze leicht. Eine erneute Zunahme der Arbeitslosigkeit konnte damit jedoch nicht verhindert werden. Die Arbeitslosenquote betrug im vierten Quartal 1985 11,1% gegenüber 10,3% in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die Jahresteuierung bildete sich von 10,6% im Jahre 1984 auf 8,6% im Jahre 1985 zurück. Dabei wurde der Wert von 8,6% bereits im ersten Quartal erreicht, so dass seither keine weiteren Erfolge erzielt wurden. Die Inflation liegt zwar erstmals seit 15 Jahren wieder unter 10%, doch übersteigt sie das von der italienischen Regierung veröffentlichte Ziel von 7%.

Die italienische Kammer verabschiedete im Februar das Finanz-Rahmengesetz 1986 (Legge finanziaria). Nachdem der Senat den im September des vergangenen Jahres vorgelegten Entwurf der Regierung bereits etwas entschärft hat-

Grafik 7: Italien



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode
(Quelle: Banca d'Italia)

² Quelle: OECD

te, stimmte die Kammer weiteren Mehrausgaben zu. Der Fehlbetrag dürfte damit nicht, wie von der Regierung ursprünglich geplant, 110000 Mrd. Lire oder 14,6% des Bruttoinlandprodukts, sondern 116000 Mrd. Lire betragen (1985: rund 109000 Mrd. Lire).

Die italienische Geldpolitik blieb weitgehend expansiv. In den Monaten November und Dezember betrug das Jahreswachstum der monetären Basis 15,1% bzw. 17,3%. Anfang 1986 verstärkten sich die Erwartungen auf eine Abwertung der

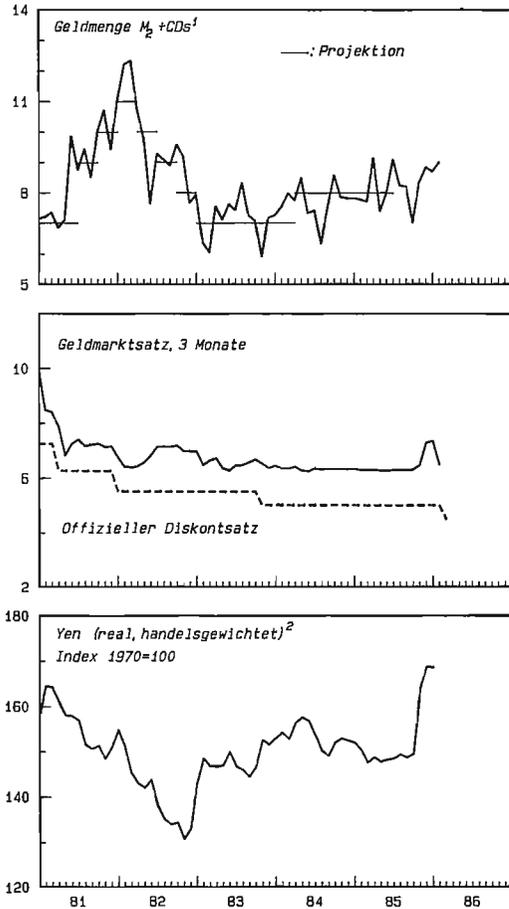
Lira im EWS. Diese Entwicklung bewirkte einen starken Abfluss von Währungsreserven sowie wachsende Schwierigkeiten des Schatzamtes, seinen Kapitalbedarf zu den geltenden Zinssätzen zu finanzieren. Daher erließen die Währungsbehörden am 16. Januar 1986 ein bis Mitte des Jahres befristetes Massnahmenpaket zum Schutze der Lira. Dieses sieht die Wiedereinführung von Limiten für das Wachstum der inländischen Kredite vor. Ausserdem wird erneut verlangt, dass Exportkredite zu 75% in Devisen finanziert werden müssen. Gleichzeitig wurden die Zinsen auf kurzfristigen Staatstiteln angehoben. Ende Januar 1986 betrug die Verzinsung der Schatzanweisungen mit Laufzeiten von drei und sechs Monaten 14,3% bzw. 13,8%, während sie im Oktober 1985 nur knapp 13% betragen hatte.

Japan

Im Jahre 1985 stieg das *reale Bruttosozialprodukt* gegenüber dem Vorjahr um durchschnittlich 4,3% (1984: 5%). Das Wachstum schwächte sich im Laufe des Jahres kontinuierlich ab und betrug im vierten Quartal nur noch 3,4%. Parallel dazu bildete sich auch das Jahreswachstum der Industrieproduktion zurück und war im November mit 0,5% nur noch schwach positiv. Diese Entwicklung erklärt sich aus der Abschwächung des Wirtschaftswachstums in verschiedenen für Japan wichtigen Absatzländern. Die Höherbewertung des Yen dürfte sich im vergangenen Jahr hingegen noch kaum stark ausgewirkt haben.

Im vierten Quartal 1985 wurde für die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen (+1,5%) der tiefste Jahreszuwachs seit dem dritten Quartal 1983 verzeichnet. Gleichzeitig nahmen die Importe von Gütern und Dienstleistungen sogar ab (4. Quartal 1985/84: real -0,7%). Damit erhöhte sich der Handelsbilanzüberschuss im Jahre 1985 auf 56 Mrd. Dollar. Die Bilanz der laufenden Transaktionen wies einen Überschuss in der gleichen Grössenordnung auf (50 Mrd. Dollar), der das Ergebnis des Vorjahres um rund 40% überstieg.

Bei den Komponenten der Inlandnachfrage wur-

Grafik 8: Japan

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

² Quelle: OECD

de eine leichte Verbesserung im Bereich des privaten Konsums (4. Quartal 1985/84: real +2,9%) festgestellt. Hingegen schwächte sich das Wachstum der Ausrüstungs- und Bauinvestitionen leicht ab. Die realen öffentlichen Ausgaben nahmen, bedingt durch den Rückgang der staatlichen Investitionen, im Vorjahresvergleich erneut ab.

Das Wachstum der japanischen Volkswirtschaft war zu gering, um eine Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt zu verhindern. Im

vierten Quartal betrug die Arbeitslosenquote 2,9%, gegenüber 2,5% im Durchschnitt der drei übrigen Quartale des Jahres 1985.

Gemessen am Konsumentenpreisindex ging die Inflation im Jahre 1985 auf durchschnittlich 2% zurück (Vorjahr: 2,3%). Am Jahresende belief sie sich nur noch auf 1,8%.

Angesichts der Konjunkturabflachung verstärkte sich der Druck auf die Regierung, interne Massnahmen zu Belebung der Wirtschaft zu ergreifen. Das Budget für das Fiskaljahr 1986/87, das am 1. April 1986 beginnt, hat indessen eher restriktiven Charakter. Die Erhöhung der Ausgaben beträgt real nur rund 1% bis 1,5%.

Das Wachstum der Geldmenge $M_2 + CD$ beschleunigte sich im Laufe des letzten Quartals 1985 erneut leicht. Im Jahresdurchschnitt lag dieses Aggregat um 8,2% über seinem Vorjahreswert. Dennoch wurde zwischen dem dritten und vierten Quartal 1985 ein Anstieg der kurzfristigen Zinssätze registriert, der die direkte Folge der von der japanischen Zentralbank im Anschluss an das Treffen der Fünfergruppe vom 22. September in New York ergriffenen Massnahmen war. Seither sind die Geldmarktsätze allerdings wieder gesunken, und im Februar 1986 lagen sie sogar unter denjenigen des dritten Quartals.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttonettoprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1985						1986
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	3,2	4,3	3,5	3,7	3,4	3,5	3,2	3,4	3,8	3,9
BRD	3,3	2,4	2,2	2,5	2,3	1,8	1,8	1,8	1,8	1,3
Grossbritannien	4,6	5,0	6,0	7,0	6,3	5,5	5,4	5,5	5,7	5,5
Frankreich	9,6	7,4	5,8	6,5	5,6	4,8	4,9	4,8	4,7	4,2
Italien	15,0	10,8	8,6	8,8	8,5	8,5	8,5	8,6	8,6	8,0
Japan	1,9	2,2	2,1	2,0	2,1	1,9	2,3	1,9	1,8	1,4
Schweiz	2,9	2,9	3,4	3,8	3,2	3,1	3,0	3,1	3,2	2,2

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)			1985a)			
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	– 4,6	– 107,4	– 120,0	– 24,7	– 32,5	– 25,5	– 30,3	– 27,7	– 30,5	– 30,0
BRD	4,1	6,3	13,3	0,3	1,2	3,0	1,9	3,2	4,3	4,3
Grossbritannien	3,8	1,5	4,4	– 0,2	– 0,4	0,6	– 0,5	– 1,8	1,6	1,5
Frankreich b)	– 3,5	0,0	0,4	0,1	0,5	– 0,2	– 0,7	0,7	0,0	0,6
Italien b)	0,5	– 4,2	–	– 1,2	0,8	– 1,6	–	–	–	–
Japan	20,8	35,0	49,3	10,0	8,7	11,6	9,4	12,1	11,7	16,1
Schweiz b)	3,4	3,7	4,5	1,0	0,7	1,0	1,4	1,0	0,7	1,4

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

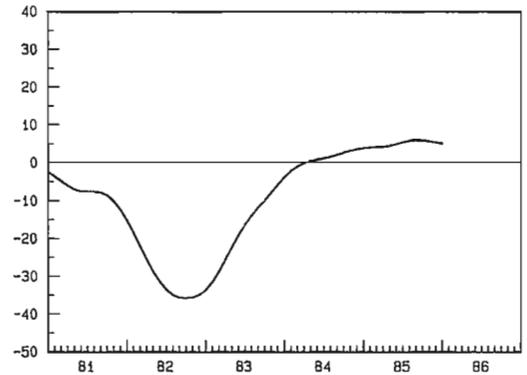
In der Schweiz verlor der Konjunkturaufschwung in der zweiten Jahreshälfte 1985 etwas an Dynamik. Infolge der im Laufe von 1985 gemächlichen Gangart der Weltwirtschaft und der realen Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar gingen vom Export nur noch mässige Wachstumsimpuls aus. Während die schweizerischen Ausfuhren in der ersten Jahreshälfte noch kräftig expandiert hatten, stagnierten sie im dritten und vierten Quartal. Auf saisonbereinigter Basis begannen sie sich bis gegen Ende des Jahres sogar leicht zurückzubilden. Die regionale Gliederung der Exporte deutet auf eine Abschwächung der Ausfuhren nach Übersee hin, während jene nach den europäischen Ländern ungefähr im selben Rhythmus zunahmen wie im ersten Halbjahr 1985.

Als Folge der schwächeren Auslandnachfrage nach schweizerischen Gütern und Dienstleistungen verlangsamte sich das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts. Auf saisonbereinigter Basis und auf ein Jahr hochgerechnet ging der Zuwachs gegenüber dem Vorquartal von 6% im zweiten auf rund 1% im dritten Quartal zurück. Für das Jahr 1985 insgesamt dürfte das reale Bruttoinlandprodukt jedoch immer noch um 3,7% über dem Vorjahresstand liegen.

Die Abschwächung der Auslandnachfrage wurde teilweise durch kräftigere Wachstumsimpulse aus dem Inland kompensiert. Insbesondere zog die Konsumnachfrage in der zweiten Jahreshälfte an. Die Ausrüstungsinvestitionen lagen im dritten Quartal real noch rund 12% über dem entsprechenden Vorjahreswert, doch deuten die verfügbaren Indikatoren wie die Entwicklung der Inlandnachfrage in der Maschinenindustrie und die Importe von Investitionsgütern auf eine leichte Abflachung in der zweiten Jahreshälfte hin. Die Nachfrage nach Bauleistungen blieb nach wie vor schwach.

Auch in der Industrie verlangsamte sich der Geschäftsgang etwas, doch wurde die Produktion saisonbereinigt sowohl im dritten als auch im

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



¹ Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrössen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt.

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

vierten Quartal ausgeweitet. Die Zahl der Beschäftigten stieg parallel dazu weiter an, und die Kapazitäten wurden erneut besser ausgelastet. Hingegen war bei den Importen in den letzten Monaten des Jahres 1985 ein leicht rückläufiger Trend festzustellen; die Einbussen fielen jedoch geringer als bei den Exporten aus.

Die Ausdehnung der bereinigten Notenbankgeldmenge blieb auch im vierten Quartal unter dem 3%-Ziel. Sie lag in den Monaten Oktober bis Dezember im Durchschnitt um 1,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand (3. Quartal: 2,1%). Am Jahresultimo traten mit Girobeständen von 14,1 Mrd. Franken (Vorjahr: 14,2 Mrd.) keine nennenswerten Liquiditätsprobleme auf. Die Zinssätze bildeten sich im November weiter zurück, während sie im Dezember und Januar im Monatsdurchschnitt weitgehend unverändert blieben. Die Grossbanken nahmen als Reaktion auf den deutlichen Rückgang der Eurofrankensätze im November die Vergütungen auf Festgeldern bis Anfang Dezember in zwei Schritten zurück.

Nach einer Befestigung im dritten Quartal stabilisierte sich der nominelle und reale handelsgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens im Verlaufe des vierten Quartals und lag damit

über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Verlauf des Frankens gegenüber den einzelnen Währungen war stark von der Dollarentwicklung abhängig.

Die Jahreststeuerung auf Konsumentenstufe lag im Durchschnitt der letzten drei Monate des Jahres 1985 bei rund 3%. Auf der Grosshandelsstufe liess hingegen die Inflationstendenz weiter nach. Die Preise importierter Güter gingen in der zweiten Jahreshälfte infolge der Abschwächung des Dollars und der tieferen Rohstoffpreise sogar zurück.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

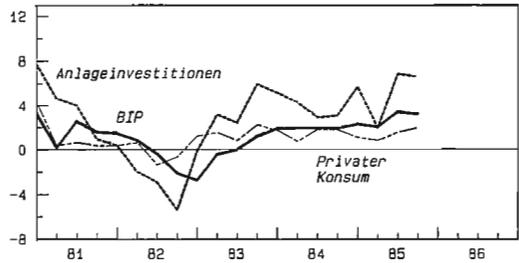
Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Im dritten Quartal 1985 verringerte sich das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts infolge der seit Mitte 1985 leicht schwächeren Exportnachfrage. Das BIP übertraf das entsprechende Vorjahresniveau trotzdem – wie schon im zweiten Quartal – um rund 3%.

Gemäss dem von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) für das vierte Quartal 1985 berechneten Sammelindikator «Geschäftsgang» büsste die Konjunktur auch in der Industrie etwas an Schwung ein. Dies ist darauf zurückzuführen, dass vor allem in einigen konsumnahen Industriebranchen das Exportgeschäft leicht nachgegeben hat. Eine ungebrochene Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs war hingegen in der Investitionsgüterindustrie zu verzeichnen.

In der Industrie insgesamt nahm der saisonbereinigte Produktionsausstoss gegenüber dem Vorquartal zu. Die Kapazitätsauslastung stieg auch im letzten Quartal des Jahres 1985 weiter an und beträgt nun etwas mehr als 86% (4. Quartal 1984: 84%). Gleichzeitig erhöhte sich der Anteil der Überzeit am Total der geleisteten Arbeitsstunden auf 2,2% (4. Quartal 1984: 1,8%). Aufgrund der im Konjunkturtest erfragten Unternehmerpläne (geplanter Einkauf an Rohstoffen und Vorfabrikaten sowie geplante Produktion) ist mit einer weiteren Zunahme der Produktion zu rechnen.

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

Die Auftragseingänge erhöhten sich im dritten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 6%. Dabei stiegen die Aufträge aus dem Inland um 2% und diejenigen aus dem Ausland um 22%. Die Auftragsbestände nahmen im Vergleich zur Vorjahresperiode ebenfalls um 6% zu. Diese Entwicklung hielt gemäss KOF-Umfrage im vierten Quartal an und dürfte sich in den nächsten drei Monaten fortsetzen. Die Auftragsbestände werden von den Unternehmern mehrheitlich als genügend eingeschätzt.

Privater Konsum

Der private Konsum lag im dritten Quartal real um 2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, und die verfügbaren Indikatoren weisen auf eine ähnliche Entwicklung im vierten Quartal 0287hin. Die Detailhandelsumsätze erhöhten sich kräftig und übertrafen den Stand des vierten Quartals 1984 deutlich. Die Importe dauerhafter Konsumgüter nahmen weiter zu. Auch der Absatz von Personenwagen, der im ersten Halbjahr 1985 noch unter dem entsprechenden Vorjahresstand gelegen hatte, erhöhte sich.

Für die kommenden Monate rechnen die Detailhändler nicht zuletzt aufgrund der äusserst guten Konsumentenstimmung mit einer Fortsetzung der positiven Umsatzentwicklung. Der Konsumentenstimmungsindex erreichte nahezu wieder die Höchstwerte des Jahres 1980.

Beim Fremdenverkehr übertraf die Zahl der Lo-

giernächte im vierten Quartal den Wert des Vorjahresquartals nur geringfügig. Die Übernachtungen inländischer Gäste erhöhte sich um 1,1%, während die Übernachtungen ausländischer Touristen praktisch auf dem Stand des Vorjahresquartals verharrten.

Investitionen

Das Wachstum der Anlageinvestitionen verlangsamte sich im dritten Quartal, wobei die Abschwächung sowohl den Bau- als auch den Ausrüstungssektor betraf. Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen saisonbereinigt und auf Jahresbasis hochgerechnet gegenüber der Vorperiode um 8% zu, während sie in der ersten Jahreshälfte 1985 um beinahe 14% gestiegen waren. Der inländische Bestellungseingang der Metall- und Maschinenindustrie bildete sich saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal zurück, und sein Jahreswachstum sank von rund 25% im ersten Halbjahr auf knapp 9%. Demgegenüber beschleunigte sich das Wachstum der Investitionsgüterimporte im vierten Quartal. Schliesst man allerdings die von den stark schwankenden Flugzeugimporten dominierten Nutzfahrzeugeinfuhren aus, so deutet auch dieser Indikator auf eine Verlangsamung des Investitionstempos hin. Insgesamt blieb das Investitionsklima jedoch günstig. Gemäss der Quartalsumfrage der KOF stieg die Kapazitätsauslastung in der Industrie im letzten Vierteljahr weiter, und die künftige Auftragsentwicklung wird optimistisch beurteilt.

Die Bauinvestitionen lagen im dritten Quartal real um 4% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Anders als im ersten Halbjahr gingen die Impulse nicht nur von der Investitionstätigkeit im gewerblichen Sektor, sondern auch vom Wohnungsbau aus. Auf eine Stabilisierung der Wohnbauinvestitionen, die im ersten Halbjahr stark abgenommen hatten, deutet der wieder steigende Auftragseingang hin. Gemessen an den Bauvorhaben nahm die Wohnbaunachfrage im vierten Quartal leicht zu; sie lag aber immer noch deutlich unter dem Vorjahresniveau. Dagegen scheint der gewerbliche Bau nach dem kräftigen Wachstum im ersten Halbjahr 1985 etwas an Dynamik verloren zu haben. Der Auftragseingang stagnierte im dritten Quartal, und der Zuwachs bei den Planvorlagen für industrielle Neu- und Erweiterungsbauten schwächte sich ab.

