

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 2
Juni/juin 1985**

3. Jahrgang/3^{eme} année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	85
Sommaire/Sommario	86
Abstracts	88
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	89
Situation économique et monétaire	109
<hr/>	
Assemblée générale:	
Exposé de Pierre Languetin	131
Pierre Languetin:	
Generalversammlungsreferat	137
<hr/>	
René Kästli:	
Geldpolitik in einer unsicheren Umwelt	143
<hr/>	
Ulrich Kohli:	
La demande de monnaie en Suisse:	
Aspects divers	150
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	165
Chronique monétaire	165

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 89–108)

Im ersten Quartal 1985 schwächte sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten markant ab. Während eine gewisse Verlangsamung der Expansion auch in Japan zu beobachten war, festigte sich die Erholung in Europa. Neben dem Export bildeten die Ausrüstungsinvestitionen in zunehmendem Masse eine wichtige Stütze der europäischen Konjunktur.

Wie in anderen Teilen Europas gewann der Konjunkturaufschwung auch in der Schweiz an Kraft. Im ersten Vierteljahr wurden die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen stark ausgeweitet. Demgegenüber blieb die Konsumnachfrage verhältnismässig schwach. Infolge der verbesserten Beschäftigungssituation sank die Zahl der Arbeitslosen und der Kurzarbeiter. Eine Wechselkursbedingte Verteuerung der Importgüter führte zu Beginn des Jahres zu einer vorübergehenden Beschleunigung des Preisaufliebs.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag in den Monaten Januar bis April um durchschnittlich 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Nach einem Anstieg in der ersten Quartalshälfte bildeten sich die Geldmarktsätze ähnlich wie die Dollar- und D-Mark-Zinsen zurück. Der Schweizer Franken, der sich am Jahresanfang vor allem gegenüber dem Dollar und dem Yen stark abgeschwächt hatte, wurde im März und April wieder allgemein zu höheren Kursen gehandelt.

Generalversammlungsreferat (S. 137–142)

Der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Pierre Languetin, stellte den schweizerischen Kapitalexpert und die Haltung der SNB gegenüber Devisenmarktinterventionen in den Mittelpunkt seines Referates an der Generalversammlung der SNB. Bezüglich des Kapitalexports wies der Präsident darauf hin, dass die im Ausland angelegten Gelder zum grössten Teil zuvor in die Schweiz importiert worden seien. Der Kapitalexpert könne somit nicht mit den im Aus-

land angelegten schweizerischen Ersparnissen gleichgesetzt werden, sondern widerspiegle vielmehr die internationale Bedeutung des schweizerischen Finanzplatzes. Für diesen sei ein ungehinderter Kapitalverkehr eine notwendige Voraussetzung. Hinsichtlich der Devisenmarktinterventionen betonte Pierre Languetin, dass es sich dabei um eines von mehreren Instrumenten internationaler Kooperation handle. Ihre volle Wirksamkeit hätten gemeinsame Interventionen nur dann, wenn sie gleichzeitig zu einer Annäherung der Wirtschaftspolitik der beteiligten Länder führten.

Geldpolitik in einer unsicheren Umwelt (S. 143–149)

In der kurzen Frist herrscht bezüglich wichtiger wirtschaftlicher Zusammenhänge nach wie vor grosse Unsicherheit. Dies führt dazu, dass die Geldpolitik als Instrument zum Ausgleich von Konjunkturschwankungen sowie zur Stabilisierung von Zinssätzen und Wechselkursen nur beschränkt tauglich ist. Im Vordergrund stehen deshalb längerfristige Ziele wie die Stabilität des Preisniveaus. Die schweizerische Geldpolitik der letzten Jahre war nicht zuletzt dank günstiger Rahmenbedingungen langfristig ausgerichtet.

Zur Geldnachfrage in der Schweiz (S. 150–164)

Ziel dieser Studie ist eine umfassende Untersuchung der Eigenschaften der Nachfrage nach Notenbankgeld. Verschiedene Varianten der Schätzmethode, der Spezifikation der Funktion und der Wahl der erklärenden Variablen werden geprüft. Die Ergebnisse zeigen, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld mit einer relativ einfachen, auf der Hypothese einer partiellen Anpassung aufbauenden Funktion, erklärt werden kann. Die langfristige Einkommenselastizität ist annähernd eins. Dies bedeutet, dass das Geldangebot ungefähr im gleichen Rhythmus wie das reale Einkommen steigen muss, damit langfristig ein stabiles Preisniveau gesichert wird.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 109–129)

Au premier trimestre de 1985, la croissance économique a faibli nettement aux Etats-Unis et un léger ralentissement a été observé au Japon. En revanche, la reprise s'est raffermie en Europe, où les investissements en biens d'équipement sont devenus un important soutien de la conjoncture, en plus des exportations.

Comme dans d'autres régions d'Europe, l'amélioration de la conjoncture s'est renforcée en Suisse. Les exportations et les investissements en biens d'équipement ont augmenté fortement au premier trimestre. La demande de biens de consommation est restée toutefois relativement faible. Le nombre des chômeurs et celui des personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ont reculé, grâce à une progression de l'emploi. Le renchérissement des marchandises importées, dû à l'évolution des cours de change, a entraîné une accélération passagère de la hausse des prix au début de l'année.

Durant les mois de janvier à avril, la monnaie centrale ajustée était en moyenne de 2,3% supérieure au niveau observé un an auparavant. Après avoir augmenté pendant la première moitié du trimestre, les rémunérations à court terme ont diminué, à l'instar des taux d'intérêt sur le dollar et le mark. Le franc suisse, qui avait fléchi fortement au début de l'année, en particulier face au dollar et au yen, s'est raffermi durant les mois de mars et d'avril.

Assemblée générale (p. 131–136)

M. Pierre Languetin, président de la Direction générale de la BNS a axé son exposé devant l'Assemblée générale des actionnaires de l'institut d'émission sur les exportations suisses de capitaux et sur la position de la BNS en matière d'interventions sur les marchés des changes. Il a rappelé que les capitaux exportés proviennent en majeure partie de l'étranger. Nos exportations de

fonds ne correspondent donc pas au volume de l'épargne suisse placée à l'étranger. Elles reflètent en effet l'importance de la Suisse en tant que place financière internationale. En outre, M. Languetin a précisé que les interventions sur les marchés des changes sont l'un des instruments de la coopération internationale. Pour être pleinement efficaces, les interventions concertées doivent conduire à un rapprochement des politiques économiques menées par les pays concernés.

La politique monétaire dans un environnement incertain (p. 143–149)

Dans le court terme, une grande incertitude règne au sujet des principales interactions au sein de l'économie. Du fait de cette incertitude, la politique monétaire n'est pas un bon instrument pour atténuer les fluctuations de la conjoncture ainsi que pour stabiliser les taux d'intérêt et les cours de change. Elle doit donc être axée sur des objectifs à long terme, tels la stabilité du niveau des prix. Grâce notamment à un environnement favorable, la politique monétaire suisse a pu être orientée sur le long terme ces dernières années.

La demande de monnaie en Suisse (p. 150–164)

Le but de cette étude est d'examiner de manière approfondie des caractéristiques de la demande de monnaie centrale. De nombreuses hypothèses concernant la spécification de la fonction, la méthode d'estimation et le choix des variables explicatives sont analysées. D'une manière générale, nous arrivons à la conclusion que la demande de monnaie centrale peut être expliquée de manière adéquate au moyen d'une fonction relativement simple, basée sur l'hypothèse d'un ajustement partiel. L'élasticité à long terme par rapport au revenu est proche de un, ce qui implique que l'offre de monnaie devrait croître à peu près au même rythme que le revenu réel pour assurer, sur la longue période, la stabilité des prix.

Sommario

Situazione economica e monetaria (pag. 89-129)

Durante il primo trimestre 1985, la crescita economica si è sensibilmente indebolita negli Stati Uniti. In Giappone si è pure manifestato un certo rallentamento dell'espansione. In Europa si è invece assistito a un consolidamento della ripresa; accanto alle esportazioni, gli investimenti in macchine e attrezzature hanno contribuito in misura crescente a sostenere la congiuntura.

Come in altri paesi europei, la congiuntura si è rafforzata anche in Svizzera. Nel primo trimestre, le esportazioni e gli investimenti in macchine e attrezzature sono aumentati. La domanda di beni di consumo è tuttavia rimasta proporzionalmente debole. La migliorata situazione dell'impiego ha fatto diminuire il numero degli inoccupati e degli occupati parziali. Un rincaro dei prodotti importati, connesso con movimenti dei tassi di cambio, ha determinato un'accelerazione transitoria dell'inflazione all'inizio dell'anno.

Tra gennaio e aprile, la base monetaria epurata è cresciuta mediamente del 2,3% rispetto al livello del primo trimestre 1984. Dopo essere saliti nella prima metà del trimestre, i tassi sul mercato monetario, similmente ai tassi sul dollaro e sul marco, sono ridiscesi. Il franco svizzero, che si era notevolmente indebolito all'inizio dell'anno, in particolare contro il dollaro e lo yen, durante i mesi di marzo e aprile è stato generalmente trattato a corsi più elevati.

Relazione all'assemblea generale (pag. 131-142)

L'esportazione svizzera di capitali e l'attitudine della Banca nazionale svizzera verso interventi sul mercato delle divise sono stati i punti centrali della relazione del presidente della direzione generale della BNS, Pierre Languetin, all'assemblea generale degli azionisti. Riferendosi all'esportazione di capitali, il presidente ha fatto rilevare che i fondi impiegati all'estero sono stati, in gran parte, precedentemente importati in Svizzera. L'esportazione di capitali non può dunque

essere parificata al risparmio svizzero investito all'estero. Essa rispecchia piuttosto l'importanza internazionale della piazza finanziaria svizzera, per la quale la libera circolazione dei capitali è un necessario presupposto. A riguardo degli interventi sul mercato dei cambi, Pierre Languetin ha sottolineato che essi rappresentano uno dei tanti strumenti della cooperazione internazionale. Interventi concertati hanno piena efficacia solo quando conducano parallelamente a una maggiore coesione delle politiche economiche dei paesi partecipanti.

La politica monetaria in un contesto d'incertezza (pag. 143-149)

Nel breve termine continua a predominare una grande incertitudine a proposito dei principali nessi economici. Di conseguenza, la politica monetaria, quale strumento di stabilizzazione di fluttuazioni congiunturali, dei tassi d'interesse e di cambio, appare solo parzialmente idonea. In primo piano si pongono tuttavia obiettivi a lungo termine quale la stabilità del livello dei prezzi. La politica monetaria svizzera degli ultimi anni è stata orientata sul lungo periodo, non da ultimo grazie a favorevoli condizioni di base.

La domanda di moneta in Svizzera (pag. 150-164)

Questo studio si propone un esame approfondito delle proprietà della domanda di moneta di base. Numerose ipotesi concernenti le specificazioni della funzione, il metodo di stima e la scelta delle variabili esplicative vi vengono analizzate. L'autore giunge alla conclusione che la domanda di moneta di base può essere adeguatamente spiegata con una funzione relativamente semplice fondata sull'ipotesi di un aggiustamento parziale. L'elasticità di lungo periodo rispetto al reddito risulta vicina a uno, ciò implica che l'offerta di moneta dovrebbe crescere approssimativamente allo stesso ritmo del reddito reale per assicurare, a lungo termine, la stabilità del livello dei prezzi.

Abstracts

Economic and Monetary Developments (pp. 89–129)

During the first quarter of 1985 economic growth in the United States weakened markedly. Whereas in Japan, too, a certain slowdown in expansion had become observable, the recovery in Europe gathered force. Next to exports, production investments became an increasingly important pillar of the European economy.

As in other parts of Europe, the economic upswing also gained momentum in Switzerland. Exports and production investments expanded substantially in the first three months of the year. By contrast, consumer demand remained at a relatively low ebb. The number of unemployed and short-time workers receded owing to the improved labour market. The exchange rate-induced higher cost of imports temporarily put greater upward pressure on prices at the beginning of the year.

From January through April the adjusted monetary base on average exceeded the corresponding 1984-level by 2.3%. Following a rise in the first half of the quarter, money market rates declined in keeping with dollar and D-mark interest rate trends. The Swiss franc, which had lost considerable ground at the start of the year, particularly against the US currency and the yen, was again traded at generally higher rates in March and April.

Report to Annual General Meeting (pp. 131–142)

In his remarks to the Annual General Meeting of the Swiss National Bank the Chairman of the Governing Board, Pierre Languetin, focussed on Swiss capital exports and the Bank's attitude concerning interventions on the foreign exchange markets. As regards capital exports, the Chairman pointed out that most of the funds invested abroad had originally been imported into Switzerland. Capital exports can thus not be considered

as being equivalent to Swiss savings invested in foreign countries but rather reflect the international significance of the Swiss financial centre, for which unhindered capital flows are of the essence. With respect to interventions on the foreign exchange markets, Pierre Languetin emphasised the fact that this was but one of several instruments employed in international cooperation. Joint interventions do not become fully effective unless they succeed, at the same time, in bringing the economic policies of the countries involved more in line with one another.

Monetary Policy in an Uncertain Environment (pp. 143–149)

In the short term considerable uncertainty continues to reign with respect to the connections between major economic factors. As a result, monetary policy has no more than a limited usefulness as an instrument for counterbalancing economic fluctuations and stabilising interest and exchange rates. Attention thus concentrates on longer-term goals such as price stability. Swiss monetary policy as it was implemented in recent years was oriented to the long term owing, not least, to favourable background conditions.

The Demand for Money in Switzerland (pp. 150–164)

The object of this study is to provide a comprehensive analysis of the demand for base money. Several variants of the estimation method, of the functional form and of the choice of explanatory variables are examined. The results show that the demand for base money can be explained by means of a relatively simple function based on the hypothesis of a partial adjustment mechanism. The long-term income elasticity is close to unity, the implication being that money supply has to expand at roughly the same rate as real income if a stable price level is to be secured in the long term.

Wirtschafts- und Währungsfrage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungsfrage
für die Sitzung des Bankrats vom 7. Juni 1985*

A. Die Wirtschafts- und Währungsfrage im Ausland

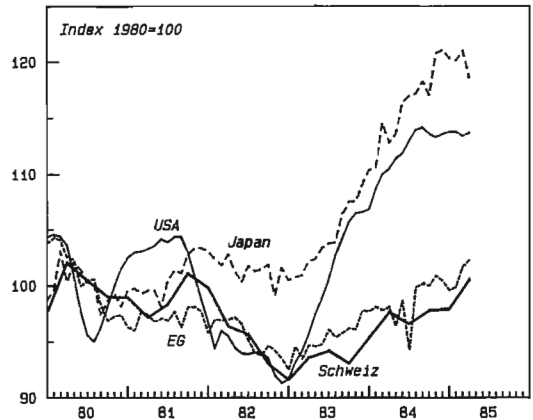
1. Überblick

Konjunktorentwicklung

Im ersten Quartal 1985 war die Konjunkturlage im OECD-Raum durch die Abflachung des amerikanischen Konjunkturaufschwungs geprägt. Die abrupte Verlangsamung des Wachstums des realen Bruttosozialproduktes in den Vereinigten Staaten ist in erster Linie auf die wechselkursbedingte Verschlechterung des Aussenhandels zurückzuführen. Während einerseits die Exporte infolge des hohen Dollarkurses abnahmen, stiegen andererseits die Importe sprunghaft und kompensierten grösstenteils die Zunahme der Binnennachfrage. Auch in Japan schwächte sich das Wachstum leicht ab. Demgegenüber festigte sich der Konjunkturaufschwung in den meisten europäischen Industrieländern. Neben den Exporten waren dabei die Ausrüstungsinvestitionen eine wichtige Konjunkturstütze. Der gegensätzliche Konjunkturverlauf zwischen den beiden Überseestaaten und Europa widerspiegelte sich in der Industrieproduktion. Während diese in den USA und Japan stagnierte, wurde sie in den EG-Staaten kräftig ausgeweitet. Die durch den hohen Dollarkurs bedingte Verteuerung der Importgüter führte im ersten Quartal in vielen Industrieländern zu einer Beschleunigung des Preisauftriebs. Da sich zudem wegen der extrem kalten Witterung in Europa auch die Energieträger markant verteuerten, fiel der Anstieg der Konsumentenpreise in einigen Ländern recht deutlich aus. Angesichts der in den meisten Industrieländern unverändert auf eine Verringerung der Inflation ausgerichteten Geldpolitik, dürften sich die Teuerungsimpulse in den kommenden Monaten wieder abschwächen.

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

Grafik 1: Industrieproduktion



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

Im Bereich der Fiskalpolitik konzentrieren sich die Anstrengungen Japans und einer Mehrzahl europäischer Staaten weiterhin auf einen Abbau der Budgetdefizite. Anzeichen in Richtung einer Eindämmung des Budgetdefizits gab es auch in den Vereinigten Staaten. Beide Kammern beschlossen für das Fiskaljahr 1985/86 eine drastische Verringerung des Ausgabenwachstums. Das Defizit, das sich im laufenden Fiskaljahr auf über 200 Mrd. Dollar belaufen wird, sollte dadurch um rund 50 Mrd. Dollar gesenkt werden.

Devisenmarkt

Die Devisenmärkte standen bis Ende Februar im Zeichen einer kontinuierlichen, markanten Höherbewertung des Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen, insbesondere gegenüber dem Schweizerfranken und dem englischen Pfund. Dies bewog verschiedene wichtige Notenbanken, in der letzten Februarwoche im Rahmen einer konzertierten Aktion massiv Devisen zu verkaufen. Der Anfang März eingeleitete Kurs-

rückgang des Dollars hielt bis Ende April an. Im Mai festigte sich die amerikanische Währung tendenziell wieder leicht.

Trotz der ausgeprägten Kursbewegungen des Dollars blieb die Lage innerhalb des europäischen Währungssystems (EWS) ruhig. Mit Ausnahme der italienischen Lira, die weiter an Terrain verlor, blieben die Währungen fest.

Internationale Verschuldung

Im ersten Quartal 1985 standen wiederum Argentinien und Brasilien im Mittelpunkt der internationalen Verschuldungsdiskussion. Beiden Ländern gelang es nicht, die vom Internationalen Währungsfonds (IWF) gesetzten Ziele – Verringerung des Geldmengenwachstums, Reduktion der Inflation und Abbau der Budgetdefizite – zu erreichen. Im Falle von Argentinien blockierte der IWF im März die weitere Beanspruchung des Kredits von 1,4 Mrd. SZR, der Ende 1984 im Rahmen eines Stand-by-Abkommens eingeräumt worden war. Dadurch verzögerten sich auch die Auszahlungen eines von den Geschäftsbanken bereitgestellten Kredits von 4,2 Mrd. Dollar, der Bestandteil des vom IWF ausgearbeiteten Sanierungspaketes ist.

Brasilien verhandelt gegenwärtig mit dem IWF über die Anpassung der wirtschaftspolitischen Zielsetzungen. Die Geschäftsbanken setzten die weiteren Verhandlungen über eine Umschul-

dung von Krediten im Betrage von 45 Mrd. Dollar bis zu einer Einigung zwischen Brasilien und dem IWF aus.

Ende März erreichte Mexiko mit dem IWF eine Einigung über das Wirtschaftsprogramm für 1985 und ebnete damit den Weg für den Abschluss eines Umschuldungsabkommens mit den Geschäftsbanken, das bereits im September 1984 grundsätzlich vereinbart worden war. Anfang April wurde dieses Abkommen unterzeichnet; es umfasst Kredite an den öffentlichen Sektor in der Höhe von 48,7 Mrd. Dollar.

In der Diskussion über die internationale Verschuldung ist eine Änderung in der Haltung der Entwicklungs- und Schwellenländer festzustellen. Es werden kaum mehr globale politische Lösungen gefordert, und ein Konfrontationskurs gegenüber den Gläubigerländern wird vermieden. Dieser Trend zu einer Entspannung des Schuldner-Gläubiger-Verhältnisses war bereits im Februar an der Konferenz der Außen- und Finanzminister der Cartagena-Gruppe in Santo Domingo ersichtlich und bestätigte sich an der Tagung des Interim-Komitees des IWF im April. Die Cartagena-Gruppe wurde als Diskussionsforum der lateinamerikanischen Schuldnerländer mit dem Zweck gegründet, eine gemeinsame Verhandlungsstrategie gegenüber den Gläubigern zu entwickeln.