Aussenhandel und Bilanz der laufenden Transaktionen

Das Aussenhandelsvolumen nahm im vierten Quartal weiter zu, wobei das Jahreswachstum wie schon im Vorquartal zurückging. Die Ein- und Ausfuhren von Investitionsgütern stiegen wie in den vorangegangenen Quartalen überdurchschnittlich an. Gleichzeitig bildeten sich die Jahresteuersätze sowohl bei den Import- als auch bei den Exportgütern zurück und betragen im vierten Quartal weniger als 1%.

Trotz der in der zweiten Jahreshälfte einsetzen-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1982	1983	1984	1985	1984		1985			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real	- 5,8	7,3	3,6	8,7	2,8	2,5	4,1	12,4	10,4	13,8
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 3,6	7,2	- 6,4	- 2,8	- 10,5	8,8	- 24,4	- 19,9	12,2	-
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,7	- 5,7	6,9	2,0	- 2,9	4,9	- 5,6	- 18,1	- 0,1	-
Geplante industrielle Bauten ¹	- 22,5	17,4	- 8,0	- 34,5	- 3,8	- 3,7	6,4	55,9	- 7,7	96,4
Anzahl Projekte Planvorlagen	16,3	11,8	31,5	12,6	30,9	53,2	7,9	24,4	2,2	16,5

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorische Werte

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Tabelle 4: Die laufenden Transaktionen mit dem Ausland¹ (Ertragsbilanz)

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

a) provisorisch

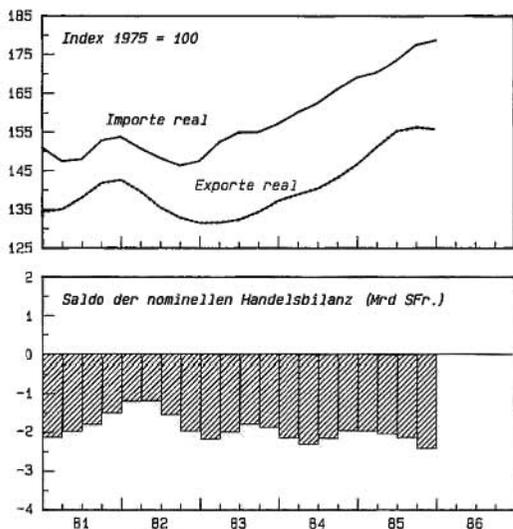
*) vorläufige Schätzung

¹ in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen² Inklusive elektrische Energie³ Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

den Abschwächung der Auslandnachfrage lag die mengenmässige Ausfuhr für 1985 insgesamt mit 9,1% immer noch beträchtlich über dem Vorjahresstand. Überdurchschnittlich stiegen die

mengenmässigen Lieferungen von Investitionsgütern (10,7%), während das Jahreswachstum von Konsumgütern (8,8%) sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten (7,9%) hinter jenem der ge-

Grafik 11: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

samtigen Ausfuhren zurückblieb. Die Preise exportierter Güter nahmen im Jahre 1985 im Gleichschritt mit dem Grosshandelspreisindex zu und übertrafen das Vorjahresniveau um 1,9%. Nach Wirtschaftsräumen gegliedert erhöhte sich die wertmässige Ausfuhr in die Vereinigten Staaten im Jahre 1985 besonders stark. Mit 19,7% ging der Löwenanteil der schweizerischen Exporte nach wie vor in die Bundesrepublik Deutschland. Die Vereinigten Staaten traten mit einem Anteil von 10,3% als zweitwichtigster Abnehmer von schweizerischen Exporten auf, gefolgt von Frankreich, Grossbritannien und Italien. Während der Ausfuhranteil des EG-Raumes stabil blieb, sank jener der Entwicklungsländer (inklusive OPEC) deutlich.

Das Jahreswachstum der mengenmässigen Einfuhr betrug 1985 5,2% und blieb damit weit hinter jenem der mengenmässigen Ausfuhr zurück. Da die Preise importierter Güter um 4,7% stiegen, ergab sich für das Jahr 1985 eine wertmässige Steigerung der Einfuhr von 10,1%. Wie bei den Exporten entfiel der stärkste Zuwachs der mengenmässigen Importe auf Investitionsgüter (8,7%), gefolgt von Rohstoffen und Halbfabrikaten (7,6%) sowie Konsumgütern (2,5%), während die Einfuhr von Energieträgern um 0,2%

zurückging. Nach Wirtschaftsräumen gegliedert nahm lediglich die wertmässige Einfuhr aus der Bundesrepublik Deutschland überdurchschnittlich zu. Diese konnte als wichtigster Handelspartner der Schweiz ihren Anteil an den gesamten Importen von 29,2% 1984 auf 30,6% vergrössern. Während sich der Anteil der westeuropäischen Länder im Jahre 1985 erhöhte, ging jener der Entwicklungsländer (inklusive OPEC) um rund einen Prozentpunkt zurück.

Die Bilanz der laufenden Transaktionen mit dem Ausland ergab im vierten Quartal einen Aktivsaldo von 3,0 Mrd. Franken gegenüber 1,9 Mrd. im Vorquartal. 1985 schloss die laufende Bilanz nach vorläufigen Schätzungen mit einem Überschuss von 11,1 Mrd. Franken ab, womit sich der seit 1981 anhaltende Trend zu höheren Überschüssen fortsetzte. Dieses Ergebnis kam einerseits dank einem kleineren Defizit im Aussenhandel und andererseits infolge der wachsenden Überschüsse bei den Kapitalerträgen zustande. Zum erstenmal seit 1982 wies auch die Bilanz des Waren- und Dienstleistungsverkehrs wieder einen geringen Überschuss aus.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal saisonbereinigt weiter zu, wenn auch mit einem langsameren Rhythmus als in den Vorquartalen. Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode stieg sie um 1,0%, was einer Zunahme von 24600 Arbeitsplätzen entspricht. Die Personalbestände wurden in der Industrie erneut stärker erhöht als im Dienstleistungssektor; das Bauhauptgewerbe beschäftigte geringfügig mehr Leute als vor Jahresfrist. Innerhalb des Industriesektors wies der Beschäftigungsverlauf ein ähnliches Muster auf wie in den Vorquartalen: Am stärksten expandierte die Zahl der Arbeitsplätze in der Maschinenindustrie, gefolgt von der lederverarbeitenden Industrie und der Chemie. Ein typisches Merkmal der gegenwärtigen Beschäftigungslage ist der in vielen Branchen herrschende Mangel an qualifizierten Arbeitskräften.

Im Zuge der Beschäftigungsausweitung nahm die Zahl der Arbeitslosen im vierten Quartal saisonbereinigt ab. Der Anteil der Ganzarbeitslosen

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1982	1983	1984	1985	1985						1986
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Index der Beschäftigten ¹	-1,1 ²	-1,3	-0,4	-	0,6	0,9	1,0	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{3, 4}	0,4	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9
Ganzarbeitslose ⁴	13 220	26 288	32 061	27 025	26 692	22 977	24 763	22 651	24 770	26 867	28 433
Kurzarbeiter ⁴	36 611	48 930	11 232	2 133	1 683	712	1 604	1 316	2 043	1 453	1 951
Offene Vollzeitstellen ⁴	6 352	5 591	6 269	7 898	7 729	8 578	8 327	8 779	8 458	7 745	8 546

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

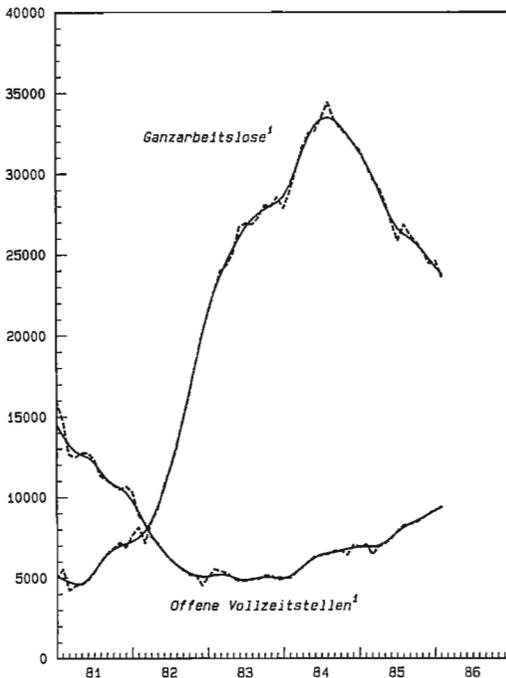
² Nach Korrektur der Verschiebung des Erhebungsmonats im Bauhauptgewerbe vom 2. auf den 3. Monat des Quartals

³ Verhältnis von Ganzarbeitslosen zur erwerbstätigen Wohnbevölkerung von 1980 in Prozent

⁴ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

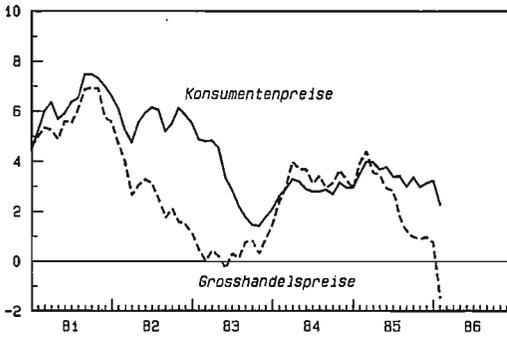
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

an der Erwerbsbevölkerung verminderte sich in der Jahresfrist von 1,1% auf 0,9%. Die Zahl der Kurzarbeiter lag deutlich unter dem Vorjahresniveau, während das Stellenangebot im Vorjahresvergleich zunahm.

Preise und Löhne

Die Jahresteuering lag im Durchschnitt des vierten Quartals mit 3,1% leicht unter dem Vorquartalswert. Im November erhöhte sich der Konsumentenpreisindex infolge des markanten Anstiegs der halbjährlich erhobenen Indexziffer für Wohnungsmieten um 0,7%. Dämpfend auf den Teuerungsverlauf wirkten sich die Heizölpreise aus. Demgegenüber wies die Bedarfsgruppe der Nahrungsmittel beträchtliche – zum Teil witterungsbedingte – Preissteigerungen auf. Insgesamt stiegen die Güterpreise jedoch auch im vierten Quartal weniger stark als die Preise für Dienstleistungen. Im Januar und Februar blieb das Preisniveau gegenüber dem Vormonat konstant, so dass die Jahresteueringrate auf 2,2% bzw. 1,3% sank. Die Stabilität des Konsumentenpreisindex ist in erster Linie auf den Rückgang der Heizölpreise zurückzuführen. Der Gruppenindex Heizung und Beleuchtung bildete sich gegenüber Dezember um 11,3% zurück und glich dadurch Preiserhöhungen bei den übrigen Bedarfsgruppen aus.

Auf der Grosshandelsstufe war die Jahresteuering im vierten Quartal weiter rückläufig; im Dezember erreichte sie mit 0,7% den tiefsten Stand seit Oktober 1983. Nach Herkunft gegliedert lagen die Grosshandelspreise bei den importierten Gütern um 0,7% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Teuerungsdämpfend wirkte sich der Rückgang der Rohstoffpreise – insbesondere der Preiszerfall auf dem Erdölmarkt – aus. Da

Grafik 13: Preisentwicklung¹

¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

sich zudem die amerikanische Währung im vierten Quartal weiter abschwächte, sanken die Preise auch auf Frankenbasis. Ende Jahr waren die Rohstoffe und Halbfabrikate auf der Grosshandelsstufe lediglich um 0,1% teurer als ein Jahr zuvor, während die Preise für Energieträger um 0,4% unter dem Vorjahresniveau lagen.

Die Arbeitnehmerverdienste lagen im vierten Quartal nach Berechnungen des Biga um 3,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Unter Berücksichtigung der Teuerung blieben die Reallöhne konstant; im Jahresdurchschnitt bildeten sie sich jedoch um 0,4% zurück. Aufgrund der Tarifabschlüsse für 1986 rechnet die KOF mit einem Anstieg der Bruttolöhne um 4,5%. Da sich die Teuerung gegenüber dem Vorjahr deutlich zurückbilden dürfte, wird daraus erstmals seit 1983 wieder ein Reallohnzuwachs resultieren.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Im vierten Quartal 1985 lag das Jahreswachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge mit 1,5% unter dem von der Notenbank festgelegten Ziel von 3%. Der Notenumlauf stieg lediglich um 0,3% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode, während die Giro Guthaben der Wirt-

schaft um 2,4% zunahm. Auch im Jahresmittel blieb die bereinigte Notenbankgeldmenge mit einer Zunahme von 2,2% unter dem Ziel.

Während der ersten zwei Monate 1986 dehnte die Nationalbank die bereinigte Notenbankgeldmenge in Übereinstimmung mit dem von ihr angekündigten Ziel von 2% aus. Die für Januar registrierte tiefe Wachstumsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge widerspiegelt nicht eine Verschärfung des geldpolitischen Kurses, sondern das starke Wachstum dieses Aggregats im entsprechenden Vorjahresmonat. Auch das im Januar verzeichnete, relativ schwache Wachstum des Notenumlaufs erklärt sich aus einem Basiseffekt. Im Februar betrug das Jahreswachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge 2%.

Die Entwicklung der übrigen Geldmengenaggregate war im vierten Quartal durch einen deutlichen Wiederanstieg der Sichtguthaben und vor allem der Spareinlagen gekennzeichnet. Dagegen verlangsamte sich das Wachstum der Termineinlagen, während der Bargeldumlauf stagnierte, so dass M_1 , M_2 und M_3 im vierten Quartal 1985 das Vorjahresniveau um 1,5%, 6,5% bzw. 5,1% übertrafen.

Finanzmärkte

Geldmarkt

Nachdem die Zinssätze am Eurofrankenmarkt im November zurückgegangen waren, blieben sie im Dezember und Januar im Monatsdurchschnitt weitgehend unverändert. Infolge dieses Rückgangs reduzierten die Grossbanken ihre Vergütungen auf Festgeldern bis Anfang Dezember in zwei Schritten um insgesamt $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf $3\frac{1}{2}\%$ für Laufzeiten von 3–8 und $3\frac{3}{4}\%$ für Laufzeiten von 9–12 Monaten.

Der Bund emittierte im Zeitraum von November 1985 bis Januar 1986 monatlich Geldmarkt-Buchforderungen mit einer Laufzeit von 3 Monaten. Dazu kamen im Januar Buchforderungen von 6 Monaten. Die Verzinsung lag jeweils rund $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt unter den entsprechenden Zinssätzen.

Tabelle 6: 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
1982	22 064	0,7	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1984 4. Q.	23 799	3,1	8375	4,6	832	31 342	3,2
1985 1. Q.	23 838	3,6	7853	0,4	578	31 113	2,4
1985 2. Q.	23 520	1,8	7954	6,7	612	30 862	2,7
1985 3. Q.	23 263	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4. Q.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1985 Oktober	23 203	0,3	8341	6,2	519	31 025	1,8
1985 November	23 363	0,5	8302	3,0	450	31 215	1,4
1985 Dezember	25 083	0,2	9019	- 2,1	916	33 186	1,2
1986 Januar	24 209	- 0,2	8567	5,4	710	32 066	0,9
1986 Februar	23 662	0,4	7775	3,0	206	31 231	2,0

¹ Durchschnitt aus Monatswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 ²	0,0	7,3	4,9
1984 3. Q.	3,3	5,5	6,0
1984 4. Q.	3,5	7,3	5,9
1985 1. Q. ²	- 0,5	7,1	5,0
1985 2. Q. ²	- 1,0	8,6	5,0
1985 3. Q. ²	0,3	7,2	4,4
1985 4. Q. ²	1,5	6,4	5,1
1985 Oktober ²	1,6	6,6	4,5
1985 November ²	1,5	5,5	4,8
1985 Dezember ²	1,3	7,1	5,9
1986 Januar ²	2,4	6,4	6,1

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

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

M₂ = M₁ + Quasi-Geld (Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M₃ = M₂ + Spareinlagen

Die Girobestände der Wirtschaft bei der Nationalbank betragen im Zeitraum von November 1985 bis Januar 1986 durchschnittlich 8,6 Mrd.

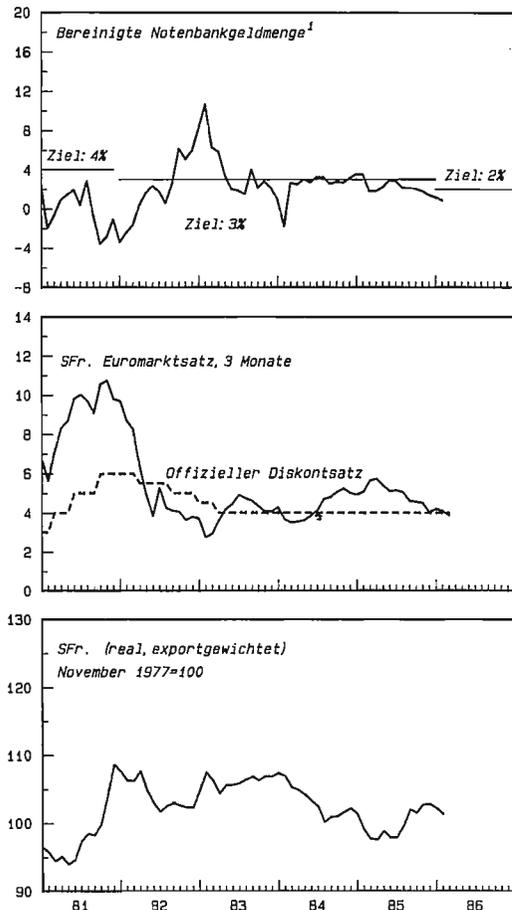
Franken und lagen damit um 1,9% über dem Stand vor Jahresfrist. Der Jahresultimo, der bei Girobeständen von 14,1 Mrd. Franken (Vorjahr: 14,2 Mrd.) abgewickelt wurde, verlief ohne grosse Probleme.

Devisenmarkt

Der Frankenkurs des Dollars schwächte sich in den Monaten von November bis Februar weiter ab. Er schwankte zwischen rund Fr. 1.87 und 2.15 und lag im Mittel der vier Monate über 50 Rappen unter dem Durchschnitt der entsprechenden Vorjahresperiode. In der gleichen Zeit wertete sich die D-Mark gegenüber dem Franken leicht auf und notierte Ende Februar über Fr. 84.00. Während die Frankenkurse des japanischen Yen, des französischen Frankens und der italienischen Lira stabil blieben, gab das englische Pfund gegenüber dem Franken infolge des weltweit sinkenden Ölpreises auf rund Fr. 2.80 nach.