An der Sitzung des Interim-Komitees wurde sowohl von den Industrie- als auch von den Ent-

Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen

	Januar 1985 – April 1985 ¹		1. Quartal 1984 – 1. Quartal 1985 ²		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	–	–0,1	–	+15,7	+15,4
Yen	+0,4	+0,2	–11,4	– 1,5	– 3,6
D-Mark	+0,8	+0,3	–20,5	– 3,1	– 5,4
fFr.	+0,9	+0,3	–20,1	– 1,7	+ 0,4
Lit.	–0,4	–1,1	–21,7	– 3,7	+ 1,2
£	+3,3	+3,3	–22,2	–10,8	–10,4
sFr.	+0,9	–0,1	–20,2	– 7,2	– 7,3

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

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

Quelle: OECD

wicklungsländern betont, dass die mit Erfolg angewandte Strategie des fallweisen Vorgehens und der engen Zusammenarbeit zwischen den verschiedenen Gläubigern (Geschäftsbanken, IWF und bilaterale Gläubiger) weiterverfolgt werden sollte. Dabei kam den Erfahrungen mit Mexiko und dem Konzept der Multiyear Restructuring Arrangements besondere Bedeutung zu. Um das Investitionsklima in den Entwicklungsländern zu verbessern und den Kapitalfluss in Form von Direktinvestitionen zu fördern, wurde die Schaffung einer Multilateral Investment Guarantee Agency vorgeschlagen.

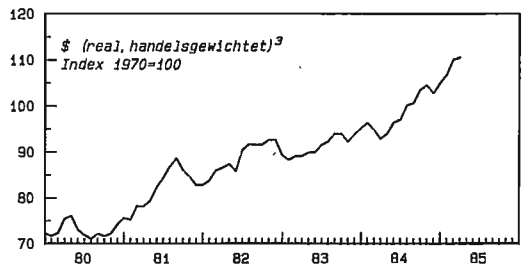
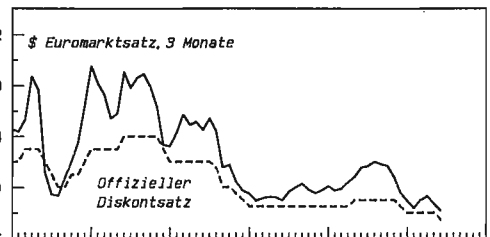
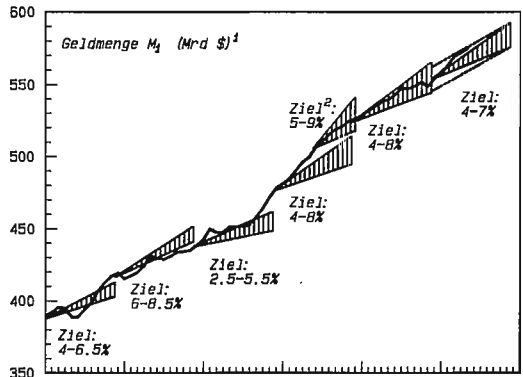
2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten kam im ersten Quartal annähernd zum Stillstand. Auf Jahresbasis umgerechnet stieg das *reale Bruttosozialprodukt* lediglich um 0,7%, gegenüber 4,3% im Vorquartal. Trotz der Abflachung des Konjunkturaufschwungs nahm die inländische Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen kräftig zu. Sie stieg mit einer Jahresrate von 4–5%, nachdem sie im Vorquartal stagniert hatte. Dieser Zuwachs führte indessen nicht zu einer entsprechenden Erhöhung des realen Bruttosozialproduktes, da sich der amerikanische Aussenhandel gleichzeitig verschlechterte. Bedingt durch den hohen Dollarkurs nahmen die Importe überaus kräftig zu, während sich die realen Exporte zurückbildeten. Das amerikanische Handelsbilanzdefizit erhöht sich dadurch von 24 Mrd. Dollar im vierten Quartal 1984 auf rund 33 Mrd. im ersten Quartal 1985.

In bezug auf die Komponenten der Inlandnachfrage verzeichnete der private Konsum mit real rund 5% das stärkste Wachstum. Die Investitionen stiegen zwar ebenfalls, aber weniger ausgeprägt als 1984. Das markante Wachstum des Konsums war mit einer starken Zunahme der Konsumkredite verbunden. Diese sind seit der letzten Rezession in den USA um fast 40% angestiegen, und zwar sowohl in Form von normalen Bankkrediten als auch vermehrter Käufe mit Kreditkarten.

Grafik 2: Vereinigte Staaten



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

² Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1983

³ Quelle: OECD

Die Importkonkurrenz stellt die amerikanische Industrie zunehmend vor Probleme. Seit Herbst 1984 stagniert die Industrieproduktion, und der Auftragseingang verlangsamt sich. Dank des dynamischen Dienstleistungssektors stieg die Gesamtbeschäftigung jedoch im ersten Quartal. Da aber auch die Zahl der Erwerbspersonen zunahm, blieb die Arbeitslosenquote unverändert bei etwas über 7%.

Die Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 lagen im ersten Quartal deutlich über dem vom *Federal*

Reserve Board festgelegten Zielrichter. Zudem befand sich M_1 knapp an der oberen Begrenzung des im Februar 1985 zusätzlich eingeführten Zielkorridors. Gleichfalls beschleunigte sich das Wachstum der monetären Basis.

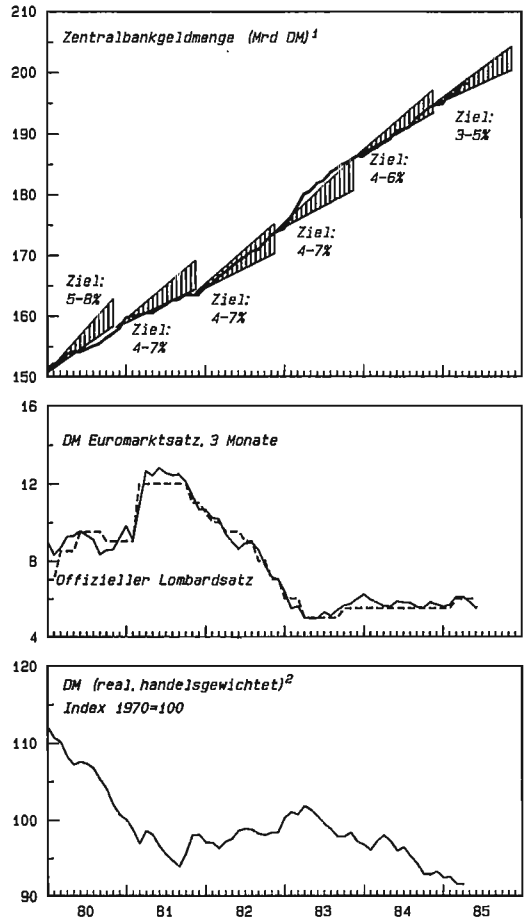
Nach einem deutlichen Anziehen der Zinssätze für alle Laufzeiten zwischen Februar und Mitte März schwächten sich die Zinsen gegen Ende des Quartals und im April leicht ab. In der zweiten Maihälfte senkte das Federal Reserve Board den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf $7\frac{1}{2}\%$.

Das beschleunigte Geldmengenwachstum gab mancherorts zur Befürchtung Anlass, die Inflationsrate werde in den USA wieder zunehmen. Vorderhand bestehen jedoch keine Anzeichen einer Beschleunigung der Teuerung. Da die amerikanische Notenbank die Inflationsentwicklung optimistisch beurteilt, liess sie angesichts des stark verlangsamten Wirtschaftswachstums eine Zielüberschreitung zu. Erst die Zukunft wird zeigen, ob es sich dabei nur um eine vorübergehende Lockerung des geldpolitischen Kurses handelt.

Bundesrepublik Deutschland

In der Bundesrepublik Deutschland setzte sich der seit Anfang 1983 anhaltende Konjunkturaufschwung fort. Sondereinflüsse wie das extrem kalte Winterwetter drückten indessen das Niveau der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Das *reale Bruttosozialprodukt* nahm im ersten Quartal 1985 gegenüber dem Vorquartal sogar ab und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand lediglich um 0,5%. Nachdem bis in die zweite Hälfte 1984 allein die Exporte als Wachstumsmotor gewirkt hatten, bilden nun auch die Ausrüstungsinvestitionen eine wichtige Konjunkturstütze. Von den Bauinvestitionen gingen hingegen keine Wachstumsimpulse aus, da namentlich der Wohnungsbau seit einiger Zeit stagniert. Die Lage der deutschen Bauwirtschaft verschlechterte sich im ersten Quartal zudem infolge des witterungsbedingten Produktionsausfalls. Auch der private Konsum und die öffentlichen Ausgaben trugen kaum zum Wachstum bei.

Grafik 3: Bundesrepublik Deutschland



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

² Quelle: OECD

Trotz der Belebung der Ausrüstungsinvestitionen blieben die Exporte, die gegenüber dem Vorjahresquartal real um 6% zunahmen, die treibende Kraft des Aufschwungs. Dank des starken Exportwachstums stieg der Ertragsbilanzüberschuss im ersten Quartal auf 4,2 Mrd. DM, nachdem er im ersten Quartal 1984 rund 2 Mrd. DM betragen hatte.

Auch in den kommenden Monaten dürften die Exporte kräftig steigen, lagen doch die Auslandsaufträge für die deutsche Industrie im ersten

Quartal 1985 real um etwa 13% über dem Vorjahrsstand. Die zunehmenden Bestellungen aus dem Inland in der Maschinenindustrie sowie die hohen Importe von Investitionsgütern deuten auf eine weitere Expansion der Ausrüstungsinvestitionen hin. Die Konjunkturaussichten werden daher optimistisch eingeschätzt, zumal auch die Unternehmensgewinne steigen.

Keine Besserung zeichnete sich am Arbeitsmarkt ab. Die Beschäftigung stagnierte insgesamt, und der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung verharrte auf dem hohen Stand von 9,3%; er lag damit leicht über dem Vorjahresniveau.

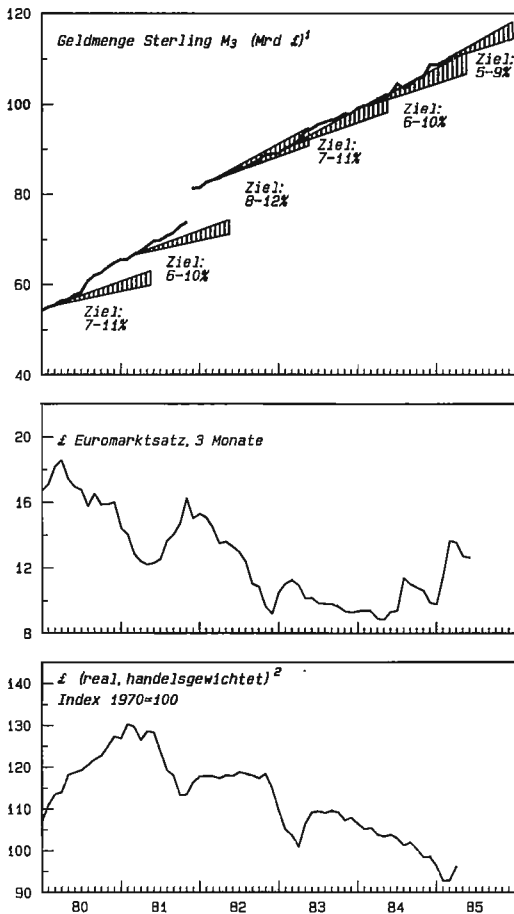
Die kräftige, wechsellkursbedingte Erhöhung der Importpreise führte zu einer leichten Beschleunigung des Preisaufriffs auf Konsumentenstufe. Die Jahresteuersatzrate erhöhte sich von 2,1% im Januar auf 2,5% im April.

Im Vergleich zum vierten Quartal 1984 wuchs die Zentralbankgeldmenge im März mit einer Jahresrate von 5,5% und lag leicht über dem von der *Deutschen Bundesbank* festgelegten Zielband von 3 bis 5%. Das Wachstum der Geldmenge M_1 schwächte sich demgegenüber ab. Nach einer deutlichen Erhöhung Anfang des Jahres bildeten sich die Zinssätze seit Beginn des Frühjahres 1985 leicht zurück.

Grossbritannien

Mit dem Ende des Bergarbeiterstreiks und der Wiederaufnahme der Kohleförderung festigte sich die konjunkturelle Erholung in Grossbritannien. Nach ersten Schätzungen lag das *reale Bruttoinlandprodukt* im ersten Quartal um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Entwicklung der Detailhandelsumsätze deutet darauf hin, dass der private Konsum im ersten Quartal 1985 weiterhin eine wichtige Konjunkturstütze bildete. Auch von den Exporten gingen deutliche Wachstumsimpulse aus. Dennoch verschlechterte sich die Handelsbilanz, da der Konjunkturaufschwung mit einer kräftigen Zunahme der Importe verbunden war. Das Handelsbilanzdefizit betrug im ersten Quartal 1985 1,2 Mrd. £ (erstes Quartal 1984: 57 Mio. £). Der gegenwärtige

Grafik 4: Grossbritannien



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

² Quelle: OECD

tige Aufschwung dürfte längere Zeit anhalten, da die Auftragseingänge der britischen Unternehmen einen seit Jahren nicht mehr erreichten Höchststand verzeichnen.

Ein Novum für die britische Wirtschaft ist das seit Ende 1983 anhaltende, starke Wachstum der Investitionen von Industrie und Handel; im Jahre 1984 nahmen sie um real 13% zu. Diese Entwicklung scheint sich gegenwärtig fortzusetzen. Die deutliche Zunahme der Gewinne, die seit

zwei Jahren zu beobachten ist, trug entscheidend zur Belebung der Investitionstätigkeit bei. Trotz der Verbesserung der Wirtschaftslage stieg die Arbeitslosenquote weiter und erreichte im April 13,1% der aktiven Bevölkerung. Besorgt über die hohe Zahl von Arbeitslosen schlug die Regierung in dem im März vorgelegten Budget verschiedene Massnahmen zur Linderung dieses gravierenden Problems vor. Es handelt sich vor allem um Umschulungs- und Weiterbildungsprogramme, welche die Qualität und die Mobilität der Arbeitskräfte erhöhen sollen.

Das Budgetdefizit betrug im Fiskaljahr März 1984/März 1985 rund 10 Mrd. Pfund und überschritt damit den budgetierten Wert deutlich. Sein Anteil am Bruttoinlandprodukt verringerte sich nur geringfügig auf 3,1%. Das Anfang April in Kraft gesetzte Haushaltbudget weist einen Fehlbetrag von 7 Mrd. Pfund aus, und das geplante nominelle Wachstum der Staatsausgaben beläuft sich für das laufende Fiskaljahr auf knapp 7%.

Die Inflationsrate, die sich im zweiten Halbjahr 1984 zurückgebildet hatte, stieg im ersten Quartal 1985 vor allem wegen der Abschwächung des Pfundes an. Im März betrug sie 6,1% gegenüber 4,8% im Durchschnitt des vierten Quartals. Die Währungsbehörden reagierten energisch auf die Schwächeneigung des Pfundes, indem sie im Januar und Februar die kurzfristigen Zinssätze von rund 10% auf zeitweise über 14% anhoben; nachdem sich die Lage am Devisenmarkt im März und April entspannt hatte, verringerten sie die Geldmarktsätze wieder.

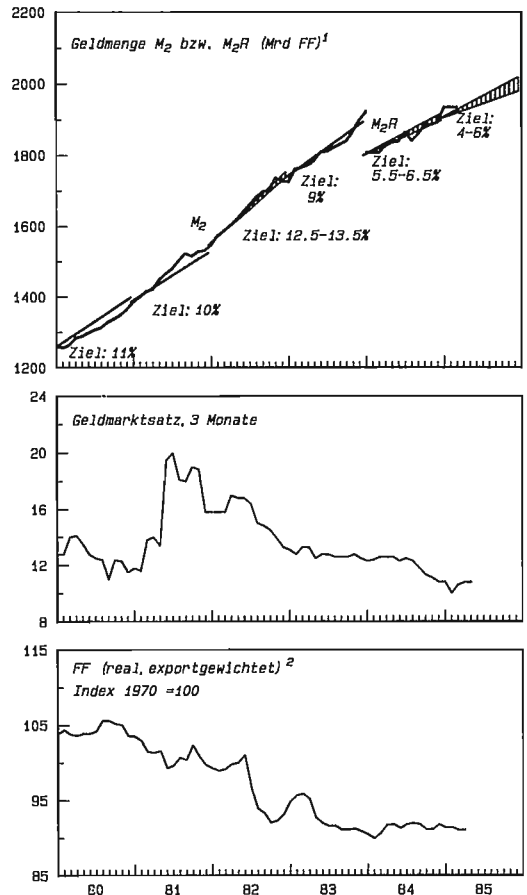
Das Wachstum der Geldmenge Sterling M_3 lag im ersten Quartal 1985 innerhalb des von den britischen Währungsbehörden festgelegten Zielbereichs, nachdem dieser gegen Ende des Vorjahres überschritten worden war. Auch die Geldmenge M_0 dehnte sich zielkonform aus. Für das Jahr 1985 reduzierten die britischen Währungsbehörden die Wachstumsziele für Sterling M_3 und M_0 um je einen Prozentpunkt. Die angestrebten Bandbreiten betragen fortan 5–9% für Sterling M_3 und 3–7% für M_0 . Die Referenzperiode bezieht sich für beide Aggregate auf die Periode Februar 1985 bis April 1986. Die britischen Währungsbehörden planen in den folgenden

Jahren eine weitere Reduktion des Geldmen-genwachstums.

Frankreich

Obwohl die von der französischen Regierung ergriffenen, restriktiven wirtschaftspolitischen Massnahmen den Konjunkturaufschwung in Frankreich dämpften, lag das *reale Bruttoinland-*

Grafik 5: Frankreich



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

² Quelle: OECD

produkt im vierten Quartal 1984 dank einer kräftigen Zunahme der Exporte um 2% über dem Vorjahresstand. Hingegen stagnierten der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen. Infolge der günstigen Entwicklung der Exporte bildete sich das Handelsbilanzdefizit zurück. Auch die Inflationsrate sank erneut, lag jedoch mit beinahe 7% immer noch höher als in den meisten andern Industrieländern.

Im ersten Quartal 1985 waren keine Anzeichen einer Beschleunigung des Konjunkturaufschwungs zu erkennen. Die Industrieproduktion blieb schwach und lag unter dem Vorjahresstand. Die Auftragseingänge für die Industrie bewegten sich auf tiefem Niveau, und die Bestellungen aus dem Ausland gingen sogar zurück. Die Arbeitslosenquote nahm weiter zu. Sie lag im März mit 10,7% um rund einen Prozentpunkt höher als ein Jahr zuvor. Zwei Silberstreifen erhellen den sonst etwas grauen Konjunkturhorizont. Einerseits prognostizieren die Unternehmer für die kommenden Monate eine leichte Belebung der Nachfrage – hauptsächlich in den Sektoren Halbfabrikate und Ausrüstungsgüter. Andererseits nahm die Inflation im Gegensatz zu den anderen Industrieländern seit Beginn des Jahres ab; im März betrug sie 6,5%. Die Verringerung der Inflation war auch mit einem tendenziellen Rückgang der Zinssätze verbunden.

Der Inflationsrückgang ist hauptsächlich der Geldpolitik zu verdanken, die seit etwa zwei Jahren restriktive Züge trägt. Die Geldmenge M_2R überschritt mit 7,1% das Wachstumsziel von 5,5–6,5% im Jahre 1984 nur leicht.

Die französische Regierung beabsichtigt, im Jahre 1985 ihre restriktive Geld- und Fiskalpolitik weiterzuführen. Das Defizit der öffentlichen Hand soll auf 3% des Bruttoinlandproduktes reduziert werden.

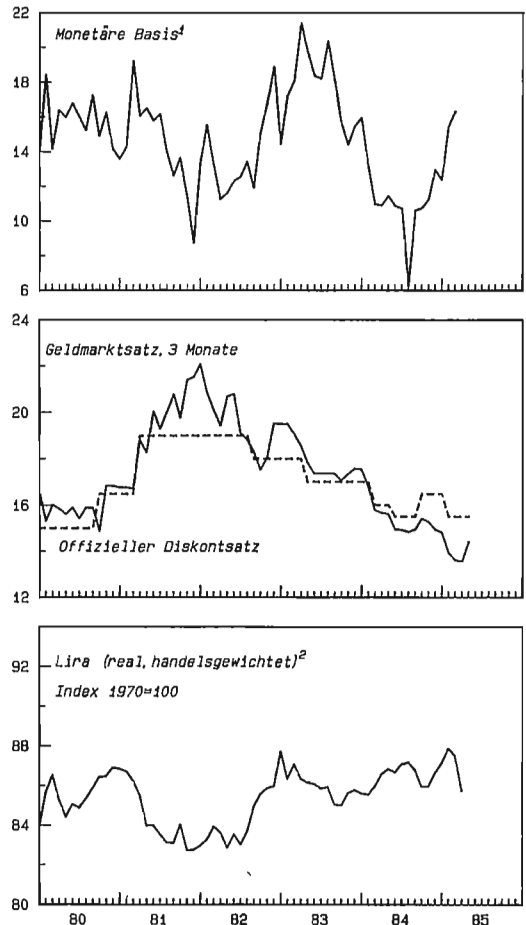
Italien

In Italien setzte der Konjunkturaufschwung im Jahre 1984 ein. Das *reale Bruttoinlandprodukt* nahm um 2,4% zu, wobei die wirtschaftliche Erholung im ersten Halbjahr hauptsächlich auf die Belebung der Exporte zurückzuführen ist. In der

zweiten Jahreshälfte trug auch die Binnennachfrage zum Wachstum des Bruttoinlandprodukts bei. Erfreulich ist, dass sich die Investitionen nach einem seit Anfang 1982 anhaltenden Rückgang deutlich erholten.