Der reale Aussenwert des Frankens entwickelte sich im vierten Quartal 1985 im Vergleich zur Vorjahresperiode gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner uneinheitlich. Er stieg gegenüber dem amerikanischen Dollar, der italienischen Lira und der D-Mark, während er

Grafik 14: Schweiz



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

gegenüber dem französischen Franken, dem englischen Pfund und dem japanischen Yen zurückging. Insgesamt ergab sich für den exportgewichteten Franken eine leichte Aufwertung von real 0,9% und nominal 2,6%.

Kapitalmarkt

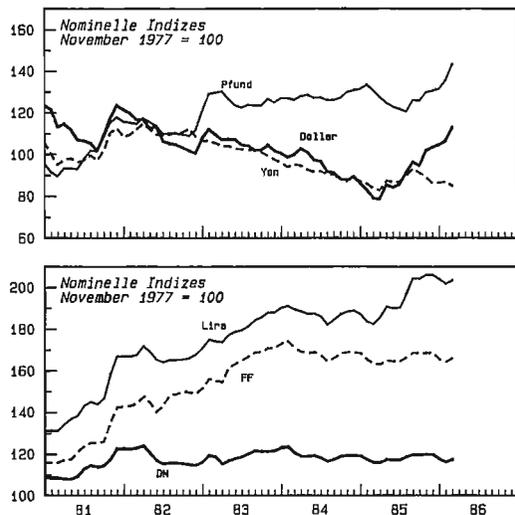
Am Obligationenmarkt setzte sich der leichte Rückgang der Renditen im Zeitraum von November bis Ende Januar fort. Bei der Mitte Dezember im Auktionsverfahren emittierten 4¾%-Obligatio-

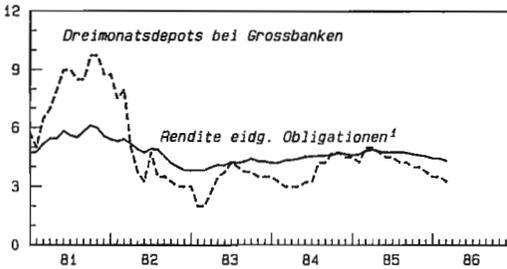
nenanleihe des Bundes ergab sich eine Rendite von 4,56% (Laufzeit 15 Jahre). Diese Anleihe notierte auch im Januar mit einer Rendite von rund 4½%, so dass sich ein Couponwechsel auf 4½% für Emissionen erstklassiger Schuldner abzeichnet.

Die Gross- und Kantonalbanken nahmen im November bzw. Dezember ihre Vergütungen auf Kassenobligationen um ¼ Prozentpunkt auf 4½%-4¾% je nach Laufzeit zurück. Damit gewannen die Spareinlagen wieder etwas an Attraktivität, deren Verzinsung weiterhin 3½% beträgt. Im Hypothekarbereich reagierten einzelne Banken mit der Senkung des Zinssatzes für neue erste Hypotheken im Wohnungsbau auf 5¼%.

Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen belief sich im vierten Quartal (ohne Konversion) auf 9,0 Mrd. Franken (4. Quartal 1984: 4,4 Mrd.). Gleichzeitig wurden 1,1 Mrd. (1,6 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass die Nettobeaufschlagung rund 7,9 Mrd. Franken (2,8 Mrd.) betrug. Gemessen an der Nettobeaufschlagung betrug der Anteil der inländischen Schuldner 31%.

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz

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

Kapitalexport

Im vierten Quartal 1985 stiegen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexporte gegenüber dem Vorjahresquartal um 53% auf 14,1 Mrd. Franken. Besonders ausgeprägt war die Zunahme bei den öffentlichen Anleihen, deren Volumen sich um 107% auf 6,1 Mrd. erhöhte. Die Notes-Emissionen nahmen um 35% auf 5,6 Mrd. zu, während der Anstieg bei den Krediten mit 12% auf 2,3 Mrd. vergleichsweise niedrig ausfiel.

Der starke Anstieg bei den öffentlichen Auslandanleihen ist u.a. auf die international ausgeprägte Tendenz zu hohen Emissionsbeträgen zurückzuführen, die sich nach der Aufhebung des Maximalbetrages von 200 Mio. Franken bei

gleichzeitig starkem Wachstum der Euro-Kapitalmärkte auch auf dem schweizerischen Markt zeigte. Der Wegfall dieser Bestimmung führte auch dazu, dass in der Schweiz im vierten Quartal erstmals Null-Coupon-Anleihen ausgegeben wurden. Im weiteren wurden Kostenvorteile aus der Verbindung langfristiger Anleihsensmissionen mit Währungs-Swaps in zunehmendem Masse ausgenützt.

Nach Ländergruppen gegliedert, setzte sich die Konzentration auf die Industrieländer fort; sie beanspruchten im vierten Quartal über 80% der bewilligungspflichtigen Kapitalexporte. Für die Entwicklungsländer wurden mit 6% etwas mehr Kapitalexporte bewilligt als in den extrem schwachen Vorquartalen. Die internationalen Entwicklungsorganisationen, insbesondere die Weltbank als grösster Einzelschuldner auf dem schweizerischen Kapitalmarkt, beanspruchten 11%; der Rest entfiel auf die Staatshandelsländer sowie die OPEC-Staaten.

Bankbilanzen und Kredite

Infolge des Dollarkursrückgangs schwächte sich das Wachstum der Bilanzen der 71 Banken im vierten Quartal ab. Die Zunahme der Bilanzsumme betrug im Jahresvergleich Ende Dezember 8,4% (Dezember 1984: 10,7%). Bei Annahme eines unveränderten Dollarkurses wäre die Wachstumsrate der Bilanzsumme auf 12% gestiegen.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Notes	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985 ²	16 850,2	19 448,4	8 151,0	1 937,5	46 387,1
1984 2. Q.	2 947,9	5 924,2	2 205,9	240,6	11 318,6
1984 3. Q.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
1984 4. Q.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1. Q.	3 902,2	5 612,0	1 961,1	366,0	11 841,2
1985 2. Q.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3. Q.	4 086,7	3 882,7	2 560,0	293,7	10 823,1
1985 4. Q. ²	6 117,2	5 645,0	1 533,2	779,5	14 074,9

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

² provisorisch

Im gesamten Kreditgeschäft ging das Jahreswachstum auf 8% (Dezember 1984: 11,6%) zurück. Die Inlandkredite wiesen Ende Dezember ein Wachstum von 9,9% (Dezember 1984: 9,5%) auf. Stark gefragt waren vor allem kommerzielle Kredite, die um 10,8% über dem Stand vor Jahresfrist lagen. Das Wachstum der Hypotheken erhöhte sich auf 9,2% (Dezember 1984: 8,4%), was sich seit September 1985 in monatlichen Bestandeszunahmen von rund 1 Mrd. Franken niederschlug.

Auf der Passivseite lagen die Publikumsfelder (Sicht-, Termin-, Spareinlagen sowie Kassenobligationen und Obligationen) 5,3% über dem Vorjahresstand, wobei die Zunahme im Frankensektor 8,7% betrug. Ein starker Rückgang war bei den Kreditoren auf Zeit mit 1,4% (Dezember 1984: 23,3%) zu verzeichnen. In den letzten Monaten zeigte sich infolge fallender Zinssätze für Termingelder eine Umlagerung auf Sichtgelder und Spareinlagen. Im Sparbereich stieg die

Jahreswachstumsrate im Dezember auf 4,5%, nachdem sie im September erst 1,7% betragen hatte. Neben dem schwindenden Zinsnachteil gegenüber den Festgeldern dürfte auch die Einführung steuerbegünstigter Anlagen im Zusammenhang mit der 3. Säule gewisse Verlagerungen auf die in den Spargeldern enthaltenen Depositenkonti bewirkt haben. Bei den Kassenobligationen setzte sich das starke Wachstum mit 11,9% (Dezember 1984: 8,6%) fort, wobei im vierten Quartal den 71 Banken so viele Mittel zuflossen, dass sie ihre Vergütungen in zwei Schritten zurücknehmen konnten.

Im zweiten Halbjahr 1985 wuchsen die Treuhandgelder zusehends schwächer und lagen im Dezember um 3,3% unter dem Stand vor Jahresfrist (September: +5,5%). Dabei fanden starke Umschichtungen zugunsten der Frankenanlagen statt, die um 24,2% höher lagen als im Dezember 1984, während die Fremdwährungsanlagen um 7,9% zurückgingen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 7 mars 1986*

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

Evolution de la conjoncture

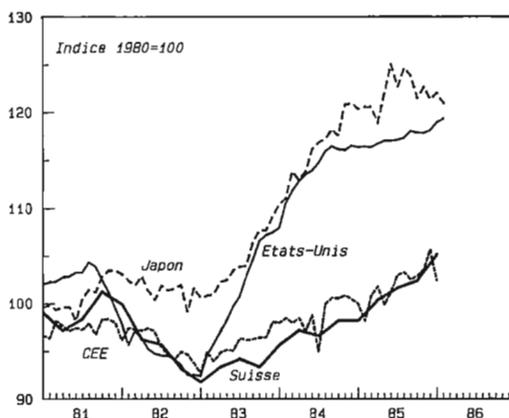
Au quatrième trimestre de 1985, les écarts entre les rythmes de croissance en Europe, aux Etats-Unis et au Japon ont continué à diminuer. Ce mouvement peut être attribué principalement à l'affaiblissement de l'essor économique au Japon, la croissance étant restée relativement stable, depuis le printemps de 1985, en Europe et aux Etats-Unis. Dans les pays industrialisés européens, la demande intérieure s'est accélérée, ce qui a compensé l'affaiblissement des impulsions venant de l'étranger.

L'emploi a progressé dans nombre de pays européens, mais le chômage est resté à peu près inchangé du fait de l'augmentation de la population active. Le nombre des chômeurs n'a diminué qu'aux Etats-Unis.

Le renchérissement a fléchi tant en Europe qu'au Japon. Son repli a été renforcé par la revalorisation des monnaies de ces pays face au dollar et par la baisse des prix du pétrole. A la fin de l'année toutefois, une légère accélération de la hausse des prix a été observée aux Etats-Unis.

A partir de la mi-décembre, la baisse des prix du pétrole s'est accélérée nettement à la suite d'une modification de la politique de vente de l'OPEP. Leurs parts de marché ayant diminué, les membres de l'OPEP ont renoncé à fixer de nouveaux prix minimaux et augmenté la production de pétrole. A la fin du mois de janvier, le prix en dollars du pétrole s'inscrivait à un niveau qui n'avait plus

Graphique 1: Production industrielle



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

été observé depuis 1979; il était inférieur de 31% à son niveau de fin janvier 1985.

Dans l'ensemble, les perspectives économiques sont bonnes pour 1986. En automne de 1985, la plupart des observateurs prévoyaient une croissance réelle d'environ 3% dans les pays industrialisés, soit à peu près le rythme de 1985. Grâce à la baisse des prix du pétrole, le taux d'expansion sera probablement plus élevé. En général, les pronostics tablent sur une contribution plus forte des investissements à la croissance et sur un affaiblissement des impulsions venant de la consommation et des échanges avec l'étranger. En Europe et aux Etats-Unis, le produit intérieur brut réel devrait s'accroître à peu près au même rythme qu'au second semestre de 1985; pour le Japon toutefois, on s'attend à un nouveau fléchissement de la conjoncture.

Politique économique

Les tendances observées dans l'évolution des agrégats monétaires des principaux pays indus-

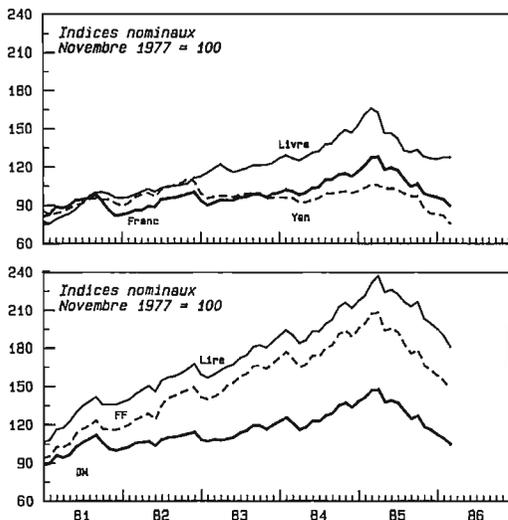
* Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1985 et de janvier 1986.

rialisés se sont maintenues au quatrième trimestre. A la fin de l'année, les masses monétaires M_1 aux Etats-Unis et M_3 sterling au Royaume-Uni dépassaient nettement les objectifs fixés pour 1985. Les autorités monétaires de ces deux pays ont souligné que des changements structurels sur les marchés financiers ont réduit temporairement la portée de ces indicateurs. En revanche, les objectifs monétaires ont été respectés en République fédérale d'Allemagne, comme les projections adoptées au Japon.

Les objectifs de croissance monétaire annoncés pour 1986 ne diffèrent que de peu de ceux qui avaient été fixés pour l'année précédente. Les autorités monétaires britanniques ont toutefois abandonné l'objectif de croissance en termes de M_3 sterling pour axer leur politique davantage sur les taux d'intérêt et les cours de change.

En France, le gouvernement et les autorités monétaires ont franchi une nouvelle étape dans le processus de libéralisation des marchés financiers. Ainsi, à compter du début de l'année, de nouveaux instruments financiers ont été autorisés et le contrôle des changes a été assoupli. A la suite de ces modifications, il a fallu adapter les définitions des agrégats monétaires.

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



Depuis le début de 1985, la politique budgétaire des principaux pays industrialisés n'a guère varié. Tant les comptes concernant l'année 1985 que les budgets pour 1986 montrent toutefois que l'écart entre la politique expansionniste des Etats-Unis et celle qui est axée sur l'équilibre budgétaire dans la plupart des autres pays industrialisés a plutôt tendance à diminuer. La République fédérale d'Allemagne et la France ont introduit au cours des dernières années ou prévoient d'introduire des allègements fiscaux qui ne vont cependant pas au delà de l'augmentation de la charge fiscale due à l'inflation (progression à froid).

Marchés des changes

La baisse du dollar, qui s'était accélérée après la réunion du Groupe des Cinq du 22 septembre, a continué au quatrième trimestre de 1985 et au début de 1986. De la fin du mois de novembre 1985 à la mi-février 1986, la monnaie américaine a perdu quelque 10% face au mark allemand, 14% face au yen et 9% face au franc suisse. Du fait de la forte diminution des prix du pétrole, la livre sterling a été la seule monnaie à fléchir davantage que le dollar.

A l'issue de la réunion qu'il a tenue à Londres, le 19 janvier 1986, le Groupe des Cinq n'a annoncé aucune nouvelle mesure concernant les marchés des changes. Il a toutefois laissé entendre clairement qu'il s'opposerait à un renversement de la tendance du dollar.

Au cours de la période examinée, de légères tensions sont apparues au sein du Système monétaire européen (SME). Le mark allemand a évolué à la limite supérieure de la marge de fluctuation. La France et l'Italie notamment ont dû prendre diverses mesures pour soutenir leur monnaie.

Endettement international

Au quatrième trimestre, l'initiative Baker et la détérioration de la situation économique dans les pays en développement lourdement endettés ont marqué les discussions sur l'endettement. Bien

que l'initiative lancée au mois d'octobre par le Secrétaire au Trésor des Etats-Unis ait reçu un accueil généralement favorable, les pays débiteurs, les banques créancières et les institutions internationales – Fonds monétaire international, Banque mondiale et banques régionales de développement – ne sont guère allés au delà du stade des déclarations d'intention. Les pays latino-américains, principaux bénéficiaires de cette initiative, ont salué la volonté américaine d'alléger leurs problèmes d'endettement, mais souligné qu'ils ne peuvent durcir encore leur politique d'austérité.

La charge d'intérêt des 15 pays concernés par l'initiative Baker a augmenté en 1985 pour atteindre quelque 45 milliards de dollars. Simultanément, les excédents des balances commerciales de tous les grands pays débiteurs, le Brésil excepté, ont diminué. Cette évolution a rendu encore plus difficile le service de la dette. Aussi les arriérés d'intérêts de certains pays atteignent-ils déjà des montants considérables.

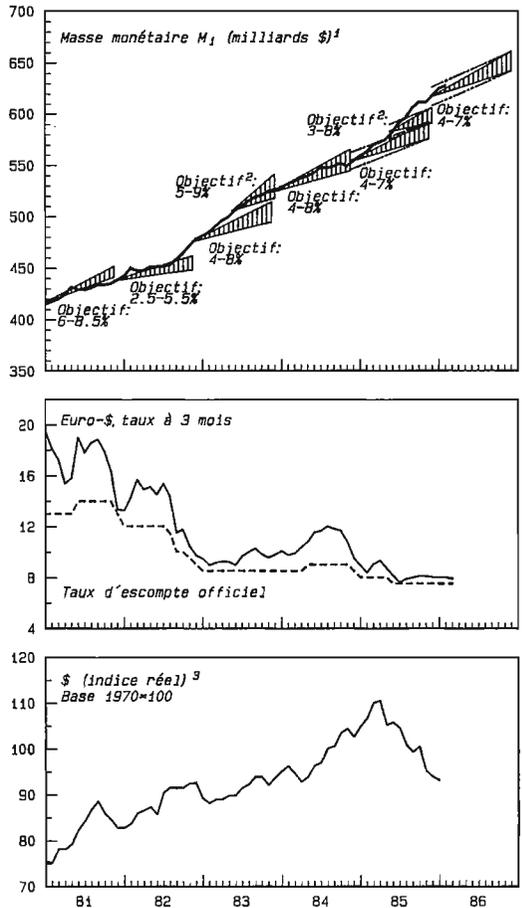
2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au quatrième trimestre de 1985, la croissance en termes réels du *produit national brut* s'est chiffrée à 1,2% en taux annualisé; son rythme est resté inférieur à la moyenne de 2,3% enregistrée pour l'ensemble de l'année. Vers la fin du trimestre toutefois, les signes indiquant une accélération de la croissance se sont multipliés. La production industrielle, qui n'avait progressé que de 1% entre janvier et octobre, s'est élevée de 1,5% durant les seuls mois de novembre et de décembre. Au cours de ces deux mois, l'indice des indicateurs avancés s'est inscrit nettement en hausse.

L'expansion que le produit national brut a enregistrée d'un trimestre à l'autre s'explique en partie par la forte progression des investissements en biens d'équipement; si la consommation privée a stagné, la diminution des stocks a cessé et plusieurs indicateurs, tels les autorisations de

Graphique 3: Etats-Unis



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

² Du 2e trimestre au 4e trimestre 1983; du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

³ Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

construire et le nombre des mises en chantier, ont reflété une reprise dans la construction.

Pour la première fois depuis près d'un an, le commerce extérieur a contribué de nouveau à la croissance. Après avoir fléchi au premier semestre, puis stagné au troisième trimestre, les exportations se sont remises à augmenter en volume. En dépit du repli du dollar, la croissance réelle des importations au quatrième trimestre a été encore plus forte que celle des exportations, de

sorte que le déficit de la balance commerciale s'est alourdi. Ce solde passif a atteint 149 milliards de dollars en 1985, contre 108 milliards l'année précédente.

Au quatrième trimestre de 1985, l'emploi a continué sa progression et le chômage a diminué de nouveau, à l'inverse de la tendance enregistrée dans la plupart des autres pays industrialisés. Le taux de chômage a ainsi fléchi jusqu'à la fin de l'année pour s'inscrire à 6,9%, soit à son niveau le plus bas depuis 1980.

Le taux d'inflation est resté à un niveau relativement bas au quatrième trimestre. Mesurée à l'indice des prix à la consommation, sa moyenne annuelle a reculé à 3,5% en 1985, contre 4,3% en 1984. Vers la fin de l'année toutefois, la hausse des prix s'est de nouveau accélérée légèrement.

Sur proposition des sénateurs Gramm, Rudman et Hollings, le Congrès a approuvé, le 11 décembre, une loi prévoyant une réduction progressive du déficit budgétaire. Une baisse automatique des dépenses de 11,7 milliards de dollars a été arrêtée pour l'année budgétaire en cours. Lors de l'exercice 1986/87, le déficit sera ramené à 144 milliards de dollars et réduit de 36 milliards au cours de chacune des quatre années suivantes. Ainsi, l'équilibre budgétaire sera réalisé en 1991.

Selon le projet de budget présenté par le gouvernement au début de février, l'exercice commençant le 1er octobre prochain se soldera par un déficit de 143,6 milliards de dollars. Les exigences fixées dans la loi susmentionnée seront donc remplies. Bien que ce projet ne prévoie aucune hausse d'impôts, les recettes devraient augmenter de 9,5%, grâce à une croissance économique de 4% en termes réels. Quant aux dépenses, elles ne devraient progresser que de 1,4%.

Au second semestre, la masse monétaire M_1 s'est accrue à un rythme annuel de 12%, dépassant ainsi largement l'objectif fixé entre 3 et 8%. Ce dépassement est attribué en partie au fait que M_1 a réagi plus fortement que prévu à la diminution des taux d'intérêt américains.

En raison de l'expansion économique modérée, des problèmes d'endettement des pays en développement et de la compétitivité affaiblie de l'industrie américaine, le Système de Réserve Fédérale a apparemment jugé inopportun de resserrer sa politique. En janvier, la croissance de M_1 était à la limite supérieure de la marge de 3 à 8% choisie comme objectif pour 1986. En revanche, M_2 et M_3 ont évolué dans le cadre prévu, aussi bien en 1985 qu'en janvier 1986.

Au mois de juin, les taux d'intérêt ont atteint leur niveau le plus bas depuis 6 à 8 ans, selon la catégorie à laquelle ils appartiennent. Les rémunérations à court terme sont restées stables au second semestre, alors que les taux à long terme ont diminué de nouveau au quatrième trimestre.

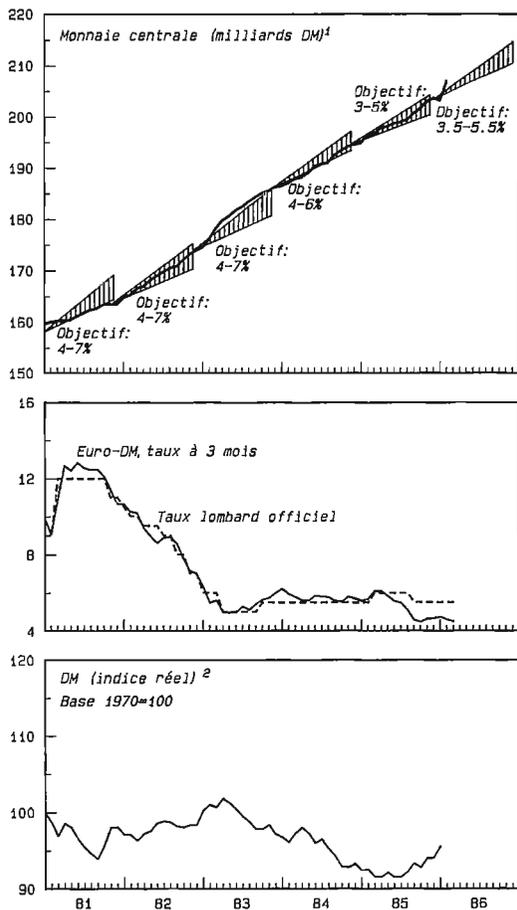
République fédérale d'Allemagne

Au quatrième trimestre, la conjoncture a continué sa progression en République fédérale d'Allemagne. Selon des estimations provisoires, le *produit national brut réel* dépassait de 2,8% son niveau de la période correspondante de 1984. Stimulée par la demande accrue de biens d'investissement, tant intérieure qu'étrangère, la production industrielle a augmenté de 5% par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente, et le taux d'utilisation des capacités techniques s'est élevé.

Les exportations et les investissements en biens d'équipement ont continué d'apporter d'importantes impulsions à la conjoncture. Cependant, la consommation qui stagnait depuis 1979 s'est redressée au second semestre. Dans l'industrie de la construction, la situation est restée insatisfaisante; au quatrième trimestre, les investissements dans ce domaine étaient nettement inférieurs à ceux des trois derniers mois de 1984.

La balance commerciale s'est soldée par un excédent record de 75 milliards de marks en 1985, contre 54 milliards l'année précédente. En valeur, la croissance des importations a faibli un peu plus que celle des exportations. Par rapport à 1984, le solde actif de la balance des transactions courantes a doublé pour atteindre quelque 39 milliards de marks.

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux de renchérissement s'est inscrit à 1,8% à la fin de l'année. En moyenne annuelle, l'inflation n'a été que de 2,2% en 1985, niveau qui n'avait plus été observé depuis 1969.

Le chômage est resté élevé. Malgré la nette hausse de la production industrielle, l'emploi n'a progressé en moyenne que de 0,8% en 1985. Le taux de chômage, qui avait augmenté légère-

ment au premier trimestre, s'est stabilisé à 9,2% durant les derniers mois de l'année.

En matière de dépenses publiques, la stratégie reste axée sur la consolidation. Selon des données provisoires, les comptes de l'Etat fédéral pour l'année 1985 se sont soldés par un déficit de près de 23 milliards de marks. La croissance des dépenses ayant été plus modérée, le solde est inférieur à ce que prévoyait le budget. Le déficit global de l'Etat fédéral, des «Länder» et des communes est estimé à 40 milliards de marks, de sorte que sa part au produit national brut a continué de diminuer, passant de 2,6% à 2,2%.

La monnaie centrale, agrégat sur lequel la *Banque fédérale d'Allemagne* axe sa politique, a progressé à un rythme légèrement accru au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, elle a augmenté de 4,5%, soit à un taux proche de la limite supérieure de la fourchette de 3 à 5% choisie comme objectif. En prévision d'une croissance un peu plus forte de l'économie allemande, la Banque fédérale a adopté pour 1986 un objectif monétaire de 3,5 à 5,5%, soit une fourchette d'un demi-point supérieure à celle de l'année précédente.

S'inscrivant à 4,8% en moyenne au quatrième trimestre, les taux à court terme ont augmenté légèrement par rapport à septembre, mois au cours duquel ils avaient atteint leur niveau le plus bas de l'année. Sur le marché des capitaux, les rémunérations sont restées approximativement inchangées.

Royaume-Uni

Après la fin de la grève des mineurs, au printemps de 1985, l'économie britannique s'est redressée nettement. En termes réels, le *produit intérieur brut* a progressé d'environ 3% en 1985, contre 2,4% l'année précédente. Toutefois, la reprise de l'activité économique a été hésitante par moments. Après avoir fléchi au troisième trimestre, la croissance économique semble s'être de nouveau accélérée quelque peu au quatrième trimestre, selon la tendance marquée par les indicateurs avancés, le chiffre d'affaires

du commerce de détail et la production industrielle. Celle-ci a augmenté fortement au second semestre; du quatrième trimestre de 1984 à la période correspondante de l'année suivante, elle s'est accrue de quelque 6%.

Le commerce extérieur a enregistré une expansion au quatrième trimestre, mais celle-ci n'a fait que compenser les reculs des trimestres précédents. En volume, les importations étaient toutefois inférieures de 1,5% à leur niveau du quatrième trimestre de 1984, et les exportations ont stagné. Le déficit de la balance commerciale a diminué nettement au cours de l'année. Comme la balance des services s'est elle aussi améliorée légèrement, la balance courante s'est soldée, en 1985, par un excédent de 3,6 milliards de livres sterling, montant qui atteint presque le triple de celui de 1984.

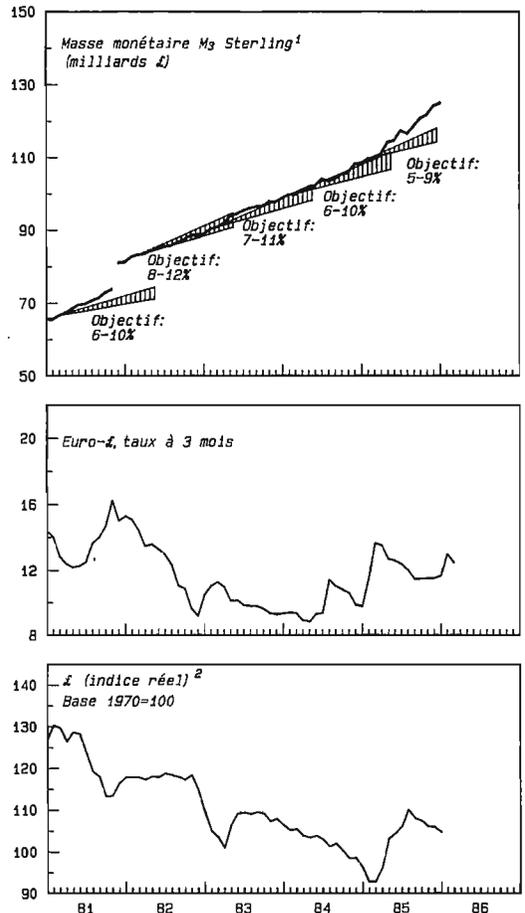
Le chômage élevé reste un important problème pour la politique économique britannique. Bien que le nombre des emplois n'ait pas cessé d'augmenter depuis le printemps de 1983, le taux de chômage a passé de 12,7% à 13,2% au cours de l'année 1985. Cette hausse reflète la forte croissance de la population active; alors que celle-ci augmentait de 1,5% du premier semestre de 1984 à la période correspondante de l'année suivante, l'emploi n'a progressé que de 1,1%.

Après une accélération passagère, la hausse des prix a faibli au second semestre. Au quatrième trimestre, les prix à la consommation dépassaient de 5,5% le niveau enregistré un an auparavant.

En octobre, les *autorités monétaires britanniques* ont abandonné leur objectif de croissance en termes de M_3 sterling pour éviter un resserrement de leur politique, resserrement qui, vu l'évolution des autres agrégats monétaires, ne leur semblait pas justifié. Depuis quelque temps, il est devenu difficile d'interpréter les tendances des agrégats monétaires du fait des modifications structurelles qui ont eu lieu sur les marchés monétaire et financier.

Les autorités monétaires britanniques n'ont pas annoncé de nouvel objectif et semblent actuelle-

Graphique 5: Royaume-Uni



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

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

ment s'orienter sur les cours de change et les taux d'intérêt. Ainsi la Banque d'Angleterre a relevé le taux de base d'un point, le 7 janvier, afin de freiner la baisse de la livre, consécutive à la chute des prix pétroliers. Le taux annuel de croissance de M_3 sterling, qui atteignait 15% au quatrième trimestre, a diminué quelque peu en janvier.

France

En termes réels, le *produit intérieur brut* de la France a augmenté d'environ 1% en 1985, contre 1,9% l'année précédente. Une légère reprise est apparue toutefois au second semestre. La production industrielle, qui avait augmenté au troisième trimestre surtout, dépassait de 3,8%, en novembre, son niveau de la période correspondante de 1984; après une phase de stagnation de plusieurs mois, les indicateurs avancés ont eux aussi évolué dans le sens d'une accélération de l'expansion.

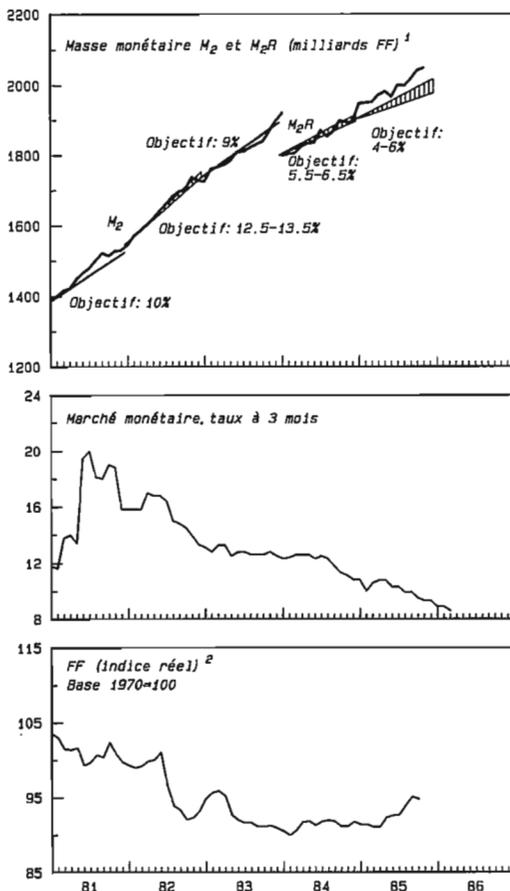
La consommation privée, qui n'avait augmenté que faiblement en 1984, a marqué une reprise dès le début de 1985; au troisième trimestre, sa croissance annuelle était de 1,7% en termes réels. Les investissements n'ont commencé à s'accélérer qu'à partir du milieu de l'année, mais leur progression n'en a été que plus vigoureuse puisque, au troisième trimestre, ils étaient supérieurs de 3,8%, en termes réels, à leur niveau de la même période de 1984.

Comme les biens d'équipement sont importés pour une forte part, la détérioration du commerce extérieur, observée au second semestre, a été le revers de la médaille. Les efforts déployés en vue d'équilibrer le commerce extérieur ont été ainsi contrariés, et la balance commerciale s'est soldée, comme l'année précédente, par un déficit de 24 milliards de francs français. Selon des estimations provisoires, la balance des transactions courantes a enregistré un excédent de 2,8 milliards de francs français en 1985, contre un déficit de 6,6 milliards en 1984.

Bien que la production industrielle ait augmenté, l'emploi a continué son mouvement de recul au cours de l'année. Le taux de chômage a passé cependant de 10,6% au quatrième trimestre de 1984 à 10,3% un an plus tard; cette baisse s'explique principalement par les travaux d'utilité collective (TUC), un programme mis sur pied par le gouvernement pour créer des emplois dans le secteur public en faveur des jeunes.

Le taux annuel de renchérissement a diminué, passant de 6,8% au quatrième trimestre de 1984 à 4,8% un an plus tard. Ce succès peut être

Graphique 6: France



¹ Données cvs; $M_2R = M_2$ moins les dépôts en banque de non-résidents; objectifs: du mois de décembre au mois de décembre suivant; depuis 1983: moyenne des mois de novembre, décembre et janvier à moyenne des mêmes mois un an plus tard (source: Banque de France)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

attribué à la politique menée par la Banque de France, mais également à la hausse relativement modérée des salaires; en moyenne annuelle, ceux-ci ont augmenté d'un peu plus de 6%.

Le déficit public, qui aurait dû être de 140,2 milliards de francs français selon le budget, atteindra probablement quelque 150 milliards en 1985, soit 3% du produit intérieur brut. La hausse

des dépenses en particulier a été plus forte que prévu. Pour 1986, le plan financier veut stabiliser les dépenses en termes réels et limiter de nouveau le déficit à environ 3% du produit intérieur brut.

Au quatrième trimestre de 1985, les autorités françaises ont franchi une nouvelle étape sur la voie de la libéralisation des marchés monétaire et financier. Le contrôle des changes a été assoupli, et certaines limites concernant les investissements directs et les transferts de capitaux ont été relevées; en outre, les entreprises ne sont plus tenues de financer en devises 50% au moins de leurs investissements directs à l'étranger. De nouveaux instruments financiers ont été autorisés; parmi eux figurent des billets de trésorerie émis par des entreprises et des bons du Trésor négociables, qui peuvent être acquis en dehors du secteur bancaire également.

Parallèlement au processus de modernisation des marchés financiers, la Banque de France a modifié son dispositif de contrôle de la masse monétaire. Le contrôle, opéré jusque-là par des taux progressifs de réserves obligatoires, reposera davantage sur les taux d'intérêt et les réserves obligatoires proportionnelles.

Simultanément, la définition des agrégats monétaires a été adaptée à la nouvelle situation. Les banques et les autres établissements financiers seront désormais traités sur le même pied. Depuis le mois de janvier 1986, M_1 groupe les monnaies divisionnaires, les billets et les dépôts à vue dans tous les établissements financiers. L'agrégat M_2 , les disponibilités monétaires, comprend M_1 et différentes formes de dépôts d'épargne. M_3 , la masse monétaire, inclut, en plus, les dépôts à terme, les bons à court terme négociables des établissements à caractère bancaire et tous les placements non négociables. Enfin, le nouvel agrégat L, l'ensemble des liquidités, comprend, outre M_3 , les titres négociables à court terme du Trésor et des entreprises ainsi que l'épargne contractuelle.

La Banque de France poursuit ses efforts en vue de réduire l'inflation. Pour 1986, un objectif quantitatif a été fixé en termes de M_3 . La progression de M_3 devrait se situer dans une fourchette de 3

à 5%, entre la moyenne du quatrième trimestre de 1985 et celle de la même période de 1986. Cet objectif tient compte d'une croissance nominale du produit national brut de 5,8% et des effets de substitution qui sont attendus entre les actifs financiers.