Soweit die verfügbaren Zahlen ein Urteil zulassen, setzte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal 1985 fort. Die Industrieproduktion, die im Januar wegen des ungewöhnlich strengen Winters abrupt zurückgegangen war, erholte

Grafik 6: Italien



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

² Quelle: OECD

sich in den Monaten Februar und März wieder. Der Bestellungseingang aus dem Inland nahm zu, während er aus dem Ausland stagnierte. Die Beschäftigung stieg geringfügig, wobei sich der Zuwachs an Arbeitsplätzen auf den Dienstleistungssektor konzentrierte. Dennoch kletterte die Arbeitslosenrate auf über 10%. Die Inflation schwächte sich im ersten Quartal 1985 leicht auf 8,6% ab. Bis Ende 1985 strebt die Regierung eine Reduktion der Teuerungsrate auf 7% an.

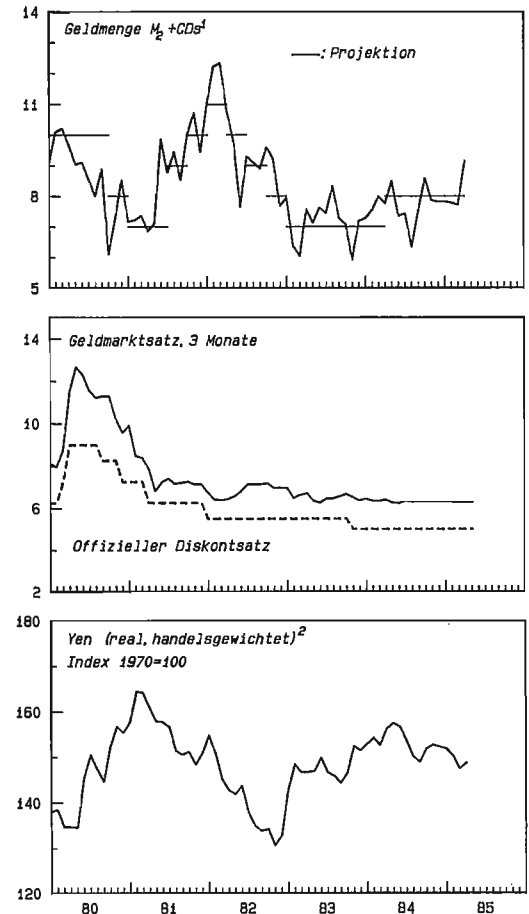
Das Wachstum der monetären Basis stieg von 14,3% im Dezember 1984 auf 16,5% im Februar 1985, und die kurzfristigen Zinssätze sanken; die Vergütungen auf Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von sechs Monaten gingen zwischen Januar und März von 14% auf 13,4% zurück.

Japan

Das Wachstum des *japanischen Bruttosozialprodukts*, das real von 3,4% im Jahre 1983 auf 5,8% im Jahre 1984 gestiegen war, scheint sich Anfang 1985 etwas abgeschwächt zu haben. Darauf deutet die Entwicklung der Industrieproduktion hin, die im ersten Quartal 1985 gegenüber der Vorperiode leicht abnahm. Die Abflachung des Konjunkturaufschwungs ist vornehmlich auf einen Rückgang des Exportwachstums zurückzuführen. Hingegen dürften der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen im ersten Quartal 1985 in ähnlichem Rhythmus wie 1984 zugenommen haben. Vom öffentlichen Sektor scheinen keine Wachstumsimpulse auszugehen, da die Regierung zu vermehrter Budgetdisziplin zurückgekehrt ist, nachdem sie die Staatsausgaben in den Jahren 1982 und 1983 zur Stimulierung der japanischen Wirtschaft stark ausgeweitet hatte.

Trotz der Verlangsamung des Exportwachstums blieben der Handels- und der Ertragsbilanzüberschuss im ersten Quartal mit 7,7 Mrd. Dollar bzw. 6,8 Mrd. Dollar hoch. Für das im März 1985 abgeschlossene Fiskaljahr wurde ein Ertragsbilanzüberschuss von 35 Mrd. Dollar oder 3% des Bruttosozialproduktes ausgewiesen, während der Saldo des Vorjahres 23,3 Mrd. Dollar (1,9%) betragen hatte. Vor diesem Hintergrund bekräftigten die USA erneut ihre Forderungen nach

Grafik 7: Japan



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

² Quelle: OECD

einer grösseren Öffnung der japanischen Märkte. Die japanische Regierung kam ihr teilweise nach, indem sie im April einen neuen Massnahmenkatalog verabschiedete, der vor allem die Verringerung von Zollbarrieren und die Überprüfung verschiedener quantitativer Importrestriktionen zum Inhalt hat.

Die Arbeitslosenrate stabilisierte sich im ersten Quartal bei rund 2,5%. Dieser Wert ist zwar im internationalen Vergleich niedrig, aber im Hinblick auf das hohe Wachstum der japanischen

Wirtschaft dennoch bemerkenswert. Die Konsumentenpreise, die im Jahre 1984 um durchschnittlich 2,2% angestiegen waren, erhöhten sich auch im ersten Quartal 1985 nur leicht.

Die japanischen Währungsbehörden hielten im

Jahre 1984 weiterhin an ihrer seit längerer Zeit verfolgten restriktiven Geldpolitik fest. Der Zuwachs der Geldmenge M_2+CD betrug im ersten Quartal durchschnittlich 8,3%, was ungefähr der von der *Bank von Japan* für das erste Quartal festgelegten Projektion von 8% entspricht.

Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunktorentwicklung

2.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1982	1983	1984a)	1983		1984a)				1985a)
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	-2,2	3,7	6,9	4,4	6,2	8,1	7,5	6,1	5,7	3,4
BRD	-1,1	1,3	2,6	1,3	2,8	4,0	0,7	3,0	2,8	0,5
Grossbritannien b)	2,3	3,1	2,4	3,6	3,7	3,0	2,4	1,8	2,4	2,3
Frankreich b)	2,1	0,9	1,6	0,8	0,8	2,2	1,1	2,2	2,2	-
Italien b)	-0,4	-1,2	2,4	-0,4	1,1	1,4	3,5	3,2	1,7	-
Japan	3,3	3,4	5,8	3,6	3,9	5,3	5,9	5,3	6,5	-
Schweiz b)	-1,1	0,7	2,0	1,2	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	-

a) provisorisch b) BIP

2.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1982	1983	1984	1984		1985				
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA	6,2	3,2	4,3	4,2	4,0	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7
BRD	5,3	3,3	2,4	1,8	2,1	2,3	2,1	2,3	2,5	2,5
Grossbritannien	8,6	4,6	5,0	4,8	4,8	5,5	5,0	5,4	6,1	6,9
Frankreich	11,8	9,6	7,3	7,3	6,8	6,5	6,5	6,4	6,4	6,5
Italien	16,3	15,0	10,8	10,3	8,8	8,6	8,6	8,5	8,6	8,8
Japan	2,7	1,9	2,2	2,3	2,3	2,0	2,9	1,9	1,6	1,9
Schweiz	5,6	2,9	2,9	2,8	3,0	3,8	3,5	4,0	3,9	3,6

2.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1982	1983	1984	1984		1985				
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA	9,7	9,6	7,5	7,3	7,1	7,2	7,3	7,2	7,2	7,3
BRD	7,7	9,2	9,2	9,3	9,1	9,3	9,3	9,3	9,4	9,3
Grossbritannien b)	11,5	12,3	12,7	12,9	12,9	13,0	13,0	12,9	13,0	13,1
Frankreich b, d)	8,9	8,9	10,2	10,4	10,5	10,7	10,7	10,7	10,6	10,6
Italien b)	9,1	9,9	10,4	10,1c)	10,3c)	10,4c)	10,4	-	-	-
Japan	2,4	2,6	2,7	2,8	2,7	2,5	2,4	2,6	2,6	2,4
Schweiz	0,4	0,9	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

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

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

	1982	1983	1984a)	1983		1984a)				1985a)
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	-11,2	-41,5	-101,6	-12,0	-17,2	-19,7	-24,7	-33,7	-23,7	-
BRD	3,3	3,3	5,6	0,0	0,7	0,8	-0,2	1,6	3,4	1,4
Grossbritannien	8,3	4,4	0,2	1,4	0,7	0,7	-0,5	-0,7	0,7	0,2
Frankreich	-11,6	-3,5	0,0	0,3	0,3	-1,3b)	0,1b)	0,5b)	0,4b)	-1,8b)
Italien	-5,5	0,7	-1,8	0,7b)	0,0b)	-0,5b)	-0,5b)	0,7b)	-	-
Japan	6,8	20,8	35,0	6,9	6,2	4,8	10,0	8,7	11,6	6,8
Schweiz	4,0	3,4	3,7	0,6b)	1,0b)	1,0b)	1,0b)	0,7b)	1,0b)	1,5b)

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Der Konjunkturaufschwung hat sich in der Schweiz im ersten Quartal 1985 beschleunigt. Starke Wachstumsimpulse gingen von der Auslandsnachfrage aus, wobei die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten erneut überdurchschnittlich stark zunahmen. Eine wichtige Konjunkturstütze bildeten ferner die privaten Ausrüstungsinvestitionen; dies zeigte sich im kräftigen Anstieg der Importe von Maschinen und Apparaten. Infolge der kalten Witterung war die Bautätigkeit dagegen geringer als im gleichen Vorjahresquartal, und die Konsumnachfrage der privaten Haushalte stagnierte. Die realen Detailhandelsumsätze lagen in den ersten Monaten des Jahres 1985 kaum über dem Stand vor Jahresfrist. In Anbetracht des voll im Gange befindlichen Konjunkturaufschwungs und der verbesserten Konsumentenstimmung dürfte sich der private Konsum in den kommenden Monaten jedoch beleben.

Die Industrieproduktion wurde im ersten Quartal 1985 weiter erhöht, und die Kapazitätsauslastung stieg trotz einer leichten Ausweitung des Produktionspotentials. Die Beschäftigung nahm zu und lag erstmals seit beinahe vier Jahren auch in der Industrie über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der Beschäftigungsanstieg war

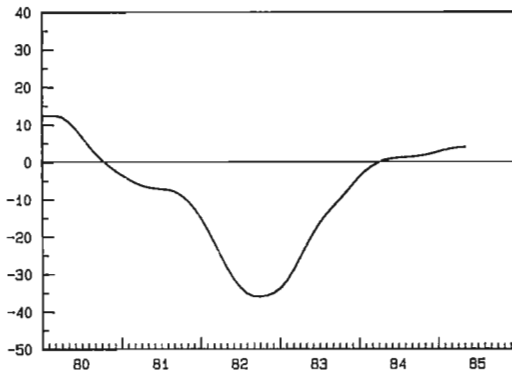
von einem deutlichen Rückgang der Zahl der Arbeitslosen und der Kurzarbeiter begleitet. Da die Belegschaft in der Industrie teilweise bereits als zu klein eingestuft wurde, dürfte die Beschäftigung in den kommenden Monaten zunehmen und die Arbeitslosigkeit weiter zurückgehen.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag in den Monaten Januar bis April um durchschnittlich 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresniveau und wuchs damit ungefähr gleich stark wie im Vorjahr. Die Geldmarktsätze stiegen in der ersten Quartalshälfte, bildeten sich aber gegen Ende März und im April mit den nachgebenden Euromarktzinsen des Dollars und der D-Mark zurück. Die Kapitalmarktrenditen, die sich zu Beginn des Jahres ebenfalls deutlich erhöht hatten, begannen bereits Anfang März leicht zu sinken.

Die Konsumentenpreise stiegen zu Beginn des Jahres stark an, und die durchschnittliche Jahresteuersatzrate kletterte von 3,0% im vierten Quartal 1984 auf 3,8% im ersten Quartal 1985. Zur vorübergehenden Beschleunigung des Preisauftriebs führte in erster Linie die Wechselkursbedingte Verteuerung der Importgüter. Im März und April schwächte sich der Preisanstieg sowohl auf Konsumenten- als auch auf Grosshandelsstufe ab.

Der Schweizerfranken verlor am Jahresanfang gegenüber den meisten wichtigen Währungen – insbesondere aber gegenüber dem Dollar und dem Yen – an Wert, so dass sein exportgewichteter Aussenwert im ersten Quartal weiter sank. Im März und April wertete sich der Schweizerfranken gegenüber dem Dollar überdurchschnittlich stark auf und festigte sich auch im Vergleich zu den wichtigen europäischen Währungen.

Grafik 8: Geschäftsgang in der Industrie¹



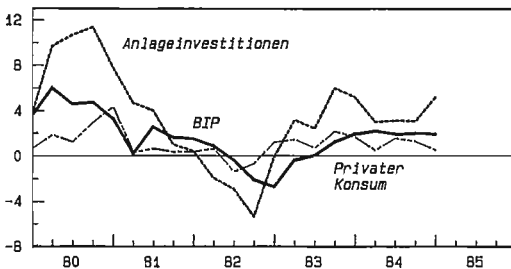
¹ Geglättet

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Die Industrieproduktion stieg im vierten Quartal 1984 weiter an und lag um 2,5% über dem Stand des entsprechenden Vorjahresquartals. Die Produktionsausweitung erfolgte in allen nach dem

Grafik 9: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

Verwendungszweck untergliederten Teilbereichen der Industrie (Konsum- und Investitionsgüter sowie Baustoffe), ein Indiz für den breit abgestützten Konjunkturaufschwung im industriellen Sektor. Das reale Bruttoinlandprodukt lag im vierten Quartal um 1,9% über dem Vorjahresstand. Eine positive Zuwachsrate ergab sich auf saisonbereinigter Basis auch gegenüber dem Vorquartal.

Die Lage in der Industrie verbesserte sich gemäss dem Sammelindikator «Geschäftsgang» der Konjunkturforschungsstelle (KOF) an der ETH im ersten Quartal, und das Wachstum der Industrieproduktion setzte sich fort. Sie lag im ersten Quartal um 3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Im zweiten Quartal ist gemäss dem KOF-Konjunkturtest mit einer weiteren Produktionserhöhung zu rechnen. Die Auslastung der technischen Kapazitäten stieg trotz einer erneuten Ausweitung der Produktionsausstattung um rund 0,5 Prozentpunkte auf etwas über 84%. Sie liegt damit noch immer deutlich unter der Vollauslastung, die im Durchschnitt etwa 87–89% beträgt. Insbesondere ist der Auslastungsgrad in wichtigen Bereichen der Maschinen- und Apparateindustrie trotz der deutlichen Belebung der Geschäftstätigkeit nach wie vor unbefriedigend. Die Auftragsbestände werden von den Unternehmern denn auch nach wie vor als eher zu klein eingeschätzt.

Die positive Auftragsentwicklung im vierten Quartal 1984 – die Bestellungen erhöhten sich gegenüber dem Vorquartal und dem entspre-

chenden Vorjahresquartal um je 11% – hielt auch im ersten Quartal 1985 an. Gemäss dem Konjunkturtest der KOF rechnen die Unternehmer mit einer weiteren Zunahme des Auftragseingangs im zweiten Quartal.

Privater Konsum

Die Konsumnachfrage, die im vierten Quartal saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal stagniert hatte, blieb auch im ersten Quartal 1985 schwach. Dies widerspiegelte sich in den Detailhandelsumsätzen, die real auf dem entsprechenden Vorjahresniveau verharrten, und im Geschäftsgang des Detailhandels, der sich gemäss der Umfrage der KOF etwas abschwächte. Infolge der harzenden Umsatzentwicklung wurden die Lagerbestände teilweise als zu hoch beurteilt. Die Stagnation im Konsumbereich dürfte jedoch vorübergehender Natur sein. So erwarten die Detailhändler für die Monate April bis Juni namentlich im Bereich der dauerhaften Konsumgüter eine Belebung der Geschäftstätigkeit. Die Importe dieser Gütergruppe nahmen im ersten Quartal weiter zu. Angesichts der guten Konjunkturlage dürfte sich auch die Konsumentenstimmung verbessern.

Die Zahl der Logiernächte in den Hotelbetrieben lag in den Monaten Dezember 1984 bis Februar 1985 um durchschnittlich 1,5% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Während sich die Nachfrage aus dem Inland nur leicht erhöhte, nahm der Tourismus aus dem Ausland spürbar zu. Besonders stark stieg erneut die Zahl der amerikanischen Gäste; aber auch aus den europäischen Ländern, namentlich der Bundesrepublik Deutschland, kamen mehr Touristen als vor Jahresfrist.

Investitionen

Im Gegensatz zur Konsumnachfrage belebte sich die Investitionstätigkeit im vierten Quartal. Gemäss Nationaler Buchhaltung wuchsen die saisonbereinigten Anlageinvestitionen auf Jahresbasis hochgerechnet gegenüber dem Vorquartal um rund 12%. Einen noch höheren Zuwachs wiesen die Ausrüstungsinvestitionen aus

Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1981	1982	1983	1984	1985					1985
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Import von Investitionsgütern, real	0,2	- 5,8	7,0	3,4	10,2	8,1	-2,7	2,8	2,5	4,1
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 5,9	- 3,6	7,2	-6,4	-2,4	-2,8	-20,3	-10,5	8,8	-24,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,3	6,7	-5,7	6,9	-3,2	2,0	26,4	- 2,9	4,9	-5,6
Geplante industrielle Bauten (Raumvolumen) ¹	-29,6	-22,5	23,6	-8,3	58,5	-4,7	-20,9	- 3,8	-3,7	6,4
Neubewilligte Baukredite (71 Banken)	- 5,3	- 6,5	19,4	4,2	22,1	3,6	9,8	3,9	-0,6	11,7

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

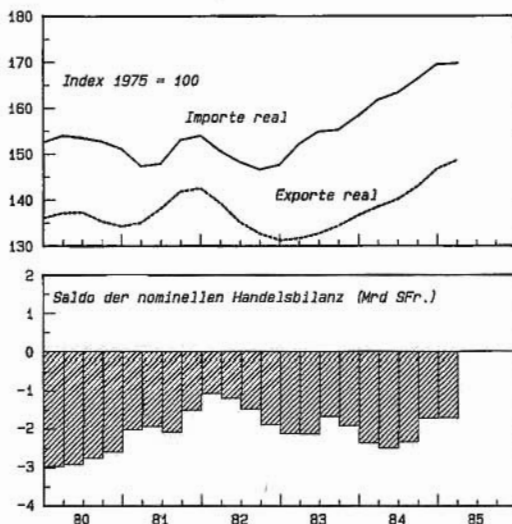
(+17%). Die Ausgaben für Ausrüstungsgüter dürften auch im ersten Quartal 1985 beträchtlich zugenommen haben. Darauf deuten die unvermindert hohen Einfuhren von Investitionsgütern, die starke Zunahme der aus dem Inland stammenden Bestellungen in der Maschinenindustrie und die im zweiten Halbjahr 1984 deutlich erhöhten Planvorlagen für betriebliche Einrichtungen hin.

Bei den Bauinvestitionen war gegen Ende 1984 eine Belebung festzustellen, deren wichtigste Impulse vom Wohnungsbau ausgingen. Die Zahl der neuerstellten Wohnungen lag um rund 5% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Der gewerblich-industrielle Bau scheint dagegen im vierten Quartal stagniert zu haben. Aufgrund der jährlich von der KOF durchgeführten Investitionsumfrage dürften die Bauinvestitionen der Industrie im laufenden Jahr jedoch kräftig steigen, nachdem sie im Jahr 1984 nochmals leicht gekürzt worden waren. Beim Wohnungsbau deuten hingegen die sinkenden Zuwachsraten des Auftragseingangs und der Rückgang der Zahl der baubewilligten Wohnungen im vergangenen Jahr auf eine nachlassende Dynamik hin. Gemäss der Investitionsumfrage der KOF plant das Bauhauptgewerbe im laufenden Jahr eine Reduktion seiner Bau- und Ausrüstungsinvestitionen und beabsichtigt einen – allerdings nur bescheidenen – Abbau seiner Kapazitäten.

Aussenhandel

Exporte

Die schweizerischen Ausfuhren konnten auch in den ersten drei Monaten des Jahres 1985 beträchtlich gesteigert werden. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal stiegen sie nominell um beinahe 12% und real um über 7%. Nach Bestimmungsländern gegliedert wiesen die Exporte in die Vereinigten Staaten wiederum

Grafik 10: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

eine überdurchschnittlich hohe Zuwachsrate auf (+30%). Die USA wurde damit hinter der Bundesrepublik Deutschland zum zweitgrößten Abnehmer schweizerischer Exportgüter. Während die Güterlieferungen in die europäischen OECD-Staaten im Gleichschritt mit den Gesamtausfuhren stiegen, stagnierten die Exporte in die Entwicklungsländer. Die OPEC-Staaten kauften weniger schweizerische Güter als ein Jahr zuvor.

Eine Gliederung der Exporte nach dem Verwendungszweck zeigt bei allen drei Warenkategorien positive Wachstumsraten. Im Vorjahresvergleich fiel der reale Anstieg der Konsumgüterausfuhren (+13%) erneut deutlich stärker aus als derjenige der Rohstoffe- und Halbfabrikate (+7%) sowie der Investitionsgüter (+4%). Angesichts der im vergangenen Jahr stark gestiegenen Auslandsaufträge in der Maschinenindustrie dürften die Investitionsgüterexporte in den kommenden Monaten jedoch beträchtlich zunehmen.

Importe

Trotz der Beschleunigung des Konjunkturaufschwungs schwächte sich das Wachstum der Importe im ersten Quartal 1985 nominell gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal ab. Da gleichzeitig die Importpreise bei allen Gütergruppen markant anstiegen, ergab sich eine reale Zunahme von lediglich 2,7% gegenüber 8,5% im Vorquartal. Die Wachstumsverlangsamung ist zum einen auf die wechselkursbedingten, markanten Preisaufschläge bei den Importgütern zurückzuführen. Zum anderen dürfte aber auch die extrem kalte Witterung in weiten Teilen Europas zu Lieferverzögerungen geführt haben.

Nach Verwendungszweck gegliedert, bildeten sich vor allem die Importe von Energieträgern stark zurück; real lagen sie um rund 10% unter dem Vorjahresniveau. Infolge verminderter Fahrzeugimporte schwächte sich auch das Wachstum der Konsumgütereinfuhren ab. Der Rückgang der Einfuhr von Personenwagen dürfte teilweise mit der Diskussion um die Einführung von Katalysatoren zusammenhängen, die zu einer gewissen Verunsicherung der Konsumenten führte. Die Importe von Investitionsgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten lagen um 4% bzw. 7% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Überdurchschnittlich stark stiegen nament-

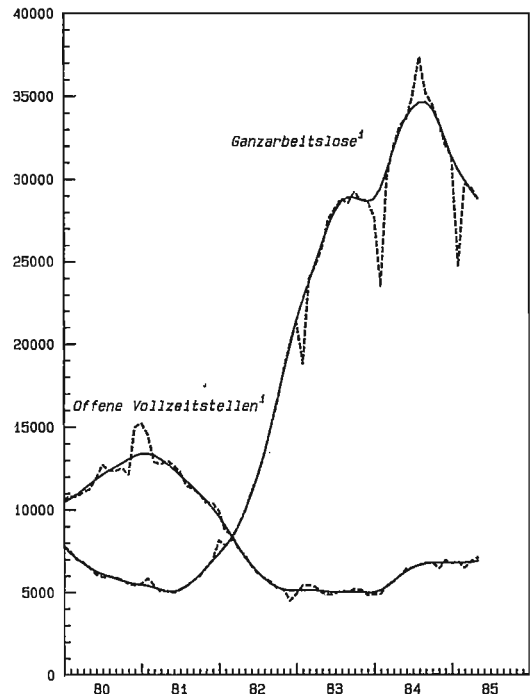
lich die Einfuhren von Maschinen und Apparaten (+14%).

Das Handelsbilanzdefizit betrug im ersten Quartal 1985 saisonbereinigt unverändert rund 1,7 Mrd. Franken. Im Vorjahresvergleich bildete es sich hingegen infolge des beschleunigten Exportwachstums von 2,9 Mrd. Franken im ersten Quartal 1984 auf 2,3 Mrd. zurück. Zusammen mit den höheren Überschüssen im Dienstleistungsverkehr und bei den Kapitaleinkommen führte dies zu einer markanten Ausweitung des Ertragsbilanzüberschusses im ersten Quartal 1985. Er belief sich auf 3,8 Mrd. Franken gegenüber 2,5 Mrd. im entsprechenden Vorjahresquartal.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung lag im ersten Quartal 1985 um 0,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Erstmals seit fast vier Jahren nahm sie

Grafik 11: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und glatte Komponente

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1981	1982	1983	1984	1985						
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Beschäftigten ¹	1,0	-1,1 ²	-1,3	-0,4	-0,1	-0,2	0,6	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{3,4}	0,2	0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9
Ganzarbeitslose ⁴	5 889	13 220	26 288	32 061	29 651	31 986	33 666	36 161	33 896	30 940	29 201
Kurzarbeiter ⁴	5 704	36 611	48 930	11 232	2 723	5 076	4 532	4 437	5 230	3 928	2 340
Offene Vollzeitstellen ⁴	11 876	6 352	5 591	6 269	6 829	6 314	6 898	6 492	6 783	7 418	7 308

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

auch in der Industrie wieder zu (+0,5%). Während die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor das Vorjahresniveau um 0,8% übertraf, stagnierte sie in der Bauindustrie vor allem infolge der kalten Witterung.

Wie üblich stieg die Zahl der Arbeitslosen zu Beginn des Jahres. Im Durchschnitt der ersten vier Monate des Jahres 1985 lag sie jedoch leicht unter dem entsprechenden Vorjahreswert und bildete sich saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode deutlich zurück. Die Arbeitslosenquote sank von 1,2% im Januar auf 0,9% im April. Auch die Kurzarbeit wurde abgebaut. Demgegenüber erhöhte sich die Zahl der offenen Vollzeitstellen leicht.

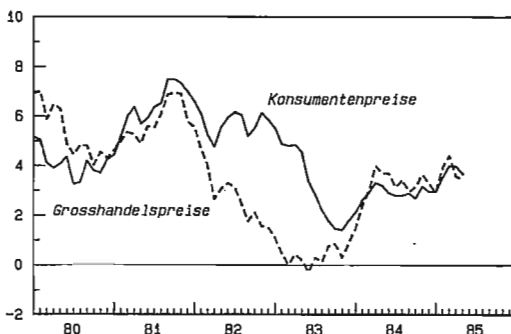
Preise und Löhne

Die Teuerung stieg im ersten Quartal 1985 sowohl auf der Konsum- als auch auf der Grosshandelsstufe. Die Beschleunigung der Inflation erklärt sich vor allem aus einer wechselkursbedingten Verteuerung der Importgüter und einer starken Erhöhung der Heizölpreise infolge der kalten Witterung am Jahresanfang. Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise betrug die Jahresteuering 3,8%, gegenüber 3% im letzten Vierteljahr des Jahres 1984. Während sich die Teuerung bei den Inlandwaren im Vorjahresvergleich nur leicht von 3,2% auf 3,6% beschleunigte, stieg die Preissteigerungsrate bei den importierten Konsumgütern von 2,3% auf 4,3%.

Auf der Grosshandelsstufe lagen die Preise im ersten Quartal um 3,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (viertes Quartal 1984: +3,3%). Die Preise der Importgüter erhöhten sich mit 6,8% rund doppelt so stark wie diejenigen der Inlandwaren. Im März und April schwächte sich der Anstieg des Grosshandelspreisindex ab, da sowohl der saisonal- als auch wechselkursbedingte Teuerungsdruck spürbar nachliess. Dies führte auch auf Konsumentenstufe zu einer Preisberuhigung. Der Landesindex bildete sich im April leicht zurück, und die Jahresteuering sank auf 3,6%.

Die Arbeitnehmerverdienste lagen nach Berechnungen des Bundesamts für Industrie, Gewerbe

Grafik 12: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

und Arbeit im ersten Quartal um 3,0% höher als vor einem Jahr. Die bis Ende 1984 aufgelaufene Teuerung wurde damit ausgeglichen. Aufgrund der seit Anfang Jahr eingetretenen leichten Beschleunigung des Preisauftriebs ergibt sich im Vorjahresvergleich jedoch eine geringe Reallohneinbusse.

3. Der monetäre Bereich

Die Entwicklung der Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Durchschnitt der Monate Januar bis April 1985 um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Da der Notenumlauf mit 3,2% etwas stärker als erwartet wuchs, weitete die Nationalbank die Giro Guthaben von Banken, Handel und Industrie in geringerem Umfang aus als ursprünglich vorgesehen war.

Der seit Mitte 1984 beobachtete Anstieg der kurzfristigen Zinssätze führte in den ersten drei Monaten des Jahres 1985 zu weiteren Umlagerungen zwischen Sicht- und Termineinlagen. Im Durchschnitt der Monate Januar bis März lagen die Sichteinlagen um 3,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand, und die Geldmenge M_1

nahm erstmals seit August 1982 im Vorjahresvergleich ab (vergleiche Tabelle 6). Das Wachstum der Geldmenge M_2 bewegte sich bei rund 6%, während sich der Anstieg der Geldmenge M_3 etwas abschwächte.

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Geldmarktzinsen bildeten sich nach der Erhöhung der Zinssätze zu Beginn des Jahres im März und April wieder leicht zurück. Am Eurofrankenmarkt lag der Satz für Dreimonatsdepots, der Ende Februar vorübergehend auf über 6% gestiegen war, fast immer unter 5½%. Aufgrund der Entwicklung am Eurofrankenmarkt senkten die Grossbanken ihre Vergütungen für Festgelder Mitte April und Anfang Mai um insgesamt einen halben Prozentpunkt auf 4½; in den ersten zwei Monaten des laufenden Jahres waren die Festgeldsätze von 4¼% auf 5% erhöht worden.

Da die dreimonatigen Eurofrankensätze im April und Mai weniger stark zurückgingen als die entsprechenden Dollarzinsen, verringerte sich die Zinsdifferenz von etwas über drei Prozentpunkte auf rund zweieinhalb Prozentpunkte. Demge-

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giro Guthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	8,7	605	30 484	2,6
1984 1. Q.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2. Q.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 3. Q.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 4. Q.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1985 1. Q.	23 837	3,6	7853	0,4	578	31 113	2,4
1985 Jan.	24 266	4,2	8130	- 1,6	603	31 793	3,5
1985 Febr.	23 562	3,4	7550	2,3	493	30 619	1,8
1985 März	23 685	3,1	7880	0,5	639	30 926	1,8
1985 April	23 588	2,2	8028	1,9	689	30 927	2,2
1985 Mai ⁴	23 494	2,1	7898	11,6	596	30 796	2,9

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

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

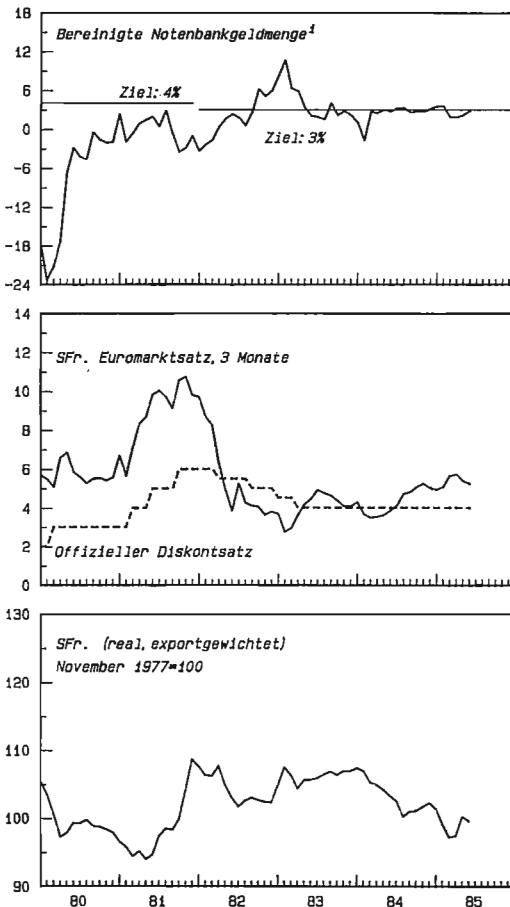
³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giro Guthaben - Ultimokredite

⁴ Provisorisch

genüber blieb der Unterschied zu den D-Mark-Zinsen gleicher Laufzeit bei etwa einem halben Prozentpunkt.

Im Durchschnitt der Periode Januar bis April lagen die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank um 0,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Nationalbank finanzierte den zusätzlichen Liquiditätsbedarf am Quartalsende über den traditionellen Notenbankkredit. An den gewöhnlichen Monatsenden erneuerte sie auslaufende Swapkredite nur zum Teil und kompensierte damit teilweise die Beanspru-

Grafik 13: Schweiz



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

Tabelle 6: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1981	- 3,1	11,2	3,7
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,5	5,3	6,0
1984 1. Q.	1,2	3,8	6,8
1984 2. Q.	2,8	5,7	6,2
1984 3. Q.	3,1	5,2	5,8
1984 4. Q.	2,8	6,6	5,3
1985 1. Q.	- 1,3	6,3	4,2
1985 Jan.	1,2	5,6	4,3
1985 Feb.	- 2,1	6,3	4,1
1985 März	- 3,0	7,0	4,3
1985 April	- 2,3	7,5	4,1

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

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

chung des traditionellen Notenbankkredits, um die Liquidität auch an den Monatsenden im vorgesehenen Zielbereich zu halten. Der Quartalsultimo, der bei Giro Guthaben von 11,9 Mrd. Franken (Vorjahr: 11,2 Mrd.) abgewickelt wurde, verlief problemlos.

Devisenmarkt

Zwischen Januar und Mai prägten einmal mehr die grossen Kursschwankungen des Dollars die Devisenmärkte. Im Laufe des Februars 1985 wertete sich der Dollar stetig auf und erreichte Anfang März mit einem Kurs von Fr. 2.94 je Dollar einen seit Oktober 1974 nicht mehr erreichten Höchstwert, fiel aber im Laufe der Monate März und April auf rund Fr. 2.50 zurück und verharrte im Mai bei etwa Fr. 2.60.

Parallel zum Dollar stieg auch der Kurs des japanischen Yen gegenüber dem Schweizerfranken; Anfang März erreichte er mit Fr. 1.12 je 100 Yen eine Höchstmarke. Im Gegensatz dazu blieb der Frankenkurs der D-Mark ziemlich stabil. Die Kurse für den französischen Franken, das engli-

Tabelle 7: Veränderung von wichtigen Fremdwährungskursen des Schweizer Francs¹

	Februar 1985 – Mai 1985		1. Quartal 1984 – 1. Quartal 1985 ³	
	nominal	real	nominal	real
US-\$	+2,3	+2,8	-20,2	-20,2
Yen	+1,1	+2,2	-11,0	- 9,9
D-Mark	+0,3	+0,9	- 3,9	- 2,7
fFr.	+0,3	+0,6	- 4,3	- 7,0
£	-2,0	-2,2	+ 2,8	+ 1,1
Lit.	+1,4	+1,3	- 3,1	- 8,0

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

² Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent

³ Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent

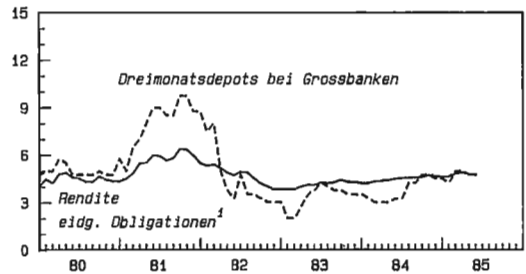
sche Pfund und die italienische Lira entwickelten sich uneinheitlich. Während der französische Franken leicht höher notierte, blieben die durchschnittlichen Frankenkurse des Pfundes und der Lira im Vergleich zum ersten Quartal 1984 praktisch unverändert.

Der reale Wechselkurs des Schweizerfrancs lag im ersten Quartal gegenüber allen wichtigen Währungen ausser dem englischen Pfund unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Besonders stark bildete er sich gegenüber dem amerikanischen Dollar (-20%) und dem japanischen Yen (-10%) zurück. Der exportgewichtete Aussenwert des Schweizerfrancs sank real und nominal um rund 7%, was auf eine deutliche Verbesserung der internationalen Konkurrenzfähigkeit der Schweizer Exportwirtschaft hindeutet.

Kapitalmarkt

Die Entwicklung der Geldmarktsätze blieb nicht ohne Auswirkungen auf den Kapitalmarkt. Gemessen an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit berechnet) stieg das Renditeniveau im Zeitraum von Januar bis Anfang März um rund $\frac{3}{10}$ Prozentpunkte auf 4,94% und bildete sich dann, zunächst langsam, im April beschleunigt, auf rund 4,75% zurück. Der Renditeanstieg löste nur bei einzelnen Schuldner eine Anhebung des Couponsatzes aus, so dass

Grafik 14: 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

sich die Bonitätsunterschiede vor allem in den Emissionspreisen widerspiegeln.

Der Bund emittierte im März – wie üblich im Auktionsverfahren – eine 5%-Obligationenanleihe. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Betrag von 290 Mio. Franken und ein Ausgabepreis von 101.40 festgelegt; dies ergibt bei einer zwölfjährigen Laufzeit eine Rendite von 4,84%.

Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarkts durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen betrug im ersten Quartal (ohne Konversionen) 6,0 Mrd. Franken (erstes Quartal 1984: 5,5 Mrd.). Gleichzeitig wurden 1,3 Mrd. (2,1 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass sich die Nettobeanspruchung auf 4,7 Mrd. (3,4 Mrd.) belief. Gemessen an der Nettobeanspruchung stellte sich der Anteil der inländischen Schuldner auf 32% (17%).

Kapitalexport

Im ersten Quartal 1985 beliefen sich die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexporte auf 11,8 Mrd. Franken, was einen Rückgang um 4% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal bedeutet. Gegenüber dem vierten Quartal 1984 war jedoch ein Anstieg von 29% zu verzeichnen.

Die Ausgabe öffentlicher Anleihen stieg im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Notes	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1980	5 485,7	8 398,0	7 315,1	2 123,2	23 322,0
1981	7 575,0	11 846,0	9 838,7	2 945,3	32 205,0
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	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
1984 1. Q.	3 221,5	5 602,3	2 447,2	1 028,4	12 299,4
2. Q.	2 947,9	5 924,2	2 205,9	240,6	11 318,6
3. Q.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
4. Q.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1. Q. ²	3 902,2	5 612,0	1 961,1	366,0	11 841,2

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

² provisorisch

um 21% auf 3,9 Mrd. Franken, während die Notes-Emissionen auf dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode verharrten und die Kredite um rund ein Drittel auf 2,3 Mrd. Franken zurückgingen. Der Rückgang betrifft vor allem Kredite an Entwicklungsländer. Gegenüber dem vierten Quartal 1984 nahmen alle drei Kategorien des Kapitalexports zu.

Die Notes-Emissionen fielen mit 47% anteilmässig wiederum am stärksten ins Gewicht. Rund die Hälfte entfiel auf japanische Schuldner. Der Anteil der Wandel-Notes an den Privatplatzierungen japanischer Schuldner blieb mit rund zwei Drittel beträchtlich. Der Anteil Japans am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport des ersten Quartals belief sich auf 30%.

Die Gliederung der Kapitalexporte nach Länder bzw. Schuldnergruppen zeigt im ersten Quartal 1985 einen Anteil der Industrieländer von 77%, (erstes Quartal 1984: 69%), während der Anteil der Entwicklungsländer von 18% auf 6% zurückfiel. Der Anteil der Staatshandelsländer stieg von 1% im Vorjahresquartal kontinuierlich auf 5% im ersten Quartal 1985 an. Die vermehrte Beanspruchung westlicher Finanzmärkte durch einige Comecon-Staaten ist nicht zuletzt Ausdruck einer wieder besser eingestuften Kreditwürdigkeit dieser Länder.

Nach der Beschleunigung im ersten Quartal bildete sich der bewilligungspflichtige Kapitalexport im April und Mai stark zurück. Er belief sich auf durchschnittlich 3,1 Mrd. gegenüber 4,0 Mrd. im Monatsdurchschnitt des ersten Vierteljahres. Be-

sonders ausgeprägt war der Rückgang bei den öffentlichen Anleihen und den Notes-Emissionen. Nur bei den Krediten war ein leichter Anstieg festzustellen. Zum Rückgang dürfte die Wiedererstarkung des Schweizerfrankens gegenüber dem Dollar und dem Yen beigetragen haben. Auf mittlere Frist dürfte die Liberalisierung des Euro-Yen-Marktes per 1. April 1985 und die Zulassung von quellensteuerfreien Yen-Emissionen am Eurokapitalmarkt die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch japanische Schuldner vermindern.

Mit Wirkung ab 15. Mai hat das Direktorium die bisherige Höchstgrenze von 200 Mio. Franken für öffentliche Anleihen ausländischer Schuldner aufgehoben. Damit wird die öffentliche Ausgabe von Anleihen ausländischer Schuldner in bezug auf den Emissionsbetrag den Notes-Emissionen gleichgestellt, für die es schon bisher keine Höchstgrenze gab.

Nachdem die Aufhebung des Emissionskalenders per 1. Januar 1984 zu keinen Störungen am Markt geführt hat, ist auch von der Aufhebung der betragslichen Begrenzung für Auslandanleihen kein wesentlicher Einfluss auf die Marktentwicklung zu erwarten. Nicht ausgeschlossen ist eine gewisse Verlagerung der Kapitalexportgeschäfte von den Notes zu den öffentlichen Anleihen.