Italie

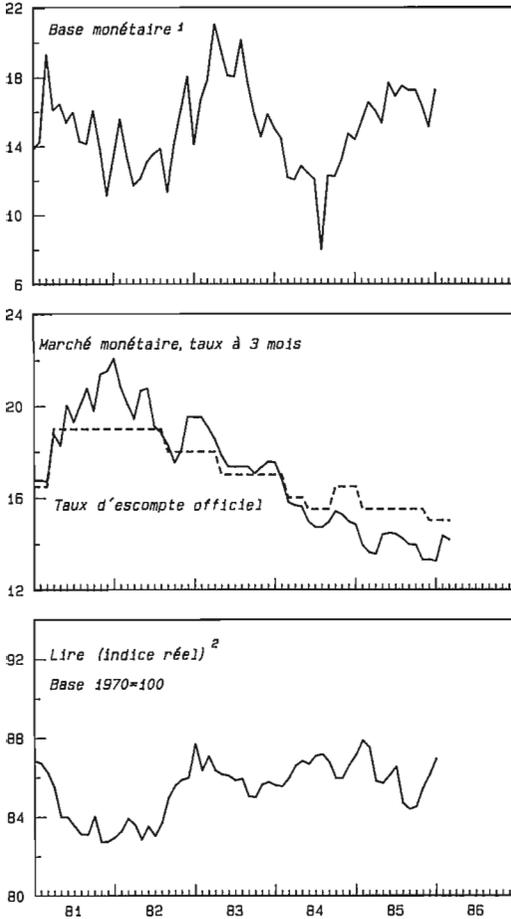
En 1985, l'économie italienne a continué sa progression, mais à un rythme ralenti. La croissance du *produit intérieur brut réel* a diminué à 1,3% au troisième trimestre, de sorte que le taux d'expansion pour l'ensemble de l'année est estimé à 2,2%, contre 2,4% auparavant; en 1984, un taux de 2,7% avait été enregistré. La production industrielle a augmenté de nouveau légèrement au quatrième trimestre, sans toutefois atteindre un niveau comparable à celui des six premiers mois de l'année.

La consommation pourrait augmenter de 2,3% en termes réels, contre 0,5% l'année précédente. Ce taux correspond approximativement au rythme de croissance qui est attendu pour le produit intérieur brut. Les investissements ont progressé d'environ 4,5%, en dépit du net ralentissement observé au second semestre, en particulier dans le domaine des biens d'équipement. L'activité dans la construction, qui avait faibli à partir de 1982, a continué son mouvement de repli en 1985.

En volume, les importations se sont accrues de 8% et les exportations, de 6%. En 1984 déjà, la croissance des importations avait été supérieure à celle des exportations. Le déficit de la balance commerciale a passé de 19 300 milliards de lires en 1984 à 23 000 milliards l'année suivante.

L'emploi a augmenté en 1985 grâce à une progression dans le secteur des services. Le chômage s'est néanmoins accru, son taux atteignant 11,1% au quatrième trimestre de 1985, contre 10,3% un an auparavant.

Le taux annuel de renchérissement a diminué de 10,6% en 1984 à 8,6% en 1985. Comme le niveau de 8,6% a été atteint au premier trimestre déjà, aucun nouveau succès n'a été enregistré

Graphique 7: Italie

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

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

dans ce domaine durant le reste de l'année. Si l'inflation a passé au-dessous de 10% pour la première fois depuis quinze ans, son taux est resté supérieur à l'objectif de 7% que le gouvernement avait annoncé.

Au mois de février, la Chambre des députés a approuvé la loi de finances pour 1986. Après le Sénat, qui a déjà apporté des allègements en septembre, la Chambre a adopté d'autres dépenses supplémentaires. Le déficit, qui s'élevait

à 110 000 milliards de liras, ou à 14,6% du produit intérieur brut, dans le projet présenté par le gouvernement, atteindra ainsi quelque 116 000 milliards, contre environ 109 000 milliards en 1985.

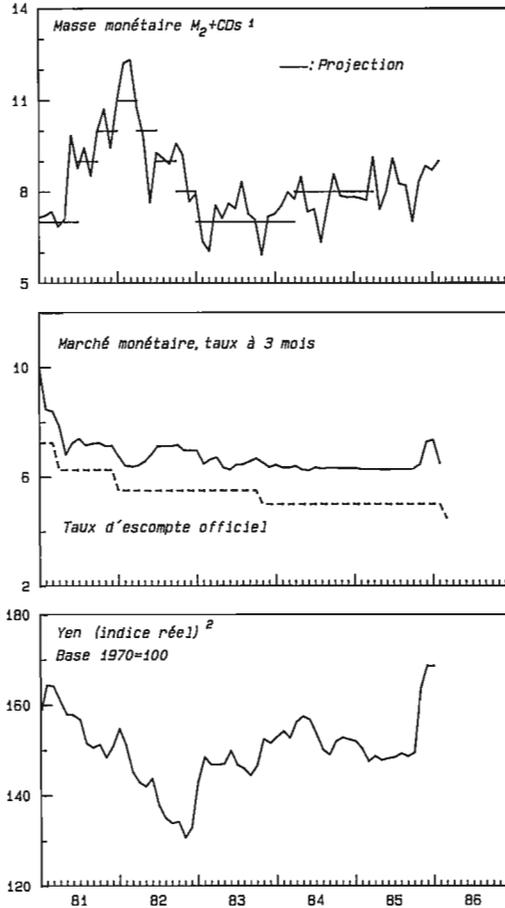
La politique monétaire italienne est restée plutôt expansionniste. Le taux annuel de croissance de la base monétaire s'inscrivait à 15,1% en novembre et à 17,3% en décembre. La possibilité d'une dévaluation de la lire au sein du SME a semblé se préciser au début de 1986. Il en a résulté une forte diminution des réserves monétaires et des difficultés accrues dans le financement, aux taux d'intérêt du moment, des besoins du Trésor. Aussi, pour soutenir la lire, les autorités monétaires italiennes ont-elles adopté, le 16 janvier, plusieurs mesures qui seront appliquées jusqu'au milieu de l'année. Elles ont prévu la réintroduction de limites à la croissance des crédits intérieurs. En outre, les crédits à l'exportation doivent être financés de nouveau par des devises, à concurrence de 75%, et la rémunération des bons du Trésor à court terme a été relevée. A la fin du mois de janvier, le taux des bons du Trésor à trois mois était de 14,3% et celui des bons à six mois, de 13,8%; ces rémunérations s'inscrivaient à près de 13% en octobre.

Japon

En termes réels, le *produit national brut* du Japon a progressé de 4,3% en 1985, contre 5% l'année précédente. La croissance, qui n'a cessé de faiblir au cours de l'année, s'inscrivait à 3,4% seulement au quatrième trimestre. De même, le taux annuel d'augmentation de la production industrielle a diminué, passant à 0,5% seulement en novembre. Ce recul s'explique par l'affaiblissement de la croissance économique dans plusieurs pays offrant d'importants débouchés aux produits japonais. En revanche, la revalorisation du yen n'a semble-t-il guère eu d'effets notables, l'an dernier, sur les exportations.

Au quatrième trimestre, le taux annuel de croissance des exportations réelles de biens et de services n'était que de 1,5%; un tel niveau n'avait plus été observé depuis le troisième trimestre de 1983. Simultanément, les importations réelles de

Graphique 8: Japon



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

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

biens et de services ont même reculé de 0,7%. Le solde actif de la balance commerciale a par conséquent augmenté à 56 milliards de dollars en 1985. Quant à la balance des transactions courantes, elle a enregistré un excédent de 50 milliards de dollars, montant dépassant d'environ 40% le résultat de 1984.

Parmi les composantes de la demande intérieure, la consommation privée a progressé à un rythme légèrement plus soutenu puisqu'elle a

augmenté de 2,9%, en termes réels, du quatrième trimestre de 1984 à la période correspondante de l'année suivante. La croissance des investissements privés a toutefois fléchi légèrement. Du fait du recul des investissements publics, les dépenses du secteur public ont diminué de nouveau en termes réels.

La croissance de l'économie japonaise a été trop faible pour empêcher une détérioration de la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage s'inscrivait à 2,9% au quatrième trimestre, contre 2,5% en moyenne pendant les neuf premiers mois de l'année.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel moyen a diminué de 2,3% en 1984 à 2% l'année suivante. A la fin de 1985, son taux annuel n'était plus que de 1,8%.

Etant donné l'affaiblissement de la conjoncture, des pressions accrues ont été exercées sur le gouvernement pour que celui-ci prenne des mesures stimulant l'économie. Pour l'exercice 1986/87 qui commencera le 1er avril, le budget a toutefois un caractère plutôt restrictif; l'augmentation des dépenses se chiffre entre 1 et 1,5% seulement en termes réels.

La croissance de l'agrégat monétaire $M_2 + CD$ s'est accélérée légèrement durant le quatrième trimestre de 1985. En moyenne, cet agrégat a progressé de 8,2% d'une année à l'autre. Les rémunérations à court terme ont néanmoins augmenté, hausse qui est la conséquence directe des mesures adoptées par la banque centrale après la réunion que le Groupe des Cinq a tenue à New York, le 22 septembre. Par la suite, les taux à court terme ont de nouveau diminué pour s'établir, au mois de février, à des niveaux inférieurs à ceux du troisième trimestre de 1985.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

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

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

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

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

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)			1985a)			
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	– 4,6	– 107,4	– 120,0	– 24,7	– 32,5	– 25,5	– 30,3	– 27,7	– 30,5	– 30,0
Rép. féd.										
d'Allemagne	4,1	6,3	13,3	0,3	1,2	3,0	1,9	3,2	4,3	4,3
Royaume-Uni	3,8	1,5	4,4	– 0,2	– 0,4	0,6	– 0,5	– 1,8	1,6	1,5
France b)	– 3,5	0,0	0,4	0,1	0,5	– 0,2	– 0,7	0,7	0,0	0,6
Italie b)	0,5	– 4,2	–	– 1,2	0,8	– 1,6	–	–	–	–
Japon	20,8	35,0	49,3	10,0	8,7	11,6	9,4	12,1	11,7	16,1
Suisse b)	3,4	3,7	4,5	1,0	0,7	1,0	1,4	1,0	0,7	1,4

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

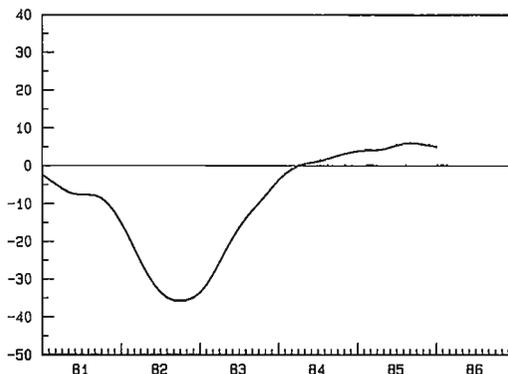
Durant le second semestre de 1985, la reprise économique a perdu un peu de son dynamisme en Suisse. En raison du ralentissement de la croissance économique mondiale et de la revalorisation réelle du franc suisse par rapport au dollar, les exportations n'ont soutenu plus que modérément l'expansion de l'économie. Alors que les exportations suisses progressaient fortement au cours du premier semestre, elles ont stagné durant les troisième et quatrième trimestres. En données corrigées des variations saisonnières, elles ont même reculé légèrement vers la fin de l'année. La répartition par régions fait apparaître un affaiblissement des exportations vers les pays d'outre-mer, celles vers les pays européens augmentant à peu près au même rythme que durant la première moitié de 1985.

La croissance du produit intérieur brut réel a ralenti à la suite de l'affaiblissement de la demande extérieure de biens et de services suisses. En taux annualisé et après correction des variations saisonnières, elle a passé en effet de 6%, au deuxième trimestre, à environ 1%, au troisième. En 1985, le produit intérieur brut réel devrait néanmoins augmenter de 3,7%.

Le recul de la demande extérieure a été compensé en partie par une plus forte demande intérieure. La consommation, en particulier, a progressé durant le second semestre. Au troisième trimestre, les investissements en biens d'équipement se sont établis, en termes réels, 12% au-dessus du niveau de la même période de 1984. Des indicateurs, tels l'évolution de la demande intérieure pour l'industrie des machines et les importations de biens d'équipement, laissent toutefois supposer qu'un léger tassement s'est produit au cours du second semestre. Dans le domaine de la construction, la demande est restée faible.

Le rythme d'activité s'est ralenti un peu dans l'industrie également. En données corrigées des variations saisonnières, la production a cependant progressé au troisième comme au quatrième

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



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

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

trimestre. L'emploi s'est accru parallèlement et les capacités techniques ont été une nouvelle fois mieux utilisées. Par contre, les importations ont été légèrement orientées à la baisse dans les derniers mois de 1985; le recul a toutefois été moins net que dans les exportations.

Durant le quatrième trimestre, la croissance de la monnaie centrale ajustée est restée inférieure à l'objectif de 3%. Pendant les mois d'octobre à décembre, elle s'est chiffrée en moyenne à 1,5% par rapport à la période correspondante de 1984 (troisième trimestre: 2,1%). Les avoirs en comptes de virements s'élevant à 14,1 milliards de francs (un an auparavant: 14,2 milliards), aucun problème particulier n'a surgi à l'échéance annuelle. Les taux d'intérêt ont reculé au mois de novembre, puis sont restés en moyenne relativement stables aux mois de décembre et de janvier. A la suite du net recul des rémunérations sur le marché des euro-francs, au mois de novembre, les grandes banques ont réduit en deux étapes les taux des dépôts à terme fixe.

Après s'être raffermie au troisième trimestre, la valeur extérieure du franc suisse pondérée en fonction du commerce extérieur s'est stabilisée durant le quatrième trimestre et dépassait ainsi le

niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les variations du franc par rapport aux autres monnaies ont découlé dans une forte mesure de l'évolution du dollar.

L'augmentation annuelle des prix à la consommation s'est inscrite en moyenne à 3% environ au cours des trois derniers mois de 1985. Pour les prix de gros, le renchérissement a eu en revanche tendance à reculer encore. Durant le second semestre, les prix des marchandises importées ont diminué du fait de la baisse du dollar et des prix des matières premières.

2. Evolution de l'économie

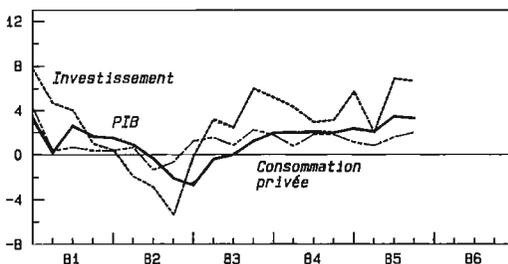
Produit intérieur brut et production industrielle

Au troisième trimestre de 1985, la croissance du produit intérieur brut réel (PIB) a fléchi à la suite du léger affaiblissement, observé depuis le milieu de 1985, de la demande étrangère. Néanmoins, le PIB dépassait de 3% environ, comme au deuxième trimestre, son niveau de la même période de 1984.

Selon l'indice composite que publie le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le rythme d'activité dans l'industrie a perdu un peu de son dynamisme au cours du quatrième trimestre. Cette évolution est due au fait que les exportations ont faibli légèrement avant tout dans des branches axées sur les biens de consommation. En revanche, l'industrie des biens d'équipement a connu un essor ininterrompu.

En données corrigées des variations saisonnières, la production a augmenté par rapport au trimestre précédent dans l'ensemble de l'industrie. Le taux d'utilisation des capacités techniques a progressé encore pour atteindre un peu plus de 86% au quatrième trimestre de 1985, contre 84% au dernier trimestre de 1984. Simultanément, la part des heures supplémentaires au total des heures travaillées s'élevait à 2,2% (quatrième trimestre de 1984: 1,8%). Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – reposant sur la production envisagée ainsi que sur les achats prévus de matières premières et de

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



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

produits semi-ouvrés –, la production devrait encore s'accélérer.

Par rapport à la période correspondante de 1984, les entrées de commandes ont augmenté de 6% au troisième trimestre. Les entrées provenant de Suisse se sont accrues de 2% et celles de l'étranger, de 22%. Quant aux carnets de commandes, ils ont également progressé de 6%. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles, cette évolution s'est maintenue au quatrième trimestre et devrait se poursuivre au cours des trois mois suivants. Dans l'ensemble, les carnets de commandes étaient jugés satisfaisants par les entrepreneurs.

Consommation privée

Au troisième trimestre, la consommation privée s'inscrivait, en termes réels, 2% au-dessus du niveau de la période correspondante de 1984. Les indicateurs disponibles font apparaître une évolution semblable au quatrième trimestre. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté fortement et dépassait nettement le niveau enregistré au quatrième trimestre de 1984. Les importations de biens de consommation durables ont continué de s'accroître. Quant aux ventes de voitures, qui, durant le premier semestre de 1985, s'étaient établies au-dessous de celles de la période correspondante de 1984, elles ont progressé également.

Pour les prochains mois, les détaillants s'attendent à une expansion du volume d'affaires, en

raison notamment de l'excellente propension à consommer. L'indice du climat de consommation a presque atteint les niveaux records de 1980.

Dans le secteur du tourisme, le nombre des nuitées n'a dépassé que faiblement, au quatrième trimestre, le chiffre observé durant la période correspondante de 1984. Les nuitées de clients suisses ont augmenté de 1,1%, alors que celles de touristes étrangers ne variaient quasiment pas.

Investissements

Au troisième trimestre, la croissance des investissements s'est ralentie aussi bien dans le secteur de la construction que dans celui des biens d'équipement. Après correction des variations saisonnières et en taux annualisés, les investissements en biens d'équipement ont progressé de 8% par rapport au trimestre précédent. Durant les six premiers mois de 1985, ils s'étaient élevés de 14% environ. Les commandes passées par des résidents à l'industrie des machines ont reculé par rapport au trimestre précédent, en données corrigées des variations saisonnières. Leur taux annuel de croissance a passé d'environ 25%, au premier semestre, à près de 9%. En revanche, la croissance des importations de biens d'équipement s'est accélérée durant le quatrième trimestre. Si l'on fait toutefois abstraction des importations de véhicules utilitaires qui dépendent lar-

gement des achats d'avions, cet indicateur fait également apparaître un ralentissement du rythme des investissements. Mais, dans l'ensemble, les investissements ont bénéficié d'un bon climat. Selon une enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles, le taux d'utilisation des capacités techniques a encore augmenté dans l'industrie durant le dernier trimestre et l'évolution des commandes est jugée avec optimisme.

Au troisième trimestre, les investissements en constructions s'inscrivaient, en termes réels, 4% au-dessus du niveau de la période correspondante de 1984. Contrairement au premier semestre, l'activité n'a pas été soutenue uniquement par le secteur artisanal, mais aussi par la construction de logements. La croissance des entrées de commandes donne à penser qu'une stabilisation est intervenue dans la construction de logements, après la forte baisse du premier semestre. Mesurée aux projets de construction, la demande relative à la construction de logements a augmenté légèrement durant le quatrième trimestre; toutefois, elle s'est encore établie nettement au-dessous du niveau de l'année précédente. Par contre, les constructions dans le secteur artisanal semblent avoir perdu un peu de leur dynamisme, après la forte croissance du premier semestre de 1985. Les entrées de commandes ont stagné au troisième trimestre et la croissance des projets a faibli dans le domaine des constructions industrielles.

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

	1982	1983	1984	1985	1984		1985			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	- 5,8	7,3	3,6	8,7	2,8	2,5	4,1	12,4	10,4	13,8
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	- 3,6	7,2	- 6,4	- 2,8	- 10,5	8,8	- 24,4	- 19,9	12,2	-
Logements construits, dans 96 villes	6,7	- 5,7	6,9	2,0	- 2,9	4,9	- 5,6	- 18,1	- 0,1	-
Projets de constructions Industrielles ¹										
- volume des projets	- 22,5	17,4	- 8,0	- 34,5	- 3,8	- 3,7	6,4	55,9	- 7,7	96,4
- nombre de projets	16,3	11,8	31,5	12,6	30,9	53,2	7,9	24,4	2,2	16,5

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Le volume du commerce extérieur a continué de croître au quatrième trimestre, mais sa crois-

sance annuelle a reculé, comme au trimestre précédent. Les importations et les exportations de biens d'équipement ont augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne. Une évolution identique avait déjà été notée durant les trimes-

Tableau 3: Commerce extérieur¹ (variation en % par rapport à l'année précédente)

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

a) Chiffres provisoires

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

Tableau 4: Balance des transactions courantes¹ (balance des revenus)

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

a) Chiffres provisoires

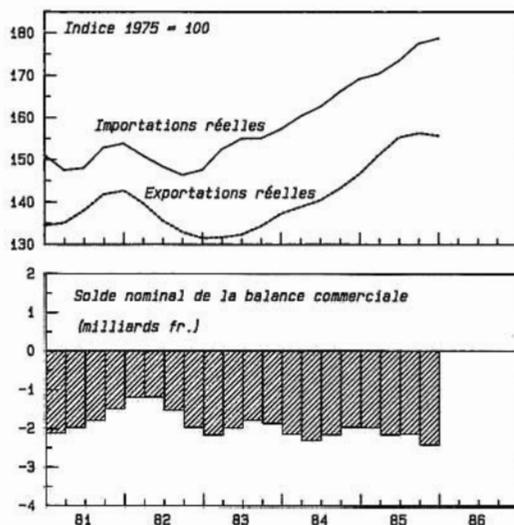
*) Selon de premières estimations

¹ En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis

² Y compris l'énergie électrique

³ Revenus du travail et des capitaux

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

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

tres précédents. Simultanément, les taux annuels de renchérissement des biens importés et exportés ont reculé et s'établissaient au-dessous de 1% au quatrième trimestre.

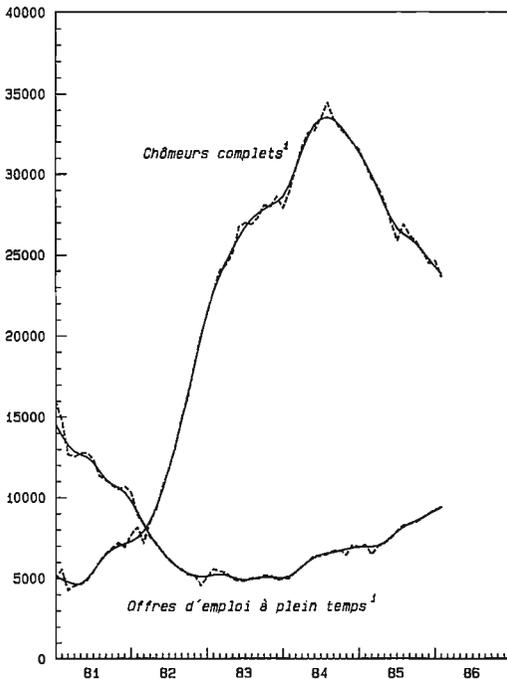
Malgré l'affaiblissement de la demande étrangère, apparu au second semestre, le volume des exportations dépassait, en 1985, de 9,1% le niveau de l'année précédente. Le volume des livraisons de biens d'équipement a haussé plus fortement (10,7%) que la moyenne des exportations, alors que les taux annuels de croissance des biens de consommation (8,8%), des matières premières et produits semi-ouvrés (7,9%) s'établissaient au-dessous de celle-ci. Les prix des livraisons à l'étranger se sont accrus au même rythme que les prix de gros et s'inscrivaient 1,9% au-dessus du niveau de 1984. La répartition par pays montre que les exportations vers les Etats-Unis ont augmenté, en valeur, dans une mesure particulièrement forte en 1985. Avec 19,7%, la plus grande part est encore revenue à la République fédérale d'Allemagne. Les Etats-Unis ont été le deuxième plus important client de l'industrie suisse d'exportation, devant la France, le Royaume-Uni et l'Italie. Si la part des pays de la CEE est restée stable, celle des pays en développement (y compris l'OPEP) a fléchi nettement.

La croissance annuelle du volume des importations s'est inscrite à 5,2% en 1985 et a donc été nettement inférieure au rythme annuel des exportations. Comme les prix des biens importés ont augmenté de 4,7%, les importations ont progressé en valeur de 10,1%. Les importations de biens d'équipement ont augmenté de 8,7%, enregistrant la plus forte hausse comme dans les exportations, celles de matières premières et de produits semi-ouvrés, de 7,6%, et celles de biens de consommation, de 2,5%, alors que les importations de produits énergétiques reculaient de 0,2%. La répartition par pays montre que seules les importations en provenance de la République fédérale ont augmenté en valeur dans une mesure supérieure à la moyenne. En tant que plus important partenaire commercial de la Suisse, la République fédérale a vu sa part aux importations totales passer de 29,2% en 1984 à 30,6% en 1985. La part des pays de l'Europe de l'Ouest a également augmenté en 1985. Par contre, celle des pays en développement (y compris l'OPEP) a diminué d'environ un pour cent.

Au quatrième trimestre, la balance des transactions courantes s'est soldée par un excédent de 3 milliards de francs, contre 1,9 milliard au trimestre précédent. En 1985, elle a enregistré, d'après des estimations provisoires, un excédent de 11,1 milliards de francs; amorcée depuis 1981, la tendance à des excédents élevés s'est donc maintenue. Ce résultat découle, d'une part, d'une diminution du déficit du commerce extérieur et, d'autre part, de la hausse du solde actif des revenus de capitaux. Pour la première fois depuis 1981, la balance des biens et des services a accusé un léger excédent.

Emploi et marché du travail

Au quatrième trimestre, l'emploi a continué de progresser en données corrigées des variations saisonnières. Son rythme de croissance a toutefois ralenti par rapport aux trimestres précédents. L'emploi s'est inscrit 1% au-dessus du niveau observé un an auparavant; cette hausse correspond à 24 600 personnes. L'effectif du personnel de l'industrie s'est accru de nouveau plus fortement que dans les services. Dans la construction, les effectifs ont augmenté légèrement en l'espace

Graphique 12: Marché du travail

¹ Données cvs et lissées

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

d'une année. Dans les branches de l'industrie, l'évolution de l'emploi a été identique à celle des trimestres précédents. La croissance la plus vive a été enregistrée dans l'industrie des machines.

Les effectifs ont également progressé dans l'industrie du cuir et dans la chimie. D'autre part, le marché de l'emploi est caractérisé par un manque de personnel qualifié dans de nombreuses branches.

Parallèlement à l'expansion de l'emploi, le nombre des chômeurs a diminué, en données corrigées des variations saisonnières, durant le quatrième trimestre. La part des chômeurs complets à la population active a passé de 1,1% à 0,9% en l'espace d'une année. Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a été nettement inférieur à celui du quatrième trimestre de 1984. Quant aux offres d'emploi, elles ont augmenté par rapport à ce même trimestre de 1984.

Prix et salaires

Au quatrième trimestre, la hausse annuelle des prix s'inscrivait à 3,1% en moyenne, soit légèrement au-dessous du niveau du trimestre précédent. Au mois de novembre, l'indice des prix à la consommation a augmenté à la suite de l'accroissement de 0,7% de la rubrique des loyers du logement, qui fait l'objet d'un relevé semestriel. L'évolution des prix de l'huile de chauffage a eu un effet modérateur sur le renchérissement. Par contre, les produits alimentaires ont enregistré une forte hausse des prix, due en partie aux conditions météorologiques. Dans l'ensemble,

Tableau 5: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1982	1983	1984	1985	1985					1986	
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.		déc.
Indice de l'emploi ¹	-1,1 ²	-1,3	-0,4	-	0,6	0,9	1,0	-	-	-	-
Taux de chômage ^{3, 4}	0,4	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9
Chômeurs ⁴	13 220	26 288	32 061	27 025	26 692	22 977	24 763	22 651	24 770	26 867	28 433
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ⁴	36 611	48 930	11 232	2 133	1 683	712	1 604	1 316	2 043	1 453	1 951
Offres d'emploi à plein temps ⁴	6 352	5 591	6 269	7 898	7 729	8 578	8 327	8 779	8 458	7 745	8 546

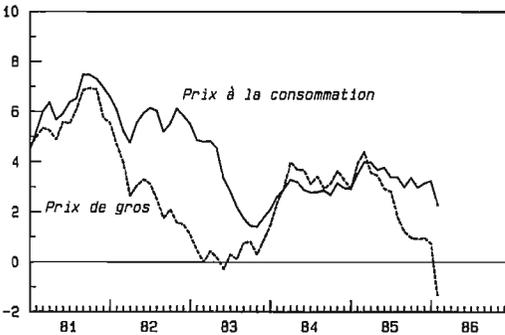
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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, OFIAMT

Graphique 13: Evolution des prix¹

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

les prix des biens ont toutefois augmenté une nouvelle fois moins fortement que les prix des services. En janvier et en février, le niveau des prix n'a pas varié d'un mois à l'autre, de sorte que le taux annuel d'inflation a reculé à 2,2% puis à 1,3%. Cette stabilité de l'indice des prix à la consommation s'explique en premier lieu par le recul des prix de l'huile de chauffage. Le poste du chauffage et de l'éclairage a diminué de 11,3% depuis décembre, compensant ainsi les hausses des autres rubriques.

La hausse annuelle des prix de gros s'est encore ralentie au quatrième trimestre; en décembre, elle s'établissait à 0,7%, soit à son niveau le plus bas depuis le mois d'octobre 1983. Répartis selon la provenance des marchandises, les prix de gros des biens importés se sont inscrits 0,7% au-dessous du niveau de la période correspondante de 1984. Le recul des prix des matières premières, notamment la chute des prix sur le marché du pétrole, a joué un rôle modérateur. Comme la monnaie américaine s'est encore dépréciée durant le quatrième trimestre, les prix exprimés en francs ont aussi diminué. A la fin de l'année, les prix de gros des matières premières et des produits semi-ouvrés n'était que de 0,1% supérieurs à leurs niveaux d'une année auparavant, alors que les prix des produits énergétiques s'inscrivaient 0,4% au-dessous de ceux de l'année précédente.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des

travailleurs dépassaient de 3,1%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant. Compte tenu de la hausse des prix, les salaires réels sont restés inchangés. En moyenne annuelle, ils ont toutefois fléchi de 0,4%. Se fondant sur les conventions salariales pour 1986, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ prévoit une hausse de 4,5% des salaires bruts. Comme le renchérissement semble reculer nettement par rapport à l'année passée, il en résultera, pour la première fois depuis 1983, une hausse des salaires réels.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au quatrième trimestre de 1985, la monnaie centrale ajustée a progressé de 1,5%, restant ainsi au-dessous de l'objectif de 3% fixé par la Banque nationale. Les billets en circulation n'ont augmenté que de 0,3% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, alors que les comptes de virements se sont accrus de 2,4%. En moyenne annuelle également, le taux d'expansion de la monnaie centrale ajustée, 2,2%, est resté inférieur à l'objectif monétaire.

Durant les deux premiers mois de 1986, la Banque nationale a accru la monnaie centrale ajustée conformément à l'objectif annoncé de 2%. Le faible taux de croissance enregistré en janvier ne résulte pas d'un cours plus restrictif de la politique monétaire, mais reflète la forte progression de cet agrégat au cours du mois correspondant de l'année précédente. De même, la croissance relativement faible des billets en circulation en janvier s'explique par un effet de base. Au mois de février, le taux annuel de progression de la monnaie centrale ajustée s'est établi à 2%.

L'évolution des autres agrégats monétaires au quatrième trimestre a été caractérisée par une nette reprise des dépôts à vue et, surtout, des dépôts d'épargne. La croissance des dépôts à terme s'est ralentie, alors que le numéraire en circulation stagnait, de sorte que M_1 , M_2 et M_3 dépassaient respectivement de 1,5%, 6,5% et 5,1% leur niveau observé un an plus tôt.

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

Les taux d'intérêt des euro-francs, après avoir reculé au mois de novembre, sont en moyenne restés pratiquement inchangés aux mois de décembre et janvier. Suite à cette évolution, les grandes banques ont, jusqu'au début décembre, réduit à deux reprises et au total d'un demi-point leurs rémunérations des dépôts à terme, ramenant ces dernières à 3½% pour les durées de 3 à 8 mois et à 3¾% pour les durées de 9 à 12 mois.

De novembre 1985 à janvier 1986, la Confédération a placé chaque mois des créances comptables à trois mois, auxquelles se sont ajoutées des créances comptables à six mois en janvier. Leur rendement a été en moyenne inférieur d'un demi-point au taux des euro-francs pour des échéances correspondantes.

Les avoirs que les banques, le commerce et l'industrie détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission se sont élevés en moyenne à 8,6 milliards de francs entre novembre 1985 et janvier 1986 et ont ainsi dépassé de 1,9% leur niveau observé un an auparavant. L'échéance annuelle s'est déroulée sans grande difficulté, les

comptes de virements atteignant un montant de 14,1 milliards de francs (1984: 14,2 milliards).

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	8,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 ²	0,0	7,3	4,9
1984 3e trim.	3,3	5,5	6,0
1984 4e trim.	3,5	7,3	5,9
1985 1er trim. ²	- 0,5	7,1	5,0
1985 2e trim. ²	- 1,0	8,6	5,0
1985 3e trim. ²	0,3	7,2	4,4
1985 4e trim. ²	1,5	6,4	5,1
1985 octobre ²	1,6	6,6	4,5
1985 novembre ²	1,5	5,5	4,8
1985 décembre ²	1,3	7,1	5,9
1986 janvier ²	2,4	6,4	6,1

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. Chiffres révisés; voir «Révision de la statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985, tableau 2, et Bulletin mensuel BNS tableaux 11 et 12; Principauté de Liechtenstein = territoire étranger

² Chiffres provisoires

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

M₂ = M₁ + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

Tableau 6: 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
1982	22 064	0,7	7 102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7 549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7 826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	574	31 142	2,2
1984 4e trim.	23 799	3,1	8 375	4,6	832	31 342	3,2
1985 1er trim.	23 838	3,6	7 853	0,4	578	31 113	2,4
1985 2e trim.	23 520	1,8	7 954	6,7	612	30 862	2,7
1985 3e trim.	23 263	0,6	8 000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4e trim.	23 883	0,3	8 554	2,4	628	31 809	1,5
1985 octobre	23 203	0,3	8 341	6,2	519	31 025	1,8
1985 novembre	23 363	0,5	8 302	3,0	450	31 215	1,4
1985 décembre	25 083	0,2	9 019	- 2,1	916	33 186	1,2
1986 janvier	24 209	- 0,2	8 567	5,4	710	32 066	0,9
1986 février	23 662	0,4	7 775	3,0	206	31 231	2,0

¹ Moyenne des valeurs mensuelles, en millions de francs

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

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

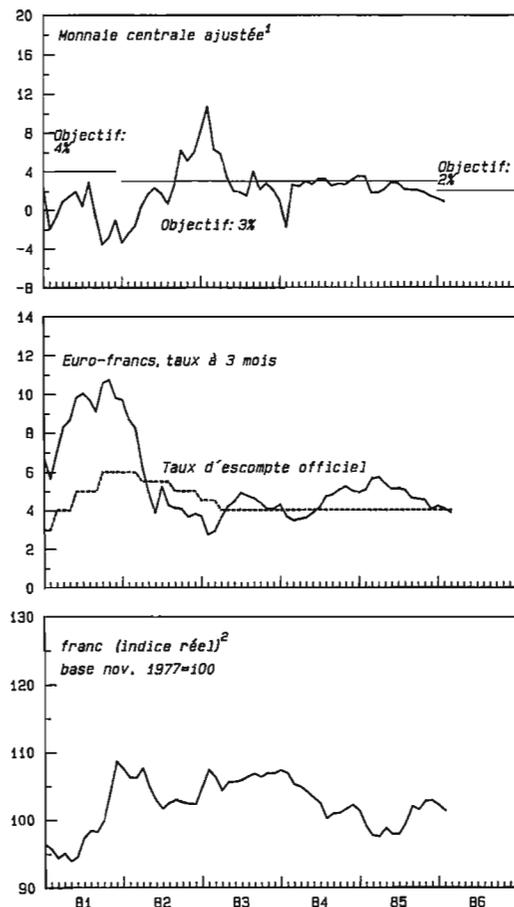
Marché des changes

Au cours des mois de novembre à février, le dollar s'est à nouveau déprécié face au franc suisse. Fluctuant entre fr. 1,87 et 2,15, il a ainsi perdu en moyenne plus de 50 centimes par rapport au cours moyen enregistré à la même période de l'an dernier. Durant les mois sous revue, le mark allemand s'est quelque peu apprécié par rapport au franc et, à fin février, il valait légèrement plus de fr. 0,84. Alors que le yen japonais, le franc français et la lire italienne sont restés stables vis-

à-vis du franc suisse, la livre sterling a fléchi à fr. 2,80 en raison de la chute des prix pétroliers sur les marchés mondiaux.

Le cours réel du franc suisse a évolué de façon différenciée face aux monnaies des principaux partenaires commerciaux durant le quatrième trimestre. Il s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain, de la lire italienne et du mark allemand, alors qu'il a faibli vis-à-vis du franc français, de la livre sterling et du yen japonais. Comparativement au quatrième trimestre de 1984, le cours du franc pondéré en fonction des exportations a enregistré au total une légère appréciation, soit de 0,9% en termes réels et de 2,6% en termes nominaux.

Graphique 14: Suisse



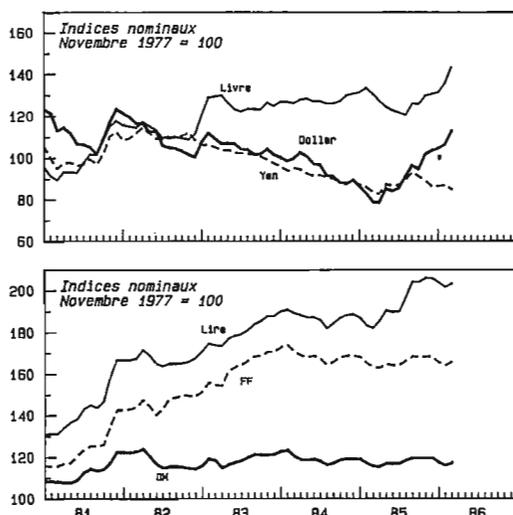
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente; objectifs: croissance moyenne de la monnaie centrale ajustée par rapport à l'année précédente

² Cours pondéré par les exportations

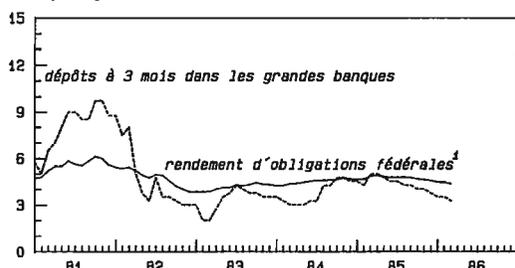
Marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, le léger recul des rendements a continué entre novembre et fin janvier. L'emprunt obligataire à 4¾% émis par la Confédération à la mi-décembre selon le système d'enchères a obtenu un rendement de 4,56% (durée: 15 ans). En janvier, le rendement de cet emprunt se situait toujours à environ 4½%, de telle sorte qu'une diminution à 4½% des coupons

Graphique 15: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt

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

des emprunts des débiteurs de premier ordre paraît proche.