Bankbilanzen und Kredite

Die gute Konjunkturlage beeinflusste auch die

Entwicklung der Bankbilanzen. Das Jahreswachstum der *Bilanzsumme* (ohne Edelmetalle) erreichte Ende März 12,4% (Vorjahr: 5,4%); rund ein Drittel dieser Zunahme ist allerdings wechselkursbedingt.

Auf der *Aktivseite* widerspiegelt die Entwicklung des *Kreditgeschäfts* die Erholung der Wirtschaftstätigkeit. Das Wachstum des Kreditvolumens stieg zwischen Ende 1982, dem Beginn des Aufschwungs, und März 1985 von 4,2 auf 12,4% und dasjenige der Frankenkredite von 2,7 auf 8,2%. Unterschiedlich entwickelten sich in diesem Zeitraum die beiden wichtigsten Komponenten des Kreditvolumens: Bei den Hypotheken ging das Jahreswachstum von 9,2 auf 8,6% zurück, während es sich bei den Debitoren von 1,1 auf 16,8% beschleunigte. Im Vergleich zu den vorangegangenen Quartalen entfiel im ersten Quartal 1985 ein besonders hoher Anteil der Kreditvergabe auf die Bereiche «Franken» und «Inland».

Rund ein Drittel der den Banken im ersten Quartal (netto) zugeflossenen Mittel wurde nicht zur Kreditvergabe verwendet, sondern in Wartepositionen im Interbank- und Geldmarkt sowie in Wertschriften und flüssigen Mitteln angelegt. Der Gesamtbestand solcher *Finanzanlagen* übertraf netto (d. h. abzüglich der Verpflichtungen im Interbankgeschäft) den Vorjahreswert um 13,9% (Dez.: 17,1%). Diese Zunahme beruht hauptsächlich auf der Höherbewertung der bedeutenden Dollarpositionen.

Überdurchschnittlich stark nehmen seit einigen Monaten die am Monatsende von den Banken gehaltenen *flüssigen Mittel* zu. Im Durchschnitt des ersten Quartals lag die Ultimosliquidität der Banken um 15,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert (Franken: +10,3%, Fremdwährungen: +62,0%). Die vermehrten Liquiditätsbedürfnisse der Banken sind die Folge der höheren Publikumseinlagen, welche gesamthaft rund 11% und im kurzfristigen Bereich rund 20% über den Vorjahreswerten liegen. Allein schon die gesetzlich geforderte Mindestliquidität erhöhte sich

damit an den Monatsenden um schätzungsweise 15%. Die Banken weiteten ihre Frankenliquidität aus zwei Gründen weniger stark aus als diejenigen in Fremdwährungen. Einerseits entfiel ein grosser Teil des Einlagenwachstums auf den Fremdwährungsbereich. Andererseits behielt die Nationalbank ihre gemässigt restriktive Geldpolitik auch an den Monatsenden bei, mit der Folge, dass die Ultimosätze im ersten Quartal mit durchschnittlich 69% relativ hoch lagen (Vorjahr: 37%), was die Frankenliquidität entsprechend verteuerte. Der Anteil fremder Währungen an den greifbaren Mitteln erreichte im Durchschnitt der Bilanzstichtage des ersten Quartals mit 24,5% (Vorjahr: 18,1%) einen neuen Höchststand.

Auf der *Passivseite* lag der Gesamtbestand aller aus dem Publikum entgegengenommenen Gelder (einschliesslich Obligationen) um 11,0% über dem Vorjahresstand (Franken: 6,8%). Der den Banken (netto) neu zugeflossene Betrag war im ersten Quartal allerdings geringer als in den vorangegangenen Quartalen. Wie bei den durch Kreditvergabe abfliessenden Geldern entfiel auch bei den Zuflüssen der grösste Teil auf die Bereiche «Inland» und «Franken». Die Anleger bevorzugten Termineinlagen, da die Festgeldsätze im Lauf des Quartals um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte stiegen, während sich die Zinssätze konkurrierender Anlagen kaum veränderten. Da die Termineinlagen rund zur Hälfte auf Dollar lauten, stieg diese Position auch wechselkursbedingt. Ihr Jahreswachstum belief sich auf 24,9% (Franken: 28,0%). Demgegenüber wuchsen die Sichtgelder (6,9%; Franken: -1,5%), die Spareinlagen (2,3%) und die Kassenobligationen (7,2%) langsamer. Das Volumen ausstehender Obligationen lag um 8,7% höher als ein Jahr zuvor.

Das Volumen des *Treuhandgeschäfts* lag Ende März 34,7% über dem Vorjahresstand (Dez.: 24,2%). Im Frankenbereich profitierte das Treuhandgeschäft von den höheren kurzfristigen Zinssätzen, während das Geschäftsvolumen im weitaus wichtigeren Dollarbereich vor allem wechselkursbedingt zunahm.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 7 juin 1985*

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

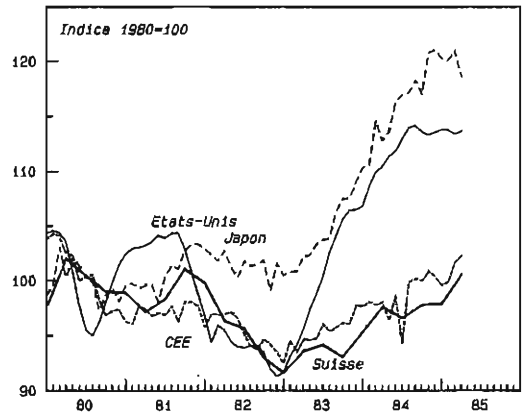
1. Aperçu

Evolution de la conjoncture

Au premier trimestre de 1985, la conjoncture économique a été marquée dans la zone de l'OCDE par l'affaiblissement de la reprise aux Etats-Unis. Le brusque ralentissement de la croissance du produit national brut réel des Etats-Unis s'explique principalement par la détérioration que le commerce extérieur a enregistrée à la suite de l'évolution des rapports de change. Etant donné le cours élevé du dollar, les exportations américaines ont diminué, alors que les importations s'accroissaient fortement, compensant ainsi dans une large mesure l'augmentation de la demande intérieure. Au Japon également, la croissance a faibli légèrement. En revanche, la reprise de la conjoncture s'est raffermie dans la plupart des pays industrialisés européens, grâce surtout aux exportations et aux investissements en biens d'équipement. L'évolution divergente de la conjoncture entre ces deux pays d'outre-mer et l'Europe se reflète dans la production industrielle. Celle-ci a en effet stagné aux Etats-Unis et au Japon, mais progressé vigoureusement dans les Etats membres de la Communauté économique européenne.

Dans de nombreux pays industrialisés, le renchérissement des importations, dû au cours élevé du dollar, a entraîné une accélération de la hausse des prix au premier trimestre. Comme, de surcroît, les produits énergétiques ont renchéri notablement à la suite de l'hiver rigoureux en Europe, l'augmentation des prix à la consommation a été très nette dans quelques pays. La

Graphique 1: Production industrielle



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

politique monétaire de la plupart des pays industrialisés restant axée sur la lutte contre l'inflation, ces poussées devraient faiblir ces prochains mois.

Dans le domaine de la politique budgétaire, le Japon et une majorité des Etats européens déploient des efforts dans le sens d'une réduction des déficits publics. Aux Etats-Unis également, des signes traduisant une volonté de contenir le déficit budgétaire ont pu être observés. Pour l'exercice 1985/86, les deux Chambres ont décidé de réduire fortement la croissance des dépenses. Le déficit, qui atteindra plus de 200 milliards de dollars cette année, devrait ainsi passer à environ 150 milliards.

Marchés des changes

Sur les marchés des changes, le dollar s'est revalorisé sans discontinuer, jusqu'à la fin du mois de février, face à toutes les principales monnaies, en particulier vis-à-vis du franc et de la livre sterling. Cette hausse a incité plusieurs

* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des Informations publiées entre les mois de février et d'avril 1985

importantes banques centrales à intervenir massivement, dans le cadre d'une action concertée, au cours de la dernière semaine de février. Un mouvement de repli a eu lieu entre le début du mois de mars et la fin du mois d'avril, puis la monnaie américaine a eu de nouveau tendance à se raffermir légèrement en mai.

Malgré les fortes fluctuations du dollar, la situation est restée calme au sein du Système monétaire européen (SME). A l'exception de la lire, qui s'est dépréciée de nouveau, les monnaies ont continué à être fermes.

Endettement international

Au premier trimestre, l'Argentine et le Brésil ont été une fois encore au cœur des discussions sur l'endettement international. Ces deux pays ne sont pas parvenus à atteindre les objectifs fixés par le Fonds monétaire international (FMI), soit une réduction de la croissance des agrégats monétaires ainsi qu'une diminution de l'inflation et des déficits budgétaires. Au mois de mars, le FMI a décidé de suspendre tout nouveau recours de l'Argentine au crédit stand-by de 1,4 milliard de DTS qui avait été ouvert à la fin de 1984. En conséquence, les banques commerciales ont ajourné le versement du crédit de 4,2 milliards de dollars qu'elles ont mis à la disposition de l'Argentine dans le cadre du train de mesures d'assainissement élaboré par le FMI.

Le Brésil négocie actuellement avec le FMI une adaptation des objectifs de politique économique. Jusqu'à la conclusion d'un accord entre le Brésil et le FMI, les banques commerciales ont suspendu les négociations sur le rééchelonnement de 45 milliards de dollars de crédits.

A la fin du mois de mars, le Mexique et le FMI ont pu fixer les objectifs économiques pour l'année 1985, ce qui a ouvert la voie à la conclusion d'un accord de rééchelonnement avec les banques commerciales. Cet accord, dont le principe avait déjà été arrêté en septembre 1984, a été signé en avril. Il porte sur 48,7 milliards de dollars de crédits octroyés au secteur public.

Au cours des discussions sur l'endettement international, on a observé un changement d'attitude des pays en développement et des pays nouvellement industrialisés. Des solutions politiques globales n'ont plus guère été préconisées, et les pays débiteurs ont évité d'entrer en conflit avec les pays créanciers. Apparue déjà au mois de février lors d'une conférence qui a réuni à Saint-Domingue les ministres des affaires étrangères et des finances du groupe de Carthagène, cette tendance à la détente dans les relations entre débiteurs et créanciers a été confirmée en avril, à l'occasion de la réunion du Comité intérimaire du FMI. Le groupe de Carthagène a été créé par les pays latino-américains endettés en vue de servir de forum pour mettre sur pied une stratégie commune de négociations avec leurs créanciers.

Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies

	Janvier 1985 – avril 1985 ¹		1er trimestre 1984 – 1er trimestre 1985 ²		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar américain	–	–0,1	–	+15,7	+15,4
Yen	+0,4	+0,2	–11,4	– 1,5	– 3,6
Mark allemand	+0,8	+0,3	–20,5	– 3,1	– 5,4
Franc français	+0,9	+0,3	–20,1	– 1,7	+ 0,4
Lire	–0,4	–1,1	–21,7	– 3,7	+ 1,2
Livre sterling	+3,3	+3,3	–22,2	–10,8	–10,4
Franc suisse	+0,9	–0,1	–20,2	– 7,2	– 7,3

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

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

Source: OCDE

Lors de la réunion du Comité intérimaire, aussi bien les pays industrialisés que les pays en développement ont souligné que la stratégie, appliquée avec succès, du «cas par cas» et d'une coopération étroite entre les divers créanciers (banques commerciales, FMI et pays créanciers) doit être poursuivie. Les expériences faites avec le Mexique et les accords de rééchelonnement pluri-annuels y sont pour beaucoup. La création d'une agence multilatérale pour la garantie des investissements a été proposée en vue d'améliorer les conditions dans les pays en développement et d'encourager les flux de capitaux sous la forme d'investissements directs.

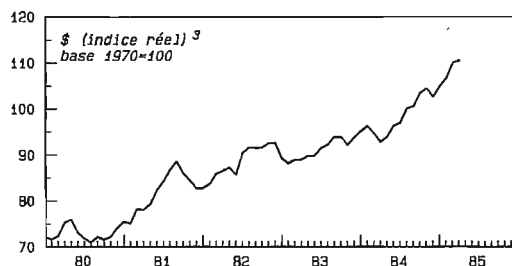
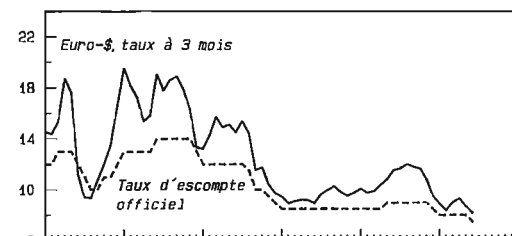
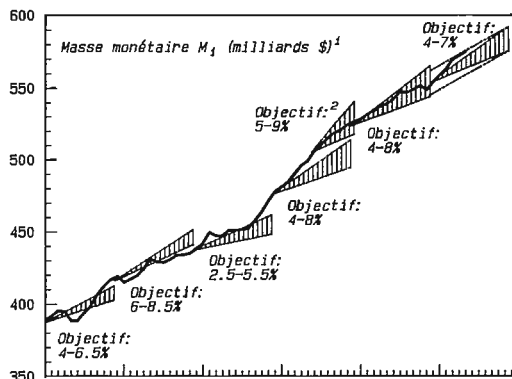
2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine a marqué le pas au premier trimestre de 1985. En taux annualisé, le *produit national brut réel* a augmenté de 0,7% seulement, contre 4,3% au trimestre précédent. Malgré cet affaiblissement de la reprise économique, la demande intérieure de biens et de services a progressé vigoureusement puisqu'elle s'est accrue de 4 à 5% en taux annualisé, après avoir stagné le trimestre précédent. Du fait de la détérioration du commerce extérieur, son expansion n'a pas entraîné une hausse du produit national brut réel. Le cours du dollar étant élevé, les importations ont augmenté vivement, alors que les exportations diminuaient en volume. Le déficit de la balance commerciale a passé ainsi de 24 milliards de dollars au quatrième trimestre de 1984 à environ 33 milliards le trimestre suivant.

Avec une croissance d'environ 5% en termes réels, la consommation privée est la composante de la demande intérieure qui a enregistré la plus forte progression. Les investissements ont eux aussi augmenté, mais à un rythme moins soutenu qu'en 1984. L'évolution de la demande des consommateurs a été accompagnée d'une forte expansion des crédits à la consommation, soit des prêts bancaires traditionnels et des achats au moyen de cartes de crédit. Depuis la fin de la dernière récession aux Etats-Unis, ces crédits se sont accrus de près de 40%.

Graphique 2: 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

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

La concurrence venant des importations pose des problèmes croissants à l'industrie américaine. Depuis l'automne de 1984, la production industrielle stagne et les entrées de commandes ralentissent. Grâce au secteur des services, l'emploi global a cependant progressé au premier trimestre. La population active ayant augmenté elle aussi, le taux de chômage est resté inchangé à un peu plus de 7%.

Au premier trimestre, les agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 dépassaient nettement les marges choi-

sies comme objectifs par le *Système de Réserve Fédérale*. En outre, M_1 était proche de la limite supérieure de la fourchette supplémentaire, introduite au cours du mois de février. La croissance de la base monétaire s'est accélérée également.

Après avoir augmenté nettement entre le début de février et la mi-mars, les taux d'intérêt, pour toutes les durées, ont faibli légèrement vers la fin du premier trimestre et au mois d'avril. Le *Système de Réserve Fédérale* a ramené son taux de l'escompte de 8% à 7½% au cours de la seconde moitié du mois de mai.

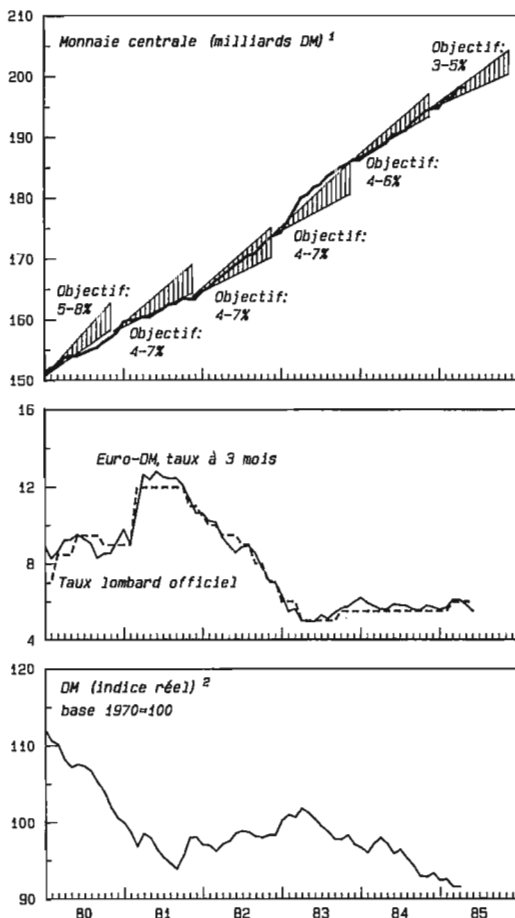
L'accélération de la croissance des agrégats monétaires a fait craindre çà et là une nouvelle hausse du taux d'inflation aux Etats-Unis. Pour le moment toutefois, aucun signe n'indique une reprise du renchérissement. La Réserve Fédérale reste optimiste en ce qui concerne l'évolution de l'inflation; étant donné le fort ralentissement de la croissance économique, elle a toléré le dépassement des objectifs monétaires. Seul l'avenir dira s'il s'agit d'un assouplissement uniquement temporaire du cours de la politique monétaire.

République fédérale d'Allemagne

L'amélioration que la conjoncture enregistre en Allemagne depuis le début de 1983 s'est poursuivie au premier trimestre. Des facteurs particuliers, tel l'hiver très rigoureux, ont pesé sur le volume global de la production. Le *produit national brut réel* a diminué par rapport au quatrième trimestre et augmenté de 0,5% seulement face à la période correspondante de 1984. Aux exportations, seul élément moteur de la croissance jusque dans la seconde moitié de 1984, s'ajoute actuellement un autre stimulant important, les investissements en biens d'équipement. Par contre, aucune impulsion n'est venue du domaine de la construction, du fait notamment que le secteur du logement stagne depuis un certain temps déjà. Dans la construction, la situation s'est détériorée encore au premier trimestre en raison des conditions atmosphériques. De même, la consommation privée et les dépenses publiques n'ont guère contribué à la croissance économique.

Malgré la reprise des investissements en biens

Graphique 3: République fédérale d'Allemagne



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

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

d'équipement, les exportations sont restées le principal moteur de la conjoncture. Par rapport aux trois premiers mois de 1984, elles ont augmenté de 6% en volume. Grâce à cette expansion, l'excédent de la balance des revenus a progressé, passant de quelque 2 milliards de marks au premier trimestre de 1984 à 4,2 milliards un an plus tard.

La vigueur des exportations devrait se maintenir ces prochains mois, car les commandes que l'industrie allemande a reçues de l'étranger au

premier trimestre dépassaient d'environ 13%, en termes réels, le niveau de la période correspondante de 1984. La progression des commandes de la clientèle allemande dans l'industrie des machines et les importations élevées de biens d'équipement incitent à penser que les investissements devraient aussi continuer à croître. Les perspectives économiques sont donc envisagées avec confiance, d'autant que les bénéfices des entreprises augmentent.

Aucune amélioration n'a été observée sur le marché du travail. L'emploi a stagné dans l'ensemble, et la part des chômeurs à la population active s'est maintenue au niveau élevé de 9,3%, un taux légèrement supérieur à celui du premier trimestre de 1984.

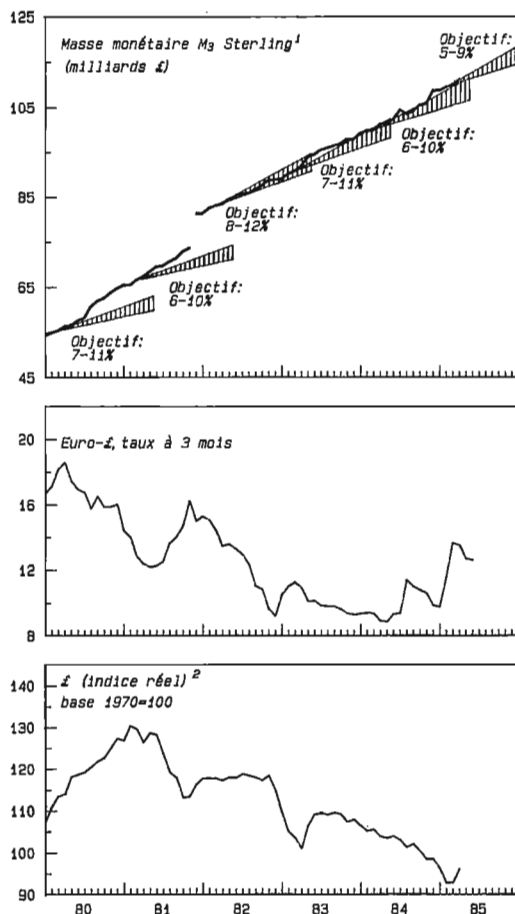
La vigoureuse hausse que les prix des biens importés ont enregistrée à la suite de l'évolution des rapports de change a entraîné une légère accélération du renchérissement au niveau des prix à la consommation. Le taux annuel de renchérissement a passé de 2,1% au mois de janvier à 2,5% au mois d'avril.