Les grandes banques et les banques cantonales ont ramené, en novembre et décembre, les rémunérations de leurs obligations de caisse de 4¼–5% à 4½–4¾% selon la durée, ce qui a rendu les dépôts d'épargne relativement plus attrayants que par le passé, leur rémunération étant restée constante à 3½%. Dans le domaine des prêts hypothécaires, différentes banques ont réduit à 5¼% le taux des nouvelles hypothèques en premier rang pour la construction de logements.

Au quatrième trimestre de 1985, le prélèvement opéré sur le marché suisse des capitaux par les émissions publiques d'emprunts obligataires

(sans les conversions) s'est inscrit à 9 milliards de francs (4^e trimestre 1984: 4,4 milliards). Comme les remboursements ont atteint 1,1 milliard (1,6 milliard), le prélèvement net s'est élevé à environ 7,9 milliards (2,8 milliards). La part des débiteurs suisses au prélèvement net s'est chiffrée à 31%.

Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux délivrées par la Banque nationale au quatrième trimestre de 1985 ont atteint 14,1 milliards de francs, augmentant de 53% par rapport à la période correspondante de 1984. Les émissions publiques d'emprunts ont enregistré une hausse particulièrement marquée, puisque leur volume s'est accru de 107% pour s'inscrire à 6,1 milliards de francs. Les placements de «notes» ont progressé de 35%, passant à 5,6 milliards de francs. Quant aux crédits, leur expansion a été relativement moins forte; ils se sont accrus de 12%, atteignant ainsi 2,3 milliards.

La forte progression des émissions publiques d'emprunts de débiteurs étrangers reflète notamment la nette tendance observée sur le plan international à lancer des opérations portant sur des montants élevés. Cette évolution, parallèlement à l'essor vigoureux des euro-obligations, a pu s'étendre au marché suisse grâce à l'abolition du plafond de 200 millions de francs par émission. A la suite de cette suppression, des emprunts à coupon zéro ont été émis pour la première fois en Suisse au quatrième trimestre 1985. En outre, les

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

	Emprunts ¹	«Notes»	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985 ²	16 850,2	19 448,4	8 151,0	1 937,5	46 387,1
1984 2 ^e trim.	2 947,9	5 924,2	2 205,9	240,6	11 318,6
1984 3 ^e trim.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
1984 4 ^e trim.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1 ^{er} trim.	3 902,2	5 612,0	1 961,1	366,0	11 841,2
1985 2 ^e trim.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3 ^e trim.	4 086,7	3 882,7	2 560,0	293,7	10 823,1
1985 4 ^e trim. ²	6 117,2	5 645,0	1 533,2	779,5	14 074,9

¹ Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies

² Chiffres provisoires

débiteurs ont recouru plus largement au couplage d'émissions d'emprunts à long terme avec des swaps de monnaies, en vue de réduire les frais de recueil de fonds.

Les exportations de capitaux ont continué de se concentrer sur les pays industrialisés; ces derniers ont prélevé plus du 80% des exportations de capitaux soumises à autorisation au quatrième trimestre. Après avoir été particulièrement faible aux trimestres précédents, la part des pays en développement, 6%, s'est légèrement accrue. Les organisations internationales de développement, en particulier la Banque mondiale qui reste le plus important emprunteur sur le marché suisse des capitaux, ont prélevé 11%, le reste échéant aux pays à commerce d'Etat et aux pays de l'OPEP.

Bilans bancaires et crédits

A la suite de la baisse du dollar, la croissance des bilans des 71 banques s'est ralentie au quatrième trimestre de 1985. A la fin du mois de décembre 1985, la somme des bilans dépassait de 8,4% le montant correspondant de l'année précédente (décembre 1984: 10,7%). Avec un cours du dollar inchangé, la somme des bilans se serait accrue de 12%.

La progression annuelle de l'ensemble des crédits a fléchi à 8% (décembre 1984: 11,6%). Les crédits à la clientèle suisse affichaient une expansion de 9,9% à fin décembre (décembre 1984: 9,5%). Ce sont surtout les crédits commerciaux qui ont fortement augmenté, leur taux de progression s'élevant à 10,8%. La croissance des prêts hypothécaires s'est accélérée à 9,2% (décembre 1984: 8,4%), ce qui s'est traduit par une hausse moyenne d'environ un milliard de francs par mois depuis septembre 1985.

Du côté du passif, les fonds de tiers (dépôts à vue, à terme, d'épargne, ainsi que les obligations de caisse et les obligations) se sont accrus de 5,3%, la progression des fonds libellés en francs suisses se chiffrant à 8,7%. Toutefois, la croissance des dépôts à terme a chuté, passant de 23,3% à 1,4% entre décembre 1984 et décembre 1985. Au cours des derniers mois, à la suite de la

baisse des rémunérations des dépôts à terme, on a observé une réallocation des fonds en faveur des dépôts à vue et des dépôts d'épargne. S'agissant des fonds d'épargne, leur taux de progression a atteint 4,5% en décembre, contre 1,7% en septembre. Outre la réduction de l'écart entre les taux d'intérêt, l'introduction de comptes d'épargne «3e pilier» bénéficiant de réductions fiscales devrait aussi avoir conduit à des transferts de fonds en faveur des comptes de dépôt figurant dans les fonds d'épargne. Pour ce qui est des obligations de caisse, leur forte croissance s'est poursuivie à un rythme de 11,9% (décembre 1984: 8,6%), de sorte que le fort afflux de fonds auprès des 71 banques au cours du dernier trimestre 1985 a permis à ces dernières de diminuer leurs rémunérations à deux reprises.

Dans la seconde partie de 1985, les affaires fiduciaires se sont sensiblement ralenties. Au mois de décembre, elles étaient inférieures de 3,3% à leur niveau de décembre 1984 (septembre: +5,5%). Les placements en francs suisses, bénéficiant de réaménagements importants de portefeuilles, dépassaient en décembre de 24,2% leur niveau d'une année auparavant, alors que les placements en monnaies étrangères diminuaient de 7,9%.

Währungspolitik im Kleinstaat

Hans Meyer*

Das Jahr 1985 war von starken Wechselkursbewegungen begleitet. Es brachte vor allem eine Korrektur des lange Zeit überbewerteten Dollars. Der Kurs der amerikanischen Währung büsste gemessen an seinem in der ersten Märzhälfte 1985 erreichten Höchststand gegenüber allen wichtigen Währungen stark an Wert ein. Im Vergleich zum Schweizerfranken betrug der Kursverlust annähernd 30%.

Die Dollarkurskorrektur wurde gefördert durch massive Devisenmarktinterventionen sowie – wenn auch in geringerem Masse – durch wirtschaftspolitische Massnahmen, welche die Finanzminister und Notenbankgouverneure der sogenannten Fünfergruppe Ende September beschlossen hatten. Neu an dieser Aktion war vor allem das Engagement der Vereinigten Staaten, die in den letzten Jahren eine äusserst zurückhaltende Interventionspolitik verfolgt und nur bei schweren Marktstörungen interveniert hatten. Gleichzeitig fällt auf, dass in verschiedenen internationalen Gremien eine ansehnliche Zahl von Untersuchungen über die Funktionsweise des Wechselkurssystems und die Möglichkeiten seiner Verbesserung zur Diskussion stehen.

Welche Position nimmt hier die Schweiz ein, die als kleine, offene Volkswirtschaft besonders stark von Wechselkursbewegungen betroffen ist? Wie gross ist der währungspolitische Freiraum eines Kleinstaates, und wo liegen seine Grenzen? Mit diesen Fragen möchte ich mich in den folgenden Ausführungen befassen.

1. Vom Fixkurssystem zur Geldmengenpolitik

Die Schweiz ist nicht Mitglied des Internationalen Währungsfonds; sie ist aber vom Weltwährungs-

system, wie es in den Statuten des IWF umrissen ist, ohne Zweifel stark betroffen. In der Ära fester Wechselkurse hielt sich unser Land freiwillig an die Vereinbarungen von Bretton Woods. Die Schweiz war jedoch eines der ersten Länder, die Anfang 1973 unter dem Druck der Verhältnisse zu flexiblen Wechselkursen übergangen. Die Devisenkäufe, die im Fixkurssystem zur Verteidigung des häufig unter Aufwertungsdruck stehenden Frankenkurses notwendig waren, führten zu einer Geldmengenexpansion, die jede Inflationsbekämpfung illusorisch machte. Erst der Wechsel zum Floating ermöglichte eine weitgehend autonome Steuerung der Geldmenge.

Seit dem Übergang zur Geldmengenpolitik im Jahre 1975 wurde die Zielvorgabe für das jährliche Geldmengenwachstum schrittweise von anfänglich 6% auf heute 2% zurückgenommen, was ungefähr dem längerfristig angestrebten Expansionspfad entspricht. Die Inflationsrate bildete sich von knapp 10% im Jahresmittel von 1974 auf rund 3% Ende 1985 zurück. Wir sind mit der Teuerungsbekämpfung noch nicht am Ziel. Längerfristig streben wir mindestens eine weitere Halbierung der Rate an.

Bei näherer Betrachtung sieht man allerdings, dass die Kur nicht ohne Kosten und Rückschläge erfolgte. 1975 erlebte die Schweiz einen der schwersten Konjunkturunbrüche ihrer Geschichte: Das reale Bruttosozialprodukt fiel um rund 8%, und die Beschäftigung nahm um einige hunderttausend Personen ab. Die Rezession wurde durch die restriktive Geldpolitik der frühen siebziger Jahre wenn nicht ausgelöst, so doch gefördert. Erst halbwegs auf den Beinen, wurde die schweizerische Wirtschaft 1978 von einer neuen heftigen Wechselkurskrise gebeutelt. Von Mitte 1977 bis Herbst 1978 erhöhte sich der exportgewichtete Kurs des Schweizer Frankens nominal um fast 50% und real um gut einen Drittel. Weite Teile der Exportwirtschaft fürchteten um ihre Existenz. Die achtziger Jahre haben der Schweiz bisher ruhigere Winde beschert.

* Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten an der Hochschule St. Gallen am 12. Dezember 1985

2. Der Versuch der gleichzeitigen Wechselkursbeeinflussung

Der Übergang zum Floating ermöglichte eine weitgehend autonome, auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik. Er schliesst aber – streng genommen – die gleichzeitige Verfolgung von Wechselkurszielen aus. Würde die Nationalbank versuchen, einen bestimmten Wechselkurs zu verteidigen, so ergäbe sich rasch ein Zielkonflikt. Der Kurs einer Währung reagiert schnell auf wirtschaftliche Umweltveränderungen, insbesondere auf Änderungen der Geldpolitik. Gehen andere Länder beispielsweise zu einer expansiveren, inflationären Geldpolitik über, so werden deren Währungen auf den Devisenmärkten tiefer bewertet. Die Nationalbank kann den Frankenkurs in einer solchen Situation nur stabil halten, wenn sie massiv ausländische Währung kauft und dabei die Geldmenge im Inland ausdehnt. Soweit die Theorie. Sie wurde durch reichliche eigene Erfahrungen der Nationalbank erhärtet.

Als Notenbank eines stark auslandorientierten Landes, das mehr als einen Drittel seines Brutto-sozialprodukts exportiert und importiert, muss die Nationalbank dennoch auf die Wechselkursentwicklung Rücksicht nehmen. Das Geldmengenziel wird denn auch jedes Jahr unter dem Vorbehalt formuliert, dass keine unerwarteten Ereignisse eintreten. Gedacht ist dabei in erster Linie an ausserordentliche Wechselkursbewegungen.

Wechselkursprobleme prägten vor allem die zweite Hälfte der siebziger Jahre. Der Frankenkursanstieg veranlasste die Nationalbank Ende 1974, verschiedene administrative Gegenmassnahmen zu ergreifen. Im Vordergrund stand ein Verzinssungs- und Anlageverbot für ausländische Gelder. Ausserdem wurden die Exporteure von Kapital verpflichtet, die benötigten Dollars bei der Nationalbank zu erwerben. Mit dieser Konversionspflicht erhöhten wir unseren Spielraum für Dollarkäufe. Die administrativen Massnahmen vermochten den Frankenkursanstieg jedoch nicht zu bremsen. Die Wirkungen der Massnahmen wurden nicht zuletzt durch Umgehungsmöglichkeiten auf ausländischen Finanzmärkten, mit denen die Schweiz eng verflochten ist, stark eingeschränkt.

Aufgrund dieser Erfahrungen versuchten wir in einer zweiten Phase, zusätzlich zu den administrativen Massnahmen, der Frankenkurseskalation mit sterilisierten Interventionen Einhalt zu gebieten. Wir machten uns dabei die unterschiedliche Wirkungsverzögerung, mit der Wechselkurse und Preisniveau auf Änderungen der Geldpolitik reagieren, zunutze: Am Devisenmarkt wurden Dollars gekauft. Die Dollarkäufe führten zu einer Ausdehnung der Notenbankgeldmenge und zu einem Rückgang insbesondere der Geldmarktsätze. Als die Wechselkurse reagierten, wurde der Geldmengenüberhang wieder abgebaut. Auf diese Weise gelang es zunächst, die Wechselkurse in der gewünschten Richtung zu beeinflussen und gleichzeitig die Geldmengenexpansion einigermaßen auf dem Zielpfad zu halten. Diese Interventionsstrategie wurde jedoch bald durchschaut und verlor ihre Wirkung. Die Wechselkuserwartungen liessen sich durch vorübergehende Abweichungen vom Geldmengenziel je länger desto weniger beeinflussen. Die sterilisierten Interventionen verpufften wirkungslos; die Nationalbank wurde sozusagen das Opfer ihrer eigenen, glaubwürdigen Stabilisierungspolitik.

Als es im Herbst 1978 allen Abwehrmassnahmen zum Trotz zu einer eigentlichen Wechselkurskrise kam und der Frankenkursanstieg das tragbare Mass überschritt, sah sich die Nationalbank veranlasst, die Geldmengenpolitik zugunsten eines Wechselkursziels von deutlich über 80 für die DM/sFr.-Relation zu sistieren. Die Verteidigung dieses Wechselkursziels führte innert kurzer Zeit zu einer starken Aufblähung der Notenbankgeldmenge. Von September bis Dezember 1978 nahm diese um rund 30% zu. Mit der üblichen zeitlichen Verzögerung beschleunigte sich auch die Inflation und erreichte im Herbst 1981 eine Rate von 7,5%. Als sich die Lage an den Devisenmärkten 1979 normalisierte, baute die Nationalbank den Geldmengenüberhang wieder ab und kehrte zur Geldmengenpolitik zurück. Die administrativen Massnahmen wurden schrittweise bis 1980 beseitigt. Hingegen ist die Korrektur des Teuerungsschubs noch immer im Gange.

In den letzten Jahren bot die Wechselkursentwicklung, obwohl sie weiterhin recht bewegt war,

der Schweiz keine existentiellen Probleme. Dies hat verschiedene Gründe. Vor allem waren die Ausschläge des D-Mark-Kurses, der für uns im Vordergrund steht, weniger stark als in den siebziger Jahren. Der Markkurs bewegt sich seit Ende 1981 ohne grössere Interventionstätigkeit der Nationalbank innerhalb einer Bandbreite von 81 bis 85 Rappen. Kursfluktuationen entstanden vor allem im Zusammenhang mit grösseren Dollarkursausschlägen, bei denen je nach Situation die D-Mark oder der Schweizer Franken als Gegenwährung stärker bevorzugt wurde.

Der Dollarkursanstieg, der als wichtiger Pendelausschlag in eine neue Richtung die erste Hälfte der achtziger Jahre prägte, hatte für unsere Volkswirtschaft unterschiedliche Auswirkungen. In erster Linie brachte er der Exportwirtschaft unverkennbare Wettbewerbsvorteile. Er hat damit auch bei uns in erheblichem Masse zur Überwindung der Rezession beigetragen. Diese an sich erwünschte Wirkung erschien allerdings in zunehmendem Masse bedenklich. So musste damit gerechnet werden, dass die aus längerfristiger Perspektive unrealistisch erscheinende Kurskonstellation für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung falsche Zeichen setzen würde. Im Vordergrund stand dabei die Befürchtung, dass die konsequente Fortführung der Strukturereinigung durch die lauen Lüfte einer neuen Exportkonjunktur in Frage gestellt werden könnte.

Zur Abrundung des Bildes ist darauf hinzuweisen, dass die Dollarstärke die Importeure benachteiligt und den Teuerungsabbau in der Schweiz verzögert hat.

Schliesslich hat die Wirtschaft auch besser mit flexiblen Wechselkursen leben gelernt. Absicherungsstrategien wurden entwickelt und ausgebaut. Ich denke dabei vor allem an die Devisenterminmärkte und an die währungsmässige Diversifizierung von Forderungen und Verbindlichkeiten. Diese Schutzmassnahmen vermögen die Probleme frei schwankender Wechselkurse allerdings nur teilweise abzufedern. Die Absicherung auf dem Devisenterminmarkt hat zwar den grossen Vorteil, den künftigen Wechselkurs quantifizierbar und damit planbar zu machen. Sie löst aber nicht die Probleme, die sich aus einem verzerrten Kursniveau ergeben – z.B. die Ein-

busse an Wettbewerbsfähigkeit, die sich bei einem überhöhten Wechselkursniveau vor allem dann ergibt, wenn die Kursverzerrungen längere Zeit anhalten.

3. Die Bemühungen um eine Reform des internationalen Währungssystems

Soweit die schweizerischen Erfahrungen mit dem Floating. Hebt man den Blick über die Landesgrenzen, so stellt man ebenfalls Wechselkursprobleme fest. Auch auf internationaler Ebene beschäftigt man sich deshalb intensiv mit den Vor- und Nachteilen flexibler Wechselkurse. Die Wechselkursschwankungen beim Floating waren zweifellos stärker, als man Anfang der siebziger Jahre vermutet hatte. Nicht nur die kurzfristige Volatilität, sondern vor allem die – wie das Beispiel der jüngsten Dollarkursentwicklung zeigt – oft über Jahre anhaltenden Abweichungen vom Trend haben überrascht.

Feste Wechselkurse erwiesen sich als zu rigid, flexible als zu volatil. Wen wundert's, dass schon kurz nach dem Übergang zum Floating nach Mitteln und Wegen zur Verbesserung des internationalen Währungssystems gesucht wurde. Hauptschauplatz der Diskussionen war der Internationale Währungsfonds, insbesondere der dafür zuständige Interimausschuss. Schon 1972, das heisst noch vor dem Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton Woods, wurden Verhandlungen über eine Reform des internationalen Währungssystems aufgenommen. Erschwert durch den raschen und weltweiten Inflationsanstieg, den zweiten Ölpreisschock, den Übergang wichtiger Industrieländer zum Floating und die Rezession, zogen sich diese Gespräche in die Länge.

Auf eine wichtige Änderung des internationalen Währungssystems konnte sich der Interimausschuss erst an der Jahresversammlung von 1976 in Jamaika einigen. Die Reform brachte vor allem die Legalisierung bestehender Wechselkurspraktiken, insbesondere des Floatings, die Verpflichtung der Mitgliedländer, sich um geordnete wirtschaftliche Verhältnisse zu bemühen, sowie die Ermächtigung des IWF zur Überwachung des internationalen Währungssystems.

Während feste Wechselkurse im Fixkurssystem als Mittel zur Erreichung wirtschaftlicher Stabilität angesehen wurden, wird heute die wirtschaftliche Stabilität als Voraussetzung für Wechselkursstabilität in den Vordergrund gestellt.

Die Möglichkeit der Mitgliedländer des IWF, ihr Wechselkurssystem frei zu wählen, hat zu einer Vielfalt von Wechselkursordnungen geführt. Von den rund 150 Mitgliedländern des Fonds wählten über 90, darunter praktisch alle Entwicklungsländer, eine Wechselkursbindung, sei es an eine einzelne Währung oder an einen Währungskorb. Andere Länder bevorzugten Formen einer mehr oder weniger beschränkten Kursflexibilität. Ein Beispiel dieser Art ist das Europäische Währungssystem. Nur vier Länder – Japan, Kanada, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten – entschieden sich für ein unabhängiges Floating. In Anbetracht der grossen wirtschaftlichen Bedeutung dieser Länder werden heute dennoch rund drei Viertel des Welthandels zu flexiblen Wechselkursen abgewickelt.

Die Besorgnisse über die starken Wechselkurschwankungen und den massiven Dollarkursanstieg führten zu einer Reihe von Vorschlägen zur Verbesserung des internationalen Währungssystems. So wurde an der Gipfelkonferenz der sieben wichtigsten Industrieländer in Versailles im Jahre 1982 eine Studie über die Erfahrungen mit Devisenmarktinterventionen in Auftrag gegeben. Auf die Ergebnisse der nach ihrem Vorsitzenden, Philippe Jurgensen, benannten Arbeitsgruppe wird noch zurückzukommen sein. An der Gipfelkonferenz des folgenden Jahres im amerikanischen Williamsburg wurde den Finanzministern der Auftrag erteilt, in Absprache mit dem IWF die Bedingungen für ein besseres Funktionieren des internationalen Währungssystems zu definieren. Im Rahmen der Zehnergruppe wurde ein Bericht ausgearbeitet, der im September 1985 erschienen ist. Er untersucht Verbesserungsmöglichkeiten in vier Bereichen:

- die Funktionsweise des Wechselkurssystems,
- die Verstärkung der Überwachungsfunktion des IWF,
- die Steuerung der internationalen Liquidität und
- die Rolle des IWF.

4. Möglichkeiten zur Verbesserung des Wechselkurssystems

Im folgenden möchte ich die wichtigsten Vorschläge zur Verbesserung des Wechselkurssystems, die gegenwärtig diskutiert und auch im Bericht der Zehnergruppe erörtert werden, kurz beleuchten. Stärker als die Extremlösungen vollkommen fester und vollkommen flexibler Wechselkurse stehen im Vordergrund:

- Devisenmarktinterventionen,
- Wechselkurs-Zielzonen sowie
- das Europäische Währungssystem.

Unter den gegenwärtig herrschenden Bedingungen würden wohl die wenigsten zu einem strengen *Fixkurssystem* zurückkehren wollen. Die Unterschiede im wirtschaftlichen Verhalten der einzelnen Länder sind, trotz einer Annäherung der Inflationsraten auf tieferem Niveau, noch zu gross, um feste und einigermaßen stabile Wechselkurse zu gewährleisten. Gleichzeitig kommt dem Wechselkurs infolge der zunehmenden Verflechtung der nationalen Volkswirtschaften eine wesentlich grössere Bedeutung zu als in Zeiten, in denen die nationalen Volkswirtschaften wesentlich weniger offen waren. Die faktische Integration der Weltwirtschaft zeigt sich besonders deutlich an der Entwicklung der Finanzmärkte, für die Landesgrenzen nach einer heute weitverbreiteten Meinung nicht viel mehr als Eintragungen auf der Weltkarte zu sein scheinen. Erfordert die wirtschaftliche Dynamik häufige Wechselkursanpassungen, dann erweist sich ein Fixkurssystem als zu starr. Verzerrungen der Handels- und Kapitalströme infolge ungenügender Kursanpassungen, Spekulationen im Vorfeld erwarteter Paritätsänderungen, wie wir sie vom System von Bretton Woods her kennen, lassen sich kaum vermeiden.

Es gibt auf der anderen Seite auch nicht viele, die ein vollkommen *flexibles Wechselkurssystem* befürworten würden. Man muss sich allerdings davor hüten, flexible Wechselkurse am Vergleich der wirtschaftlichen Entwicklung in der Ära fester Kurse und nach dem Übergang zum Floating zu messen. Mit den wirtschaftlichen Turbulenzen der siebziger Jahre wäre ein Fixkurssystem wohl wesentlich schlechter – wenn überhaupt – fertig

geworden. Dies war ja auch der Grund, weshalb das System von Bretton Woods zusammenbrach.

Flexible Wechselkurse haben unbestreitbare Vorteile. Sie tragen wesentlich zum Ausgleich der Ertragsbilanzen sowie zur Erhaltung eines liberalen Handels- und Zahlungssystems, nicht zuletzt in Zeiten wirtschaftlicher Störungen, bei. Vor allem aber erlauben sie die Verfolgung einer je nach Grösse und Offenheitsgrad der Volkswirtschaft mehr oder weniger autonomen Geldpolitik.

Zu den Schwächen flexibler Wechselkurse zählen vor allem die starken kurz- und mittelfristigen Kursschwankungen. Zum Teil hängen diese damit zusammen, dass Kapitalströme sehr viel schneller auf Veränderungen reagieren als Handelsströme, so dass beispielsweise eine expansive Geldpolitik Vermögensumschichtungen aus der betreffenden Währung auslöst, bevor die exportfördernde bzw. importhemmende Wirkung im Güter- und Dienstleistungsbereich eintritt. Wechselkurse haben ausserdem eine Tendenz, kurzfristig zu stark zu reagieren. Es ist ferner davon auszugehen, dass strukturelle Rigiditäten, einschliesslich rechtlicher und administrativer Massnahmen, zu Wechselkursverzerrungen und Anpassungsverzögerungen führen können. Die lange anhaltende Unterbewertung des Yen gegenüber dem Dollar dürfte mindestens teilweise damit zusammenhängen. Vor allem haben flexible Wechselkurse nicht dazu geführt, dass die Wirtschaftspolitik heute in allen Ländern ausreichend auf Stabilität ausgerichtet ist.

Im Grunde genommen entspringt die Diskussion um feste bzw. flexible Wechselkurse einem offensichtlichen Dilemma. Dieses ergibt sich daraus, dass das wirtschaftliche Geschehen immer mehr die nationalen Grenzen sprengt, ohne dass gleichzeitig mit einer angemessenen Koordination der Wirtschaftspolitik der massgebenden Länder die Voraussetzungen für eine reibungslose Internationalisierung geschaffen würden.

Die sich aus dieser Konstellation ergebenden Spannungen können durch eine Lockerung des Währungsverbundes bis zu einem gewissen Grade gemildert werden. Dabei gibt es allerdings

meines Erachtens keinen Zweifel, dass auf längere Sicht die wirtschaftliche Integration nur auf der Grundlage der erwähnten Koordination möglich ist. Hier geht es aber nicht um wirtschaftliches Können, sondern um politisches Wollen. In diesem Sinne läuft die Wechselkursdiskussion Gefahr, vom Kern des Problems abzulenken.

Abgesehen von der Lockerung des Währungsverbundes wird immer wieder versucht, die Spannungen durch offizielle Eingriffe in das Geschehen an den Devisenmärkten zu mildern.

Tatsächlich hat kein Land, das zum Floating übergegangen ist, gänzlich auf *Devisenmarktinterventionen* verzichtet. Sie wurden zur Erreichung von kurz-, mittel- und längerfristigen Wechselkurszielen eingesetzt. Am häufigsten waren die Versuche, mit Interventionen Marktstörungen zu beseitigen, Signalwirkungen zu erzielen oder Wechselkurse kurzfristig aus dem einen oder anderen Grund stabil zu halten. Mittelfristig wurden Interventionen vor allem zur Glättung erraticischer Schwankungen, zur Gewinnung von Zeit, bis wirtschaftspolitische Massnahmen wirken, oder im Sinne eines «*leaning against the wind*» eingesetzt. Langfristige Interventionsziele waren etwa die Bekämpfung von Wechselkursbewegungen, die nicht mit den fundamentalen wirtschaftlichen Gegebenheiten in Einklang zu stehen schienen, bzw. überschüssenden Wechselkursen.

Die Arbeitsgruppe Jurgensen, die mit der schwierigen Aufgabe konfrontiert war, die Erfahrungen einer beträchtlichen Zahl von Ländern auf einen Nenner zu bringen, gelangte zum Schluss, dass Devisenmarktinterventionen vor allem zur Erreichung kurzfristiger Wechselkursziele wirkungsvoll sein können, und zwar insbesondere dann, wenn ihre Geldmengeneffekte nicht neutralisiert werden. Neutralisierten oder sterilisierten Interventionen werden dagegen in der Regel keine anhaltenden Wechselkurswirkungen zugestanden. Dauerhaften Erfolg versprechen Interventionen, die mit einer entsprechenden Anpassung des wirtschaftspolitischen Kurses verbunden sind. Der Versuch, mit Devisenmarktinterventionen Wechselkursziele zu erreichen, die nicht mit den fundamentalen wirtschaftlichen Gegebenheiten übereinstimmen,

wird als der Tendenz nach kontraproduktiv bezeichnet.

Aufgrund unserer eigenen Erfahrungen darf gesagt werden, dass die Möglichkeiten und Grenzen von Devisenmarktinterventionen mit diesen Schlussfolgerungen treffend dargestellt sind.

Im Rahmen der Zehnergruppe wurde auch der Vorschlag diskutiert, *Zielzonen für Wechselkursschwankungen* einzuführen. Die Befürworter eines solchen Systems glauben, dass Zielzonen die Wechselkurerwartungen stabilisieren und zudem durch den Zwang zu Konsultation und Überwachung eine grössere Konvergenz der nationalen Wirtschaftspolitiken herbeiführen würden. Eine Spielart des Zielzonen-Vorschlags sieht vor, dass grosszügig bemessene Bandbreiten um feste, aber anpassungsfähige Kursparitäten gelegt werden. Im Laufe der Zeit würden die Zielzonen schrittweise verengt. Das Erreichen der Zielzonengrenze müsste nicht unbedingt Interventionen auslösen. Denkbar wären auch Konsultationsverpflichtungen, die die nationale Wirtschaftspolitik und die Wechselkurse zum Gegenstand hätten.

Eine grosse Mehrheit der Vertreter der Zehnergruppe, zu der auch die Schweiz zu zählen ist, steht Zielzonen für Wechselkursschwankungen allerdings kritisch gegenüber. Die Schwierigkeiten, sich auf Wechselkurszonen zu einigen, werden als beträchtlich eingeschätzt, zumal keine befriedigenden Kriterien zur Bestimmung des «richtigen» Wechselkurses bestehen. Man befürchtet zudem, dass die Zielzonen zu breit angesetzt werden müssten, als dass sie einen Anhaltspunkt für die Bildung von Wechselkurerwartungen abgeben und die Kursentwicklung auf diese Weise stabilisieren könnten. Unklar ist ferner, welches Land bei Erreichen der Zonengrenze Anpassungen vornehmen müsste. An der Zonengrenze ergäbe sich schliesslich das alte Problem der Verteidigung bestimmter Wechselkursziele und des Konflikts mit einer auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik.

Innerhalb der Zehnergruppe wurde schliesslich untersucht, ob eine Lösung nach dem Vorbild des *Europäischen Währungssystems* (EWS) geeignet wäre, eine grössere Wechselkursstabilität

herbeizuführen. Mit dem EWS wurde ein System für eine engere währungspolitische Zusammenarbeit geschaffen, die zu einer stabilen Währungszone in Europa führen sollte. Es besteht im wesentlichen aus einem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse zwischen den zehn Mitgliedsländern. Der Divergenzindikator, der ergänzend das Abweichen einzelner Währungen vom Durchschnitt erfassen und Anpassungsmassnahmen auslösen sollte, erwies sich dagegen als technisches Detail ohne praktische Relevanz. Das EWS, das bisher acht Leitkursanpassungen erlebte, war insofern recht erfolgreich, als die Wechselkursschwankungen innerhalb des Systems abgenommen haben. Gleichzeitig sind die Inflationsraten der Mitgliedsländer gefallen; die Einsicht in die Bedeutung der Inflationsbekämpfung hat zugenommen – allerdings nicht nur innerhalb des EWS. Nach wie vor ist aber die Annäherung der nationalen Wirtschaftspolitiken ungenügend; die Inflationsdifferenzen sind noch immer zu gross. In einzelnen Ländern sind weiterhin gewichtige Kapitalverkehrsrestriktionen in Kraft. Auch ist das britische Pfund – die dritt wichtigste EWS-Währung – nicht am Wechselkurssystem beteiligt.

Die Zehnergruppe gelangte zum Schluss, dass das EWS in seinem spezifisch wirtschaftlichen und politischen Umfeld gesehen werden müsse. Vor allem lasse sich dieses Modell nicht ohne weiteres auf einen grösseren Wechselkursverbund mit mehreren Reservewährungen übertragen. Es wäre dann sicherlich mit stärkeren Spannungen zu rechnen.

Der Schweiz sind aus der Tatsache, dass sie nicht am EWS beteiligt ist, in den fast sieben Jahren seit Bestehen des Systems keine nennenswerten Nachteile erwachsen. Die Kursrelation zur D-Mark schwankte in relativ engen Grenzen, was zum Teil auch mit der Dollarkursentwicklung in Zusammenhang steht. Da auch innerhalb des EWS weitgehend in Dollars interveniert wurde, hätte die Schweiz als Mitglied des Systems kaum vom Vorteil, in Gemeinschaftswährungen zu intervenieren, profitieren können. Ferner kam eine gemeinsame Dollarpolitik, von der die Schweiz hätte ausgeschlossen werden können, nicht zustande.

5. Schlussfolgerungen für die Währungspolitik eines Kleinstaates

Nach diesem Überblick über Vorschläge zur Verbesserung des Wechselkurssystems möchte ich zum Schluss noch einmal zur Währungspolitik der Schweiz und zur Frage nach Freiraum und Grenzen der Währungspolitik im Kleinstaat zurückkehren.

In jedem Staat, ob gross oder klein, besteht der grundsätzliche Zielkonflikt, dass nicht gleichzeitig eine Geldmengen- und Wechselkurspolitik verfolgt werden kann. Die eigene Geldpolitik kann noch so sehr auf Preisniveaustabilität und stabile Wechselkurse angelegt sein. Wenn es dem bösen Nachbarn nicht gefällt und dieser eine zu expansive Geldpolitik verfolgt, kann der Wechselkurs nicht stabil bleiben. Diese Problematik wird dann besonders deutlich, wenn ein Land aufgrund seines wirtschaftlichen und politischen Potentials in der Staatengemeinschaft nur über beschränkte Einflussmöglichkeiten verfügt, gleichzeitig aber mit seiner Umwelt in besonderem Masse verflochten ist. Die Schweiz ist dafür ohne Zweifel das beste Beispiel.

Je stärker die Divergenzen in der Wirtschaftspolitik sind, desto grösser ist die Gefahr, dass es zu starken kurzfristigen Kursbewegungen und Kursübertreibungen kommt. Relativ komfortabel ist für uns die Lage dann, wenn wir uns im Kielwasser grösserer Schiffe bewegen können, die einen Kurs steuern, der mit unseren eigenen Absichten in Einklang steht. Entfällt jedoch diese Übereinstimmung, dass stehen wir vor der Wahl, entweder unsere Intentionen zu ändern oder aber aus dem Kielwasser auszuscheren und uns damit den Turbulenzen der hohen See auszusetzen. Dabei hätten wir allenfalls die Hoffnung, mit der Zeit, wenn auch nicht unbeschadet, stillere Gewässer zu erreichen, gleichen sich doch längerfristig Preisniveau- und Wechselkursveränderungen wieder einigermassen aus, so dass die realen Wechselkurse nicht allzu stark schwanken sollten.

Weltweit dürfte Einigkeit darüber bestehen, dass der einzige Weg zu dauerhaft stabileren Wechselkursen über eine gesunde, d.h. auf stabile wirtschaftliche Verhältnisse ausgerichtete Wirt-

schaftspolitik in allen massgebenden Ländern führt. Bereits die Schaffung entsprechender Voraussetzungen in den Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland und Japan würde die Verhältnisse in entscheidender Weise verbessern. In diesem Lichte betrachtet erscheint das Postulat vermehrter Konvergenz in der Wirtschaftspolitik der wichtigsten Industrieländer nicht unrealistisch.

Im Vordergrund steht die Forderung nach einer disziplinierten Geld- und Fiskalpolitik. Zu einer gesunden Wirtschaftspolitik gehört aber auch die Beseitigung von rechtlichen und administrativen Beschränkungen sowie die Förderung des Wettbewerbs. Diese Zielsetzung bildet einen wichtigen Schwerpunkt in den Reformbemühungen des Internationalen Währungsfonds. Die Kompetenz zur wirtschaftlichen Überwachung in den Mitgliedländern – die sogenannte «Surveillance» – wurde dem Fonds vor beinahe zehn Jahren erteilt. Die Bedeutung dieser Überwachungsfunktion wurde zunehmend erkannt und die Bemühungen zu ihrer Stärkung intensiviert, nicht zuletzt im Rahmen der Zehnergruppe.

Solange aber noch beträchtliche Unterschiede in den nationalen Wirtschaftspolitiken bestehen und wir deshalb weiterhin mit möglicherweise grösseren Wechselkursschwankungen rechnen müssen, scheint mir ein flexibles, an die jeweilige Situation angepasstes Wechselkurssystem am ehesten Erfolg zu versprechen. In dieser Hinsicht ist flexiblen Wechselkursen nach wie vor der Vorzug zu geben vor starrereren Systemen wie etwa Wechselkurs-Zielzonen oder einer Konstruktion wie dem EWS.

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.