Par rapport au quatrième trimestre de 1984, l'expansion de la monnaie centrale jusqu'au mois de mars a atteint 5,5% en taux annualisé. Elle était quelque peu supérieure à la fourchette de 3 à 5% choisie comme objectif par la *Banque fédérale d'Allemagne*. En revanche, la croissance de la masse monétaire M_1 a faibli. Après avoir augmenté nettement au début de l'année, les taux d'intérêt ont fléchi légèrement à partir du mois de mars.

Royaume-Uni

Avec la fin de la grève des mineurs et la reprise de la production de charbon, l'amélioration de la conjoncture s'est raffermie au Royaume-Uni. Au premier trimestre, le *produit intérieur brut réel* dépassait de 2,3%, selon de premières estimations, son niveau de la période correspondante de 1984. L'évolution du chiffre d'affaires du commerce de détail montre que la consommation privée est restée un important stimulant de la conjoncture. De sensibles impulsions sont venues également des ventes à l'étranger. La

Graphique 4: Royaume-Uni



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

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

balance commerciale s'est cependant détériorée, car la reprise a entraîné un vigoureux accroissement des importations. Le déficit de la balance commerciale a passé de 57 millions au premier trimestre de 1984 à 1,2 milliard de livres un an plus tard. L'amélioration de la conjoncture devrait se maintenir pendant un certain temps, étant donné que les entrées de commandes dans les entreprises britanniques ont atteint un rythme qui n'avait plus été observé depuis des années.

Restée forte depuis la fin de 1983, la croissance

des investissements dans l'industrie et le commerce constitue une nouveauté pour l'économie britannique; en 1984, elle s'est chiffrée à 13% en termes réels. Cette expansion semble se poursuivre actuellement. La nette progression des bénéfices, que l'on peut observer depuis deux ans, a exercé une influence décisive sur la reprise des investissements.

En dépit de l'amélioration conjoncturelle, le chômage s'est encore accru pour atteindre, au mois d'avril, 13,1% de la population active. Préoccupé par le nombre élevé de chômeurs, le gouvernement a prévu, dans le budget présenté en mars, diverses mesures pour faire face à ce grave problème. Il s'agit principalement de programmes de recyclage et de formation, destinés à améliorer la qualité et la mobilité de la main-d'œuvre.

L'exercice budgétaire qui a pris fin au mois de mars 1985 s'est soldé par un déficit d'environ 10 milliards de livres, montant nettement supérieur à ce qui avait été prévu. La part du déficit au produit intérieur brut a diminué légèrement pour s'inscrire à 3,1%. Le budget adopté pour l'exercice 1985/86 se solde par un excédent de dépenses de 7 milliards de livres, la croissance nominale des dépenses publiques étant de près de 7%.

Après avoir faibli au second semestre de 1984, le taux d'inflation a augmenté légèrement au cours des trois premiers mois de 1985, à la suite principalement de la dépréciation de la livre; il s'élevait à 6,1% au mois de mars, contre 4,8% en moyenne au quatrième trimestre de 1984. Les autorités monétaires ont réagi énergiquement à la baisse de la livre; les taux à court terme, qui s'inscrivaient à quelque 10%, ont passé par moments à plus de 14% durant les mois de janvier et de février. Ces rémunérations ont diminué par la suite, la situation s'étant détendue sur les marchés des changes en mars et en avril.

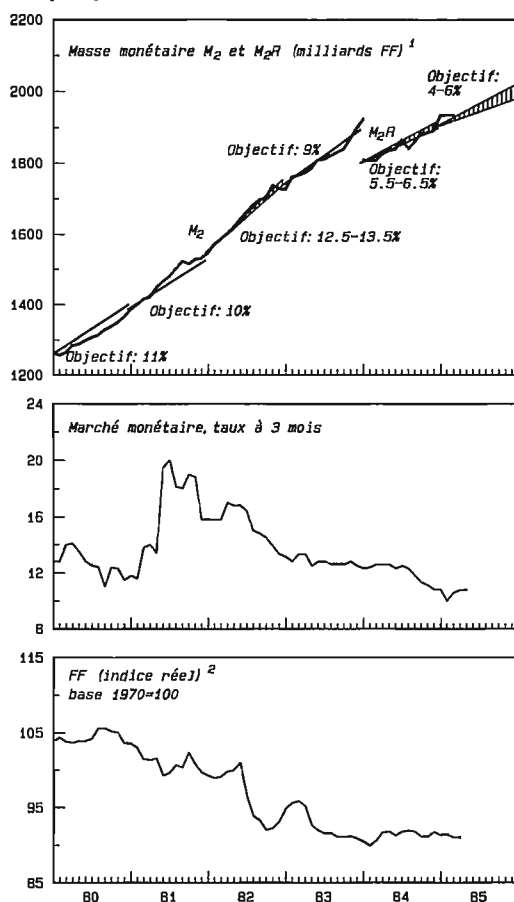
Après avoir été supérieure à l'objectif vers la fin de 1984, la croissance de M_3 sterling est revenue, au premier trimestre, à l'intérieur de la fourchette adoptée par les *autorités monétaires*. L'expansion de M_0 a été elle aussi conforme à l'objectif. Les autorités monétaires ont fixé les marges de croissance pour la période allant de février 1985 à avril 1986. Les fourchettes ont été réduites d'un

point, l'expansion visée étant entre 5 et 9% pour M_3 sterling et entre 3 et 7% pour M_0 . Une nouvelle diminution de l'expansion monétaire est envisagée pour les prochaines années.

France

Bien que les mesures restrictives adoptées par le gouvernement français aient freiné la reprise de la conjoncture, le *produit intérieur brut réel* dé-

Graphique 5: 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)

passait de 2%, au quatrième trimestre de 1984, son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Cette croissance s'explique par la forte poussée des exportations, la consommation privée et les investissements en biens d'équipement ayant stagné. La progression des exportations a comprimé le déficit du commerce extérieur. La hausse des prix a encore ralenti, mais elle est restée proche de 7%, un niveau supérieur aux taux observés dans la plupart des autres pays industrialisés.

Aucun signe d'accélération de l'activité économique n'est apparu au premier trimestre de 1985. La production industrielle est restée faible et a même diminué par rapport aux trois premiers mois de l'année précédente. Dans l'industrie, les entrées de commandes n'ont pas quitté leur bas niveau; celles de l'étranger ont même reculé. Le taux de chômage a continué d'augmenter pour atteindre 10,7% au mois de mars, soit un point environ de plus qu'un an auparavant. Deux faits encourageants sont venus éclairer la grisaille de la situation économique. Les chefs d'entreprises prévoient un léger accroissement de la demande ces prochains mois, notamment dans les secteurs des produits semi-ouvrés et des biens d'équipement. En outre, l'inflation recule depuis le début de l'année, contrairement à ce qui se passe dans les autres pays industrialisés; au mois de mars, son taux était de 6,5%. Cette baisse du renchérissement s'est accompagnée d'une tendance à la diminution des taux d'intérêt.

Le recul de l'inflation est dû principalement à la politique monétaire qui a un caractère restrictif depuis près de deux ans. En 1984, la masse monétaire M_2R a augmenté de 7,1%, dépassant ainsi légèrement l'objectif fixé entre 5,5 et 6,5%. Le gouvernement français a l'intention de maintenir le cours restrictif des politiques monétaire et budgétaire. Le déficit des comptes de l'Etat doit être réduit à 3% du produit intérieur brut.

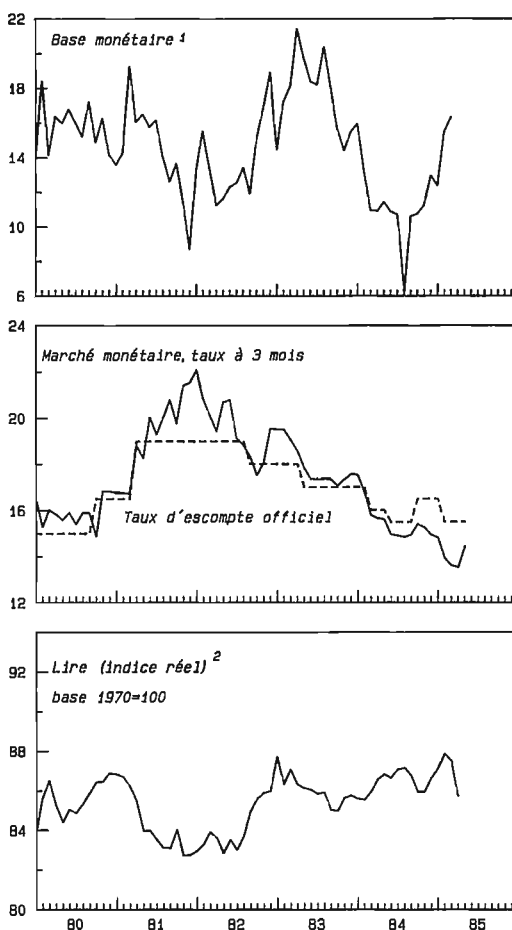
Italie

En 1984, l'économie italienne est entrée dans une phase de reprise de la conjoncture; le *produit intérieur brut* a progressé de 2,4% en termes réels. Au premier semestre, l'amélioration est

venue principalement des exportations. Par la suite, la demande intérieure a contribué elle aussi à la croissance économique. Les investissements marquent une tendance réjouissante; ils ont augmenté fortement, après avoir diminué continuellement à partir du début de 1982.

Pour autant que les chiffres disponibles permettent de porter un jugement, l'essor économique s'est poursuivi au premier trimestre de 1985. La production industrielle, qui avait reculé brutalement en janvier sous l'effet de l'hiver exception-

Graphique 6: Italie



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

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

nellement rude, s'est accrue de nouveau au cours des deux mois suivants. Les entrées de commandes provenant du marché intérieur ont augmenté, alors que stagnaient celles de l'étranger. L'emploi a progressé légèrement, amélioration qui peut être attribuée essentiellement au secteur des services. Néanmoins, le taux de chômage a passé à plus de 10%. L'inflation a diminué quelque peu au premier trimestre pour s'inscrire à 8,6%. Un des objectifs du gouvernement est de ramener le taux de renchérissement à 7% jusqu'à la fin de l'année.

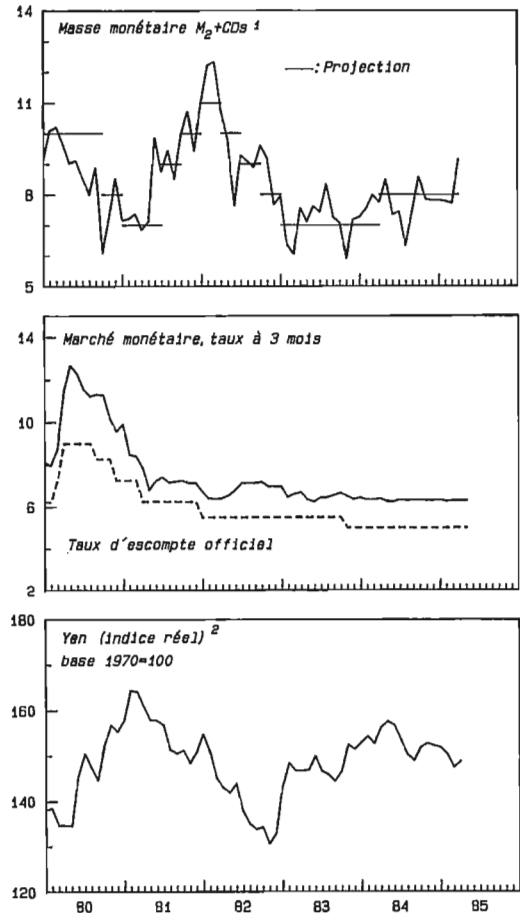
La croissance de la base monétaire a passé de 14,3% en décembre 1984 à 16,5% en février 1985, et les taux à court terme ont fléchi; la rémunération des bons du Trésor à six mois a diminué de 14% à 13,4%, de janvier à mars.

Japon

La croissance réelle du *produit national brut* japonais, qui avait passé de 3,4% en 1983 à 5,8% en 1984, semble avoir ralenti quelque peu au début de l'année en cours. Cette tendance repose sur l'évolution de la production industrielle qui, au premier trimestre, était inférieure à son niveau de la période précédente. L'affaiblissement de la reprise économique s'explique principalement par l'expansion plus lente des exportations. En revanche, la consommation privée et les investissements en biens d'équipement devraient avoir progressé, au premier trimestre de 1985, au même rythme qu'en 1984. Aucune impulsion ne semble provenir du secteur public, car le gouvernement est revenu à une plus grande discipline budgétaire, après avoir augmenté fortement les dépenses publiques, dans les années 1982 et 1983, pour stimuler l'économie japonaise.

Malgré la croissance ralentie des exportations, l'excédent de la balance commerciale a atteint encore 7,7 milliards de dollars au premier trimestre et celui de la balance des revenus, 6,8 milliards de dollars. Pour l'année budgétaire ayant pris fin en mars 1985, la balance des revenus s'est soldée par un surplus de 35 milliards de dollars, soit 3% du produit national brut; l'exercice précédent, le solde actif avait été de 23,3 milliards, ou 1,9% du PNB. S'appuyant sur cette

Graphique 7: 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)

progression, les Etats-Unis ont renouvelé leur demande en vue d'une plus grande ouverture des marchés japonais. Le gouvernement japonais a donné en partie suite à cette demande en adoptant un nouveau train de mesures au mois d'avril; ces mesures portent essentiellement sur une réduction de barrières douanières et le réexamen de restrictions quantitatives à l'importation.

Le taux de chômage s'est stabilisé à environ 2,5% au premier trimestre. Ce taux est bas sur le plan

international, mais il est fort au vu de la croissance élevée de l'économie japonaise. Les prix à la consommation, qui avaient augmenté de 2,2% en moyenne l'an dernier, ont progressé faiblement au premier trimestre de 1985.

Les autorités monétaires japonaises ont mainte-

nu en 1984 la politique monétaire restrictive qu'elles suivent depuis plusieurs années. La masse monétaire $M_2 + CD$ a augmenté de 8,3% en moyenne au premier trimestre, taux qui correspond à peu près à la projection de 8% que la Banque du Japon avait choisie comme objectif pour cette période.

Tableaux 2.1–2.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1982	1983	1984a)	1983		1984a)				1985a)
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	-2,2	3,7	6,9	4,4	6,2	8,1	7,5	6,1	5,7	3,4
Rép. féd. d'Allemagne	-1,1	1,3	2,6	1,3	2,8	4,0	0,7	3,0	2,8	0,5
Royaume-Uni b)	2,3	3,1	2,4	3,6	3,7	3,0	2,4	1,8	2,4	2,3
France b)	2,1	0,9	1,6	0,8	0,8	2,2	1,1	2,2	2,2	-
Italie b)	-0,4	-1,2	2,4	-0,4	1,1	1,4	3,5	3,2	1,7	-
Japon	3,3	3,4	5,8	3,6	3,9	5,3	5,9	5,3	6,5	-
Suisse b)	-1,1	0,7	2,0	1,2	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	-

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1982	1983	1984	1984		1985				
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	6,2	3,2	4,3	4,2	4,0	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7
Rép. féd. d'Allemagne	5,3	3,3	2,4	1,8	2,1	2,3	2,1	2,3	2,5	2,5
Royaume-Uni	8,6	4,6	5,0	4,8	4,8	5,5	5,0	5,4	6,1	6,9
France	11,8	9,6	7,3	7,3	6,8	6,5	6,5	6,4	6,4	6,5
Italie	16,3	15,0	10,8	10,3	8,8	8,6	8,6	8,5	8,6	8,8
Japon	2,7	1,9	2,2	2,3	2,3	2,0	2,9	1,9	1,6	1,9
Suisse	5,6	2,9	2,9	2,8	3,0	3,8	3,5	4,0	3,9	3,6

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

	1982	1983	1984	1984		1985				
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril a)
Etats-Unis	9,7	9,6	7,5	7,3	7,1	7,2	7,3	7,2	7,2	7,3
Rép. féd. d'Allemagne	7,7	9,2	9,2	9,3	9,1	9,3	9,3	9,3	9,4	9,3
Royaume-Uni b)	11,5	12,3	12,7	12,9	12,9	13,0	13,0	12,9	13,0	13,1
France b, d)	8,9	8,9	10,2	10,4	10,5	10,7	10,7	10,7	10,6	10,6
Italie b)	9,1	9,9	10,4	10,1c)	10,3c)	10,4c)	10,4	-	-	-
Japon	2,4	2,6	2,7	2,8	2,7	2,5	2,4	2,6	2,6	2,4
Suisse	0,4	0,9	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

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

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

	1982	1983	1984a)	1983		1984a)				1985a)
				3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Etats-Unis	-11,2	-41,5	-101,6	-12,0	-17,2	-19,7	-24,7	-33,7	-23,7	-
Rép. féd. d'Allemagne	3,3	3,3	5,6	0,0	0,7	0,8	-0,2	1,6	3,4	1,4
Royaume-Uni	8,3	4,4	0,2	1,4	0,7	0,7	-0,5	-0,7	0,7	0,2
France	-11,6	-3,5	0,0	0,3	0,3	-1,3b)	0,1b)	0,5b)	0,4b)	-1,8b)
Italie	-5,5	0,7	-1,8	0,7b)	0,0b)	-0,5b)	-0,5b)	0,7b)	-	-
Japon	6,8	20,8	35,0	6,9	6,2	4,8	10,0	8,7	11,6	6,8
Suisse	4,0	3,4	3,7	0,6b)	1,0b)	1,0b)	1,0b)	0,7b)	1,0b)	1,5b)

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est accélérée au premier trimestre de 1985. La demande étrangère a fortement stimulé la croissance, et les exportations vers les Etats-Unis ont augmenté de nouveau davantage que la moyenne. Les investissements privés ont été aussi un important soutien de la conjoncture, comme le montre la vigoureuse expansion des importations de machines et appareils. Par contre, l'activité dans le domaine de la construction est restée inférieure à son niveau de l'année précédente, du fait des températures très basses, et la demande de biens de consommation des ménages a stagné. Durant les premiers mois de 1985, le chiffre d'affaires du commerce de détail n'a guère dépassé, en termes réels, les résultats observés un an auparavant. Néanmoins, la consommation privée devrait s'animer dans les mois à venir, sous l'impulsion de la reprise conjoncturelle, maintenant bien engagée, et de consommateurs plus disposés à effectuer des dépenses.

La production industrielle s'est accrue au premier trimestre et le taux d'utilisation des capacités techniques a augmenté, bien que le poten-

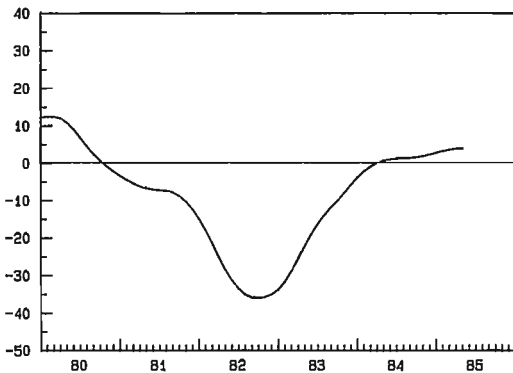
tiel de production ait été étendu quelque peu. L'emploi a progressé et, pour la première fois depuis près de quatre ans, une hausse par rapport à l'année précédente a pu être observée dans l'industrie également. Cette progression a été accompagnée d'un net recul du nombre des chômeurs et de celui des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail. Comme l'effectif du personnel a été jugé insuffisant, çà et là, dans l'industrie, l'emploi devrait continuer d'augmenter ces prochains mois, et le chômage, diminuer.

Pendant les quatre premiers mois de l'année, la monnaie centrale ajustée était en moyenne de 2,3% supérieure au niveau enregistré un an auparavant; elle a ainsi augmenté à un rythme très proche de celui de l'année dernière. Les taux d'intérêt à court terme ont monté pendant la première moitié du trimestre, puis fléchi avec le recul des rémunérations servies sur les marchés des euro-dollars et des euro-marks. Sur le marché des capitaux également, les rendements ont augmenté nettement au début de l'année, et un mouvement de repli a commencé dans les premiers jours de mars déjà.

L'indice des prix à la consommation s'est élevé vivement au début de l'année, le taux annuel moyen de renchérissement passant de 3% au dernier trimestre de 1984 à 3,8% le trimestre suivant. Cette accélération passagère de l'inflation s'explique en premier lieu par la hausse que les prix des biens importés ont enregistrée à la suite de l'évolution des cours de change. L'augmentation des prix à la consommation et celle des prix de gros ont ralenti aux mois de mars et d'avril.

Au début de l'année, le franc suisse a faibli face à la plupart des monnaies importantes, tout particulièrement vis-à-vis du dollar et du yen; de ce fait, son cours moyen, pondéré en fonction des exportations, a continué de fléchir au premier trimestre. Durant les mois de mars et d'avril, le franc suisse s'est revalorisé sensiblement par rapport au dollar, mais aussi, dans des proportions moins élevées, face aux principales monnaies européennes.

Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ Série lissée

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

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

La production industrielle a continué sa progression pour atteindre, au quatrième trimestre de 1984, un niveau de 2,5% supérieur à celui de la période correspondante de l'année précédente. La répartition de la production selon l'utilisation montre que l'expansion a touché toutes les branches, soit les biens de consommation, les biens d'investissement et les matériaux de construction; dans le secteur industriel, l'essor de la conjoncture a donc bénéficié d'une large assise. Au quatrième trimestre, le produit intérieur brut réel était de 1,9% supérieur au résultat de la même période de 1983. En données corrigées des variations saisonnières, il a augmenté également par rapport au trimestre précédent.

Au premier trimestre, la situation s'est améliorée dans l'industrie, selon l'indice composite du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ sur la marche des affaires, et la production industrielle a continué de croître pour atteindre un niveau dépassant de 3% le résultat des trois premiers mois de 1984. Cette tendance devrait se maintenir au deuxième trimestre. Malgré une nouvelle extension du potentiel de production, le taux d'utilisation des capacités techniques a augmenté de 0,5 point, passant à un peu plus de 84%. Il était encore nettement inférieur au niveau de pleine occupation, qui est atteint lorsque la moyenne se situe entre 87 et 89%. Ce taux d'utilisation est resté insuffisant en particulier

dans d'importants secteurs de l'industrie des machines et appareils, où pourtant la marche des affaires a enregistré une nette amélioration. Les entreprises considéraient leurs portefeuilles de commandes comme trop peu fournis.

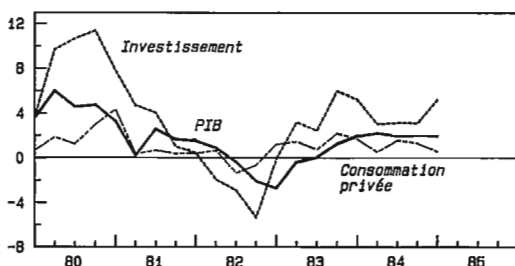
L'évolution favorable des entrées de commandes au quatrième trimestre de 1984 – elles avaient augmenté de 11% à la fois par rapport au trimestre précédent et vis-à-vis du quatrième trimestre de 1983 – a continué durant les trois premiers mois de 1985. D'après une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entrepreneurs s'attendent à une nouvelle hausse des entrées de commandes au deuxième trimestre.

Consommation privée

La consommation, qui avait stagné du troisième au quatrième trimestre de 1984 en données corrigées des variations saisonnières, est restée faible au premier trimestre de 1985. Aussi le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est-il inscrit, en termes réels, au même niveau qu'un an auparavant. La demande peu animée a influé également sur la marche des affaires du commerce de détail, qui a fléchi légèrement selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. En raison de la stagnation du chiffre d'affaires, le niveau des stocks a été jugé parfois trop élevé. Ce marasme de la consommation ne devrait cependant être que passager. En effet, les détaillants s'attendent à une reprise des affaires, notamment dans le secteur des biens de consommation durables, entre avril et juin. Les importations de biens de consommation durables ont augmenté de nouveau au premier trimestre. La bonne situation conjoncturelle devrait aussi stimuler la propension à consommer.

Durant les mois de décembre 1984 à février 1985, le nombre des nuitées dans les hôtels a été en moyenne de 1,5% supérieur au chiffre relevé un an plus tôt. Alors que la demande des clients suisses ne s'accroissait que légèrement, celle des touristes étrangers a progressé nettement. Le nombre des hôtes américains a augmenté de nouveau très fortement, et la clientèle européenne, notamment de la République fédé-

Graphique 9: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

rale d'Allemagne, a été aussi plus nombreuse qu'il y a un an.

Investissements

Contrairement à la consommation, les investissements se sont accrus au quatrième trimestre. Selon la comptabilité nationale, ils ont augmenté par rapport au trimestre précédent, après correction des variations saisonnières, de quelque 12% en taux annualisé. Les investissements en biens d'équipement se sont même élevés de 17%. Les dépenses consacrées aux biens d'équipement ont probablement augmenté encore considérablement au premier trimestre, comme le laissent supposer les importations toujours fortes de biens de cette catégorie, la vive hausse des commandes passées par des résidents à l'industrie des machines et le nombre, bien plus important au second semestre de 1984, des plans déposés pour des installations industrielles.

Vers la fin de 1984, les investissements en constructions se sont accélérés, sous l'impulsion principalement de la construction de logements. Le nombre des logements dont la construction a été achevée au quatrième trimestre dépassait d'environ 5% le chiffre enregistré pour la période correspondante de 1983. Les constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat semblent toutefois avoir stagné au quatrième trimestre. Selon une enquête annuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les investissements en constructions de l'industrie devraient croître

vigoureusement cette année, alors qu'ils avaient encore diminué légèrement en 1984. Dans le secteur du logement cependant, le ralentissement des entrées de commandes et le recul du nombre des logements dont la construction a été autorisée l'an dernier annoncent un affaiblissement de la croissance. D'après l'enquête précitée, le secteur principal de la construction prévoit une réduction de ses investissements en 1985 et une légère compression de ses capacités de production.

Commerce extérieur

Exportations

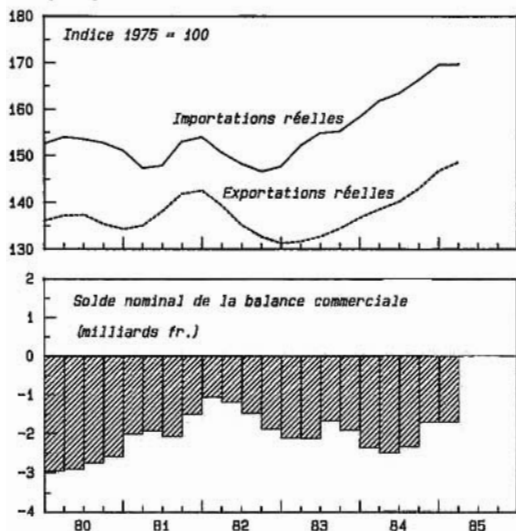
Les exportations suisses ont continué d'augmenter très fortement. Au premier trimestre, elles se sont accrues de près de 12% en termes nominaux et de plus de 7% en volume, par rapport à la période correspondante de 1984. Nos ventes vers les Etats-Unis ont progressé de 30%, et ce pays est devenu notre plus important client, après la République fédérale d'Allemagne. Les livraisons vers les pays européens membres de l'OCDE ont augmenté au même rythme que l'ensemble des exportations, alors que les ventes dans les pays en développement stagnaient. Quant aux pays de l'OPEP, ils ont acheté moins de marchandises suisses qu'un an auparavant.

La répartition des exportations selon l'emploi montre que chacun des trois groupes de mar-

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

	1981	1982	1983	1984	1985					
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	0,2	- 5,8	7,0	3,4	10,2	8,1	- 2,7	2,8	2,5	4,1
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	- 5,9	- 3,6	7,2	- 6,4	- 2,4	- 2,8	- 20,3	- 10,5	8,8	- 24,4
Longements construits, dans 96 villes	6,3	6,7	- 5,7	6,9	- 3,2	2,0	26,4	- 2,9	4,9	- 5,6
Projets de constructions industrielles (volume) ¹	- 29,6	- 22,5	23,6	- 8,3	58,5	- 4,7	- 20,9	- 3,8	- 3,7	6,4
Promesses de crédit de construction (71 banques)	- 5,3	- 6,5	19,4	4,2	22,1	3,6	9,8	3,9	- 0,6	11,7

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Graphique 10: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

chandises a enregistré une expansion. Par rapport au premier trimestre de 1984, les exportations de biens de consommation se sont accrues de 13%, celles de matières premières et produits semi-ouvrés, de 7%, et celles de biens d'équipement, de 4%. Le rythme des entrées de commandes dans l'industrie des machines ayant été élevé en 1984, les ventes à l'étranger de biens d'équipement devraient progresser vigoureusement dans les mois à venir.

Importations

Au premier trimestre de 1985, la croissance nominale des importations s'est affaiblie, malgré l'accélération de la reprise économique. Etant donné la forte majoration des prix à l'importation, qui a touché tous les groupes de marchandises, le taux annuel de croissance, en volume, a reculé de 8,5% au dernier trimestre de 1984 à 2,7% au trimestre suivant. Ce ralentissement est dû pour une part au net renchérissement que les marchandises importées ont enregistré à la suite de l'évolution des cours de change. En outre, le froid extrêmement rigoureux dont une grande partie de l'Europe a souffert a probablement entraîné des retards dans les livraisons.

La répartition des importations selon l'emploi montre que les livraisons de produits énergétiques ont reculé fortement; en volume, elles ont diminué de 10% par rapport au premier trimestre de 1984. La baisse des importations de véhicules à moteur a affaibli l'expansion des achats à l'étranger de biens de consommation. Le recul observé pour les voitures de tourisme peut être attribué notamment au fait que les discussions concernant l'introduction des catalyseurs ont rendu les consommateurs hésitants. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, les importations de biens d'équipement ont augmenté de 4%, celles de matières premières et produits semi-ouvrés, de 7%, et celles de machines et appareils, de 14%.

En données corrigées des variations saisonnières, le déficit de la balance commerciale s'inscrivait à 1,7 milliard de francs au premier trimestre, soit au même niveau que le trimestre précédent. En données brutes, il se chiffrait à 2,3 milliards de francs, contre 2,9 milliards au premier trimestre de 1984.

La balance des revenus s'est soldée par un excédent de recettes de 3,8 milliards de francs, contre 2,5 milliards au premier trimestre de l'année précédente. Cette vive progression s'explique par l'évolution de la balance commerciale, mais aussi par des recettes nettes plus élevées dans le tourisme et les revenus de capitaux.

Emploi et marché du travail

Au premier trimestre de 1985, l'emploi était de 0,6% supérieur au niveau observé un an auparavant. Dans l'industrie, il a augmenté pour la première fois depuis près de quatre ans (+0,5%). Le nombre des personnes occupées a progressé de 0,8% dans le secteur des services, mais stagné dans l'industrie de la construction, en raison surtout du froid rigoureux.

Comme de coutume, le nombre des chômeurs s'est accru au début de l'année. Pour les quatre premiers mois de 1985 toutefois, il était en moyenne légèrement inférieur au chiffre observé un an auparavant et, en données corrigées des variations saisonnières, il marquait un fort recul

Tableau 4: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

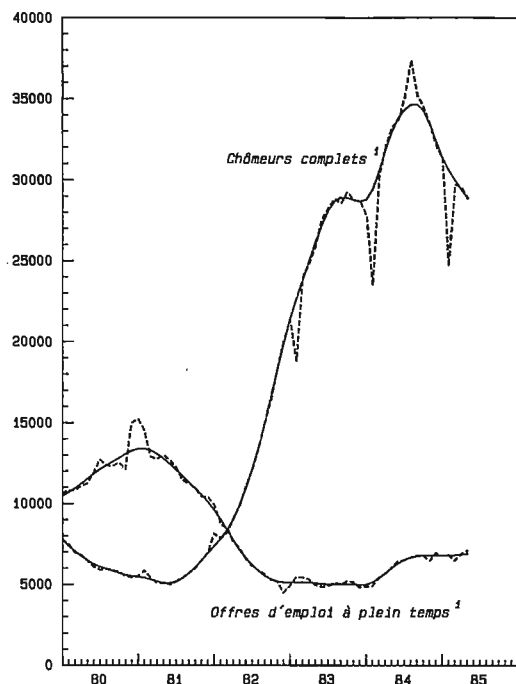
	1981	1982	1983	1984	1984		1985				
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice de l'emploi ¹	1,0	-1,1 ²	-1,3	-0,4	-0,1	-0,2	0,6	-	-	-	-
Taux de chômage ^{3,4}	0,2	0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9
Chômeurs ⁴	5 889	13 220	26 288	32 061	29 651	31 986	33 666	36 161	33 896	30 940	29 201
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ⁴	5 704	36 611	48 930	11 232	2 723	5 076	4 532	4 437	5 230	3 928	2 340
Offres d'emploi à plein temps ⁴	11 876	6 352	5 591	6 269	6 829	6 314	6 898	6 492	6 783	7 418	7 308

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente² 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 trimestre³ Nombre de chômeurs complets en % de la population active de 1980⁴ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique

par rapport à la période précédente. Le taux de chômage a fléchi de 1,2% en janvier à 0,9% en avril. Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a diminué

également, tandis que celui des offres d'emploi à plein temps augmentait légèrement.

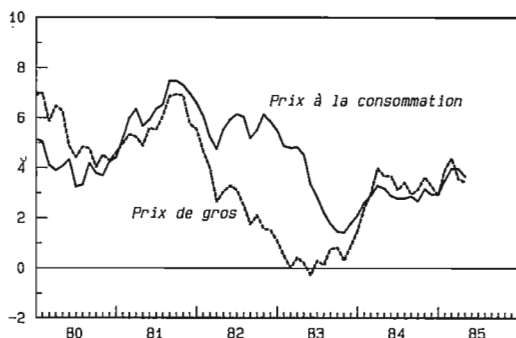
Graphique 11: Marché du travail¹ Données cvs avec composante lissée

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

Prix et salaires

Au premier trimestre, le renchérissement s'est accéléré tant pour les prix à la consommation que pour les prix de gros. Cette poussée s'explique principalement par la hausse des prix des marchandises importées, à la suite de l'évolution des cours de change, et par la forte augmentation des prix de l'huile de chauffage, en raison de l'hiver rigoureux. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement atteignait 3,8% au premier trimestre, contre 3% au dernier trimestre de 1984. Pour les produits suisses, la hausse des prix a peu augmenté en un an; en effet, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,6% au premier trimestre, contre 3,2% un an auparavant. Pour les produits étrangers, l'accélération a été nettement plus sensible, puisque le taux annuel a passé de 2,3% à 4,3%.

Les prix de gros dépassaient de 3,9%, au premier trimestre, le niveau observé un an auparavant (+3,3% au quatrième trimestre de 1984). S'inscrivant à 6,8%, le renchérissement des marchandises importées était presque deux fois plus élevé que celui des produits suisses. La hausse de l'indice des prix de gros a ralenti en mars et en avril, car la poussée inflationniste, due à la

Graphique 12: 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

fois à des variations saisonnières et aux cours de change, a faibli nettement. Le même effet a pu être observé pour les prix à la consommation; cet indice ayant fléchi légèrement au mois d'avril, le taux annuel de renchérissement a diminué à 3,6%.

Selon des calculs de l'OFIANT, les gains des travailleurs étaient, au premier trimestre, de 3% supérieurs à leur niveau de la même période de 1984; la hausse des prix enregistrée jusqu'à la fin de l'année dernière était ainsi compensée. Vu la légère accélération du renchérissement au début de l'année, les salaires réels ont cependant diminué légèrement depuis le premier trimestre de 1984.

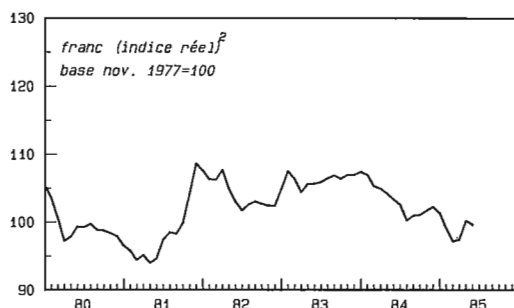
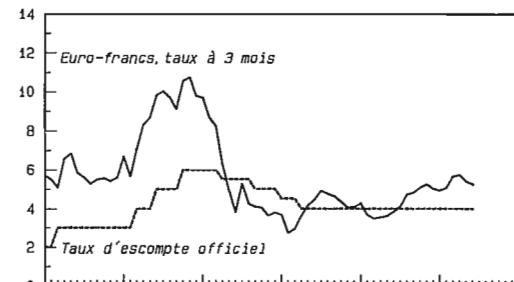
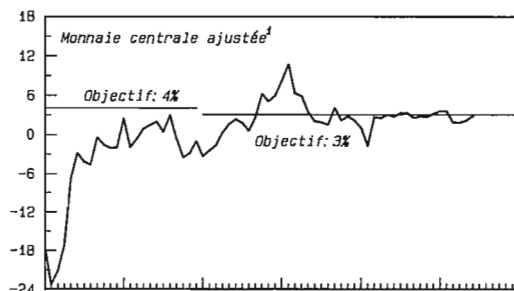
3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Durant les mois de janvier à avril, la monnaie centrale ajustée était, en moyenne, de 2,3% supérieure à son niveau de la période correspondante de 1984. Comme les billets en circulation ont augmenté un peu plus fortement que prévu (+3,2%), la Banque nationale n'a pas relevé dans la mesure envisagée les avoirs en comptes de virements des banques, du commerce et de l'industrie.

Observée depuis le milieu de 1984, la hausse des taux d'intérêt à court terme a entraîné de

nouveaux transferts des dépôts à vue vers les dépôts à terme pendant le premier trimestre de 1985. Durant les mois de janvier à mars, les dépôts à vue étaient en moyenne de 3,6% inférieurs au niveau observé un an auparavant et, pour la première fois depuis le mois d'août 1982, la masse monétaire M_1 a reculé en l'espace d'une année. La croissance de M_2 a oscillé autour de 6%, et celle de M_3 a ralenti un peu.

Graphique 13: 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

Tableau 5: Monnaie centrale ajustée (MCA)

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1, 3}	Variation en % ²
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	8,7	605	30 484	2,6
1984 1er trim.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2e trim.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 3e trim.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 4e trim.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1985 1er trim.	23 837	3,6	7853	0,4	578	31 113	2,4
1985 janv.	24 266	4,2	8130	- 1,6	603	31 793	3,5
1985 févr.	23 562	3,4	7550	2,3	493	30 619	1,8
1985 mars	23 685	3,1	7880	0,5	639	30 926	1,8
1985 avril	23 588	2,2	8028	1,9	689	30 927	2,2
1985 mai	23 494	2,1	7898	11,6	596	30 796	2,9

¹ Moyenne des valeurs journalières, en millions de francs

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

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

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

Après une hausse au début de l'année, les taux d'intérêt à court terme ont diminué légèrement en mars et en avril. Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois, qui avait passé temporairement à plus de 6% à la fin de février, est restée presque toujours inférieure à 5½%. Cette évolution a incité les grandes banques à ramener de 5% à 4½%, à la mi-avril et au début du mois de mai, les taux servis sur les dépôts à terme fixe; ces rémunérations avaient été relevées de 4¼% à 5% au cours des deux premiers mois de l'année. Comme le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a moins diminué que le taux correspondant sur le dollar, l'écart entre ces rémunérations a passé d'un peu plus de trois points à environ deux points et demi. Quant à la différence par rapport au taux offert sur le mark allemand, elle est restée à un demi-point environ.

Durant les mois de janvier à avril, les avoirs que les banques, le commerce et l'industrie entretiennent en comptes de virements à l'institut d'émission étaient, en moyenne, de 0,7% supé-

Tableau 6: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1981	- 3,1	11,2	3,7
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,5	5,3	6,0
1984 1er trim.	1,2	3,8	6,8
1984 2e trim.	2,8	5,7	6,2
1984 3e trim.	3,1	5,2	5,8
1984 4e trim.	2,8	6,6	5,3
1985 1er trim.	- 1,3	6,3	4,2
1985 janv.	1,2	5,6	4,3
1985 févr.	- 2,1	6,3	4,1
1985 mars	- 3,0	7,0	4,3
1985 avril	- 2,3	7,5	4,1

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 «Revision de la Statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985, tableau 2, et bulletin mensuel BNS tableaux 11 et 12; Principauté de Liechtenstein = territoire étranger

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

rieurs à leur niveau de la même période de 1984. En vue de l'échéance trimestrielle, la Banque nationale a fourni des liquidités supplémentaires en accordant des crédits traditionnels; en fin de

mois, elle n'a pas renouvelé tous les swaps arrivés à échéance, afin de compenser en partie le recours aux crédits traditionnels et de maintenir l'expansion des liquidités dans le cadre visé. A l'échéance trimestrielle, qui s'est déroulée sans problème, les avoirs en comptes de virements atteignaient 11,9 milliards de francs, contre 11,2 milliards l'année dernière.

Marché des changes

Les fortes fluctuations du dollar ont marqué une fois de plus l'évolution du marché des changes. Le dollar s'est revalorisé sans discontinuer en février pour atteindre au début de mars fr. 2,94, niveau qui n'avait plus été observé depuis le mois d'octobre 1974. Il a fléchi toutefois jusqu'à environ fr. 2,50 durant les mois de mars et d'avril, puis a fluctué autour de fr. 2,60 en mai.

Face au franc suisse, le yen japonais s'est revalorisé à un rythme élevé, comme le dollar. Au début du mois de mars, il atteignait le niveau historique de fr. 1,12 pour 100 yens. En revanche, le franc est resté relativement stable vis-à-vis du mark allemand. Les cours du franc français, de la livre sterling et de la lire italienne ont évolué inégalement. Le franc français s'est raffermi légèrement, mais les cours moyens de la livre et de la lire étaient à des niveaux voisins de ceux du premier trimestre de 1984.

Au premier trimestre de 1985, le cours réel du franc était inférieur aux niveaux observés un an auparavant face aux principales monnaies, livre

sterling exceptée. Il a reculé fortement par rapport au dollar (-20%) et au yen japonais (-10%). Pondéré par les exportations, le cours moyen du franc a diminué d'environ 7%, en termes tant réels que nominaux. La capacité concurrentielle des exportateurs suisses s'est donc améliorée sensiblement.

Marché des capitaux

L'évolution des rémunérations à court terme a influé sur les taux du marché des capitaux. Calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, le rendement moyen des obligations fédérales a augmenté d'environ 0,3 point, entre le mois de janvier et le début du mois de mars, pour atteindre 4,94%. Par la suite, il s'est replié; d'abord faiblement, puis à un rythme accéléré, passant à 4,75% en avril. La hausse des rendements n'a incité que quelques emprunteurs à relever les coupons, de sorte que la qualité des débiteurs s'est reflétée surtout dans les prix d'émission.

Au mois de mars, la Confédération a émis un emprunt à 5% selon le système des enchères. Sur la base des souscriptions reçues, le montant de cet emprunt a été fixé à 290 millions de francs et son prix d'émission à 101,40, ce qui correspond, pour une durée de douze ans, à un rendement de 4,84%.

Tableau 7: Variations du franc suisse¹

	Du mois de février au mois de mai 1985 ²		Du 1er trimestre 1984 au 1er trimestre 1985 ³	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel
\$	+2,3	+2,8	-20,2	-20,2
Yen	+1,1	+2,2	-11,0	-9,9
Mark all.	+0,3	+0,9	-3,9	-2,7
Franc fran.	+0,3	+0,6	-4,3	-7,0
Livre sterl.	-2,0	-2,2	+2,8	+1,1
Lire	+1,4	+1,3	-3,1	-8,0

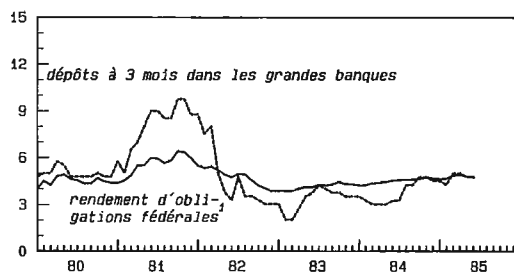
¹ Prix en monnaie étrangère du franc suisse

(+ = revalorisation; - = dépréciation)

² Moyenne des variations mensuelles en pour-cent

³ Moyenne des variations annuelles en pour-cent

Graphique 14: 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.

Le prélèvement d'argent frais par l'émission publique d'obligations (sans les conversions) a totalisé 6 milliards de francs au premier trimestre de 1985, contre 5,5 milliards un an plus tôt. Comme les remboursements se sont chiffrés à 1,3 milliard (2,1 milliards), le montant net prélevé sur le marché a atteint 4,7 milliards de francs (3,4 milliards). De cette somme, 32% (17%) revenaient à des débiteurs suisses.

Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées au premier trimestre de 1985 ont porté sur 11,8 milliards de francs, soit 4% de moins qu'au trimestre correspondant de 1984. Toutefois, une hausse de 29% a été enregistrée par rapport aux trois derniers mois de l'année précédente.

Le montant des émissions publiques d'emprunts s'est inscrit à 3,9 milliards de francs (+21%), celui des placements de «notes», au même montant que le trimestre correspondant de 1984 et celui des crédits, à 2,3 milliards (-33%). Le recul touche surtout les crédits aux pays en développement. Dans chacune des trois catégories, les exportations de capitaux ont progressé par rapport au quatrième trimestre de 1984.

Avec 47%, la part des «notes» est restée la plus importante. Près de la moitié de ces placements revenaient à des débiteurs japonais. La part des

«notes» convertibles au volume total des placements privés japonais s'est maintenue à un niveau élevé (2/3 environ). Au premier trimestre, le Japon a recueilli 30% de l'ensemble des exportations de capitaux soumises à autorisation.

La répartition par pays ou par groupes de débiteurs montre que la part des pays industrialisés a passé de 69% au premier trimestre de 1984 à 77%, alors que celle des pays en développement reculait de 18% à 6%. Quant à la part des économies à planification centralisée, elle a augmenté de 1% à 5%. Le recours accru de quelques pays du COMECON aux marchés financiers occidentaux traduit notamment une amélioration de leur solvabilité.

Après l'accélération enregistrée au premier trimestre, les exportations de capitaux soumises à autorisation ont reculé fortement durant les mois d'avril et de mai. En moyenne mensuelle, elles se sont chiffrées à 3,1 milliards de francs, contre 4 milliards au cours du premier trimestre. Les émissions publiques d'emprunts et les placements de «notes» ont diminué dans une mesure particulièrement forte. Seuls les crédits ont augmenté faiblement. Le recul s'explique vraisemblablement par le nouveau raffermissement du franc suisse face au dollar et au yen. La libéralisation du marché des euro-yens, le 1er avril 1985, et la suppression de l'impôt à la source devant les émissions en yens sur l'euro-marché devraient réduire, à moyen terme, le recours au marché suisse des capitaux par les débiteurs japonais.

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

	Emprunts ¹	Notes	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1980	5 485,7	8 398,0	7 315,1	2 123,2	23 322,0
1981	7 575,0	11 846,0	9 838,7	2 945,3	32 205,0
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	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
1984 1er trim.	3 221,5	5 602,3	2 447,2	1 028,4	12 299,4
2e trim.	2 947,9	5 924,2	2 205,9	240,6	11 318,6
3e trim.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
4e trim.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1er trim. ²	3 902,2	5 612,0	1 961,1	366,0	11 841,2

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

² Chiffres provisoires

Avec effet au 15 mai 1985, la Direction générale a supprimé le montant maximal de 200 millions de francs par émission publique d'emprunts de débiteurs étrangers. La Banque nationale met ainsi sur un pied d'égalité – en ce qui concerne le montant nominal – les emprunts publics de débiteurs étrangers et les «notes». Pour ces dernières, il n'existe en effet aucune limitation de montant.

L'abolition, le 1er janvier 1984, du calendrier des émissions n'ayant entraîné aucune perturbation, la suppression de cette limitation ne devrait pas influencer sensiblement sur l'évolution du marché. Il n'est toutefois pas exclu qu'un mouvement soit opéré des «notes» vers les emprunts.

Bilans bancaires et crédits

La bonne conjoncture économique a influé aussi sur la croissance des bilans bancaires. Le taux annuel d'expansion de la *somme des bilans* (sans les métaux précieux) atteignait 12,4% à la fin du mois de mars, contre 5,4% un an auparavant; cette progression était due toutefois pour un tiers environ à l'évolution des taux de change.

A l'*actif*, la progression des opérations de crédit reflète l'accélération de l'activité économique. Le taux annuel de croissance des crédits a passé de 4,2% à 12,4%, entre la fin de 1982 – début de la phase de reprise – et la fin du mois de mars 1985; celui des crédits en francs s'est élevé de 2,7% à 8,2%. Les deux principales composantes des crédits ont évolué différemment durant cette période: la croissance annuelle des prêts hypothécaires a fléchi de 9,2% à 8,6%, alors que celle des comptes débiteurs s'accélérait de 1,1% à 16,8%. Par rapport aux trimestres précédents, la part des crédits consentis en francs à des résidents a été particulièrement élevée au premier trimestre de 1985.

Un tiers environ de l'afflux net de fonds au premier trimestre n'a pas été utilisé pour l'octroi de crédits, mais a été placé, en attendant, sur les marchés interbancaire et monétaire ainsi qu'en titres et en disponibilités. Le montant total de ces *placements financiers* nets (c'est-à-dire sans les engagements découlant des opérations inter-

bancaires) dépassait de 13,9% celui de fin mars 1984 (17,1% en décembre). Cette expansion s'explique principalement par la revalorisation des importantes positions en dollars.

Depuis quelques mois, l'expansion des *liquidités* détenues par les banques lors des échéances mensuelles est exceptionnellement élevée. Au premier trimestre, les liquidités dont disposaient les banques en fin de mois étaient, en moyenne, de 15,6% supérieures au niveau correspondant de 1984 (+10,3% en francs; +62% en monnaies étrangères). Les besoins accrus des banques en liquidités résultent de l'expansion des dépôts de la clientèle; ces dépôts ont augmenté d'environ 11% en un an, mais leur part à court terme a progressé de quelque 20%. De ce fait, les liquidités minimales exigées par la loi se sont accrues d'approximativement 15% en fin de mois. Pour deux raisons, les banques ont augmenté davantage leurs liquidités en monnaies étrangères que celles en francs. La croissance des dépôts s'est faite dans une forte proportion en monnaies étrangères. En outre, la Banque nationale n'a pas relâché, au moment des échéances mensuelles, sa politique monétaire modérément restrictive. Les taux appliqués par les banques en fin de mois ont atteint en moyenne 69% au premier trimestre de 1985, contre 37% un an auparavant, ce qui a renchéri les liquidités en francs. En moyenne, 24,5% des disponibilités étaient en monnaies étrangères au premier trimestre (18,1% au premier trimestre de 1984); ce niveau constitue un record.

Au *passif*, l'ensemble des fonds de la clientèle (obligations comprises) dépassait de 11% le montant enregistré à la fin du mois de mars 1984 (fonds en francs: +6,8%). L'afflux net au premier trimestre a été toutefois inférieur à celui des périodes précédentes. Comme pour les crédits, une majeure partie de l'afflux est venue en francs, de la clientèle suisse. Les investisseurs ont donné la préférence aux dépôts à terme fixe, dont les rémunérations ont augmenté de $\frac{3}{4}$ de point au premier trimestre, alors que les taux d'intérêt, pour les autres formes de placement, ne variaient guère. Comme près de la moitié des dépôts à terme sont libellés en dollars, ce poste s'est accru du fait également de la revalorisation de la monnaie américaine. Sa croissance an-

nuelle a passé à 24,9% (part en francs: +28%). L'expansion a été plus lente dans les autres postes. En un an, les dépôts à vue ont progressé de 6,9% (part en francs: -1,5%), les dépôts d'épargne, de 2,3%, les obligations de caisse, de 7,2%, et les emprunts obligataires, de 8,7%.

Le taux annuel de croissance des *affaires fidu-*

ciaires atteignait 34,7% à la fin du mois de mars, contre 24,2% à fin décembre. La hausse des taux d'intérêt à court terme a favorisé les opérations en francs, tandis que la croissance des affaires en dollars – de loin les plus importantes – a découlé surtout de l'évolution des cours de change.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

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

Les principes généraux qui guident depuis plusieurs années la politique de la Banque nationale sont connus. Mais, face à la malice des temps – et aux appréhensions de certains – il n'est pas inutile d'en rappeler et d'en préciser les fondements. Ce rappel me semble d'autant plus opportun que notre environnement économique a connu au début de cette année des modifications sensibles et parfois rapides touchant la conjoncture en général aussi bien que les prix, les intérêts ou les cours de change.

Politique monétaire, stabilité des prix et conjoncture

Notre but est clair: il tient dans la stabilité des prix, celle de l'indice des prix à la consommation plus précisément. Certes, le procès de l'inflation n'est plus à faire. Il suffit d'observer la situation actuelle des pays où les taux d'inflation s'écrivent avec deux, trois ou même quatre chiffres pour être convaincus des coûts économiques, sociaux et politiques résultant d'une création monétaire débridée. Si ces coûts sont spectaculaires dans les cas extrêmes, ils sont moins apparents, tout en restant pernicieux, lorsque les prix s'accroissent régulièrement à des taux qui paraissent *a priori* très modérés. Par une redistribution du revenu qui défavorise l'épargne, par les distorsions et les faux signaux qu'elle entraîne, même une faible inflation, lorsqu'elle est durable, nuit aux investissements productifs et, par conséquent, à la croissance et au bien-être de l'économie.

Pour empêcher le mal de se propager, les autorités monétaires doivent, année après année, fixer des limites à l'accroissement des liquidités mises à disposition de l'économie. Nul doute que si ce rationnement était appliqué sans défaillance et avec la rigueur nécessaire, les prix,

ancrés par leurs chaînes monétaires, ne sauraient dériver quelle que soit la force des tempêtes qui se lèveraient à l'avenir.

Si ce principe paraît simple, sa mise en pratique est délicate. Le degré de rigueur, en d'autres termes la solidité de la chaîne, est une question fondamentale. Lorsque l'orage survient, doit-on laisser le bateau tourner sur son ancre ou faut-il essayer de l'amarrer au plus près? La banque centrale doit-elle négliger les fluctuations conjoncturelles ou tenter de les combattre systématiquement? Les mouvements de la conjoncture, lorsqu'ils prennent trop d'ampleur, gênent plus qu'on ne le croit la lutte contre l'inflation. Une expansion trop violente engendre rapidement des hausses de prix qui risquent de raviver les anticipations inflationnistes. Une récession trop profonde crée un sous-emploi difficilement supportable, que les autorités sont en demeure de soulager en donnant du jeu à l'amarre monétaire. *A priori*, une intervention anticyclique active apparaît judicieuse. Cependant, en raison du délai qui sépare toujours l'action monétaire de son résultat pratique, une telle politique risque d'exacerber les maux qu'elle entend prévenir puisque, pour la mener à bien, les banques centrales devraient connaître le présent et prévoir l'avenir mieux que ne le font les agents économiques. Ce péché d'orgueil, plus d'une autorité monétaire l'a commis dans le passé en pensant pouvoir jouer avec les cycles économiques. Il va sans dire que la question, déjà compliquée pour un grand pays, l'est encore davantage pour une petite économie ouverte sur le monde. Aux chocs d'origine interne s'ajoutent pour celle-ci des aléas externes aussi divers qu'imprévisibles.

Face à ces problèmes, et au bénéfice de plusieurs années d'expérience depuis le passage des changes fixes aux changes flottants, la Banque nationale a défini clairement la voie qu'elle entend suivre. Après avoir déterminé la crois-

* Berne, le 26 avril 1985

sance monétaire nécessaire à assurer la stabilité des prix, sans pour autant sacrifier la croissance, elle maintient sa ligne au travers des évolutions conjoncturelles qui affectent notre économie. Certes, nous ne nous désintéressons pas du court terme. Nous pensons au contraire que notre politique joue de manière très positive, pour la conjoncture suisse, le rôle d'un stabilisateur automatique. En effet, lorsque l'activité économique s'accélère, le maintien d'une croissance monétaire proche de notre objectif à moyen terme donne un tour graduellement plus restrictif à notre action. En évitant de répondre à la demande supplémentaire de liquidités, la Banque nationale protège l'appareil économique contre la surchauffe. Inversement, lorsqu'une récession frappe l'économie suisse, notre politique, vu sa constance, déploie des effets expansifs en fonction du ralentissement de la demande de monnaie. Mais pour que notre action soit efficace, les mécanismes de marché sur lesquels elle repose doivent fonctionner normalement. Il faut en particulier que les taux d'intérêt se forment librement, s'élevant en période d'expansion pour freiner les crédits et la conjoncture, s'abaissant lors d'un ralentissement conjoncturel pour soulager notre économie et lui fournir les bases d'un nouveau départ.

Ce n'est donc pas par hasard que nous nous sommes abstenus de faire usage, ces dernières années, de certains moyens que la législation met à notre disposition. Par exemple, nous ne nous sommes pas opposés aux variations des taux sur les obligations de caisse, comme la loi sur les banques nous en laisse la possibilité. De même, nous avons renoncé pour l'essentiel à appliquer des restrictions en ce qui concerne les exportations de capitaux soumises à notre autorisation.

Les résultats atteints grâce à la politique suivie ces dernières années sont indubitablement positifs. La croissance économique, encore que modérée, est encourageante. Le renchérissement a fortement régressé, bien que la hausse des prix reste encore excessive, particulièrement en ce début d'année. Les taux d'intérêt se situent à un niveau inférieur à ceux pratiqués à l'étranger et le cours du franc suisse a échappé largement aux vicissitudes qui affectent les marchés des

changes. Il ne s'agit pas d'exposer plus longuement en cette occasion l'état de notre économie et les conséquences de notre politique monétaire. Le rapport annuel en donne une analyse détaillée. En revanche, il convient d'approfondir deux questions particulières: d'une part, l'exportation de capitaux et la protection des créanciers qui lui est liée; d'autre part, notre conception quant aux interventions sur le marché des changes.

Exportation de capitaux et protection des créanciers

En ce qui concerne les exportations de capitaux, d'aucuns se sont demandé si elles ne devraient pas être limitées afin de gonfler l'offre de fonds sur le marché suisse et d'abaisser par là les taux d'intérêt, ce qui rendrait l'investissement plus attrayant ou le financement des déficits publics plus aisé.

En vérité, la relation entre exportations de capitaux et taux d'intérêt est plus compliquée qu'il n'y paraît au premier abord. Par exemple, les sorties de capitaux ont été presque deux fois plus fortes en 1984 qu'en 1980 – à savoir 41 contre 23 milliards de francs – alors même que les taux d'intérêt ont été en moyenne plus bas l'an passé que quatre ans auparavant. Les capitaux exportés apparaissent ainsi plus sensibles à l'évolution des marchés financiers mondiaux qu'à leur rémunération en Suisse. Ce phénomène n'est pas étonnant lorsqu'on sait que la plupart d'entre eux sont d'abord importés avant d'être replacés dans le monde. La masse d'épargne nationale investie annuellement à l'étranger est beaucoup plus réduite puisqu'elle est par définition égale à l'excédent de notre balance des revenus, soit environ 8,5 milliards de francs pour 1984.

Dans leur grande majorité, les capitaux exportés n'ont fait que transiter par notre pays. Ils ne constituent en rien un prélèvement sur la valeur ajoutée suisse; ils reflètent plutôt le chiffre d'affaires international de notre place financière. Pour celle-ci, la liberté des changes et des flux de capitaux est une condition vitale. La libéralisation à laquelle nous avons procédé ces dernières années, pour des raisons de politique monétaire

essentiellement, a également permis de remplir cette condition. Confrontées à une concurrence internationale plus vive, les banques et les autres institutions financières suisses se sont renforcées, ce qui a facilité le maintien de taux d'intérêt relativement bas dans notre économie. Nous ne pouvons que nous féliciter de cette évolution à l'heure où cette compétition s'attise sur le plan international puisque de nombreux gouvernements suivent la voie que nous avons tracée et s'efforcent de supprimer les obstacles administratifs qu'ils avaient dressés dans ce domaine. Il importe donc que les conditions de cette libre concurrence soient sauvegardées et au besoin aménagées.

Un trait caractéristique de l'évolution de ces dernières années tient au développement des «notes» qui représentent aujourd'hui environ la moitié des fonds exportés. La Banque nationale a fortement contribué à accroître l'attrait de ces «notes» tant pour les débiteurs que pour les créanciers. Nous avons réduit le montant minimal de chaque coupure à 50 000 francs, nous avons levé les mesures restreignant la publicité et nous avons autorisé, il y a un peu plus d'une année, la garde collective des «notes» auprès de la SEGA. L'obligation de déposer les titres en Suisse pouvait néanmoins faire hésiter un prêteur potentiel, car elle semblait empêcher le développement d'un marché secondaire. Cet obstacle est en grande partie levé à l'heure actuelle puisque les «notes» peuvent être cédées sous forme de certificats de dépôt à des institutions étrangères. Par conséquent, un marché secondaire s'est créé pour ces titres, il a gagné une relative importance au niveau international et il s'élargira pour autant que ces certificats deviennent négociables auprès des centrales de clearing étrangères. De plus, et contrairement au cas des obligations, le montant d'une émission sous forme de «notes» n'est pas limité, ce qui constitue un avantage indéniable pour l'emprunteur.

Les placements sous forme de «notes» atteignent aujourd'hui un total de 80 milliards de francs et proviennent de quelque mille émissions. Dans ces conditions, il est compréhensible que la Banque nationale se préoccupe de la protection des créanciers. Malgré certaines différences dans leur nature juridique, leurs condi-

tions d'émission et leurs modalités de renégociation, «notes» et obligations sont fondamentalement identiques. Les «notes» sont devenues en fait des emprunts obligataires à moyen terme, dont l'émission peut actuellement être assimilée à une souscription publique. Sous cette forme et selon la procédure suivie, elles se distinguent nettement des placements privés classiques où le créancier intéressé est contacté personnellement.

En raison du caractère quasi public des «notes», les autorités compétentes s'inquiètent de l'absence de certaines garanties offertes par l'émission d'obligations, telles que le prospectus et la cotation. Les banques ont d'ailleurs devancé une réaction officielle en signant une convention sur l'information à fournir aux souscripteurs lors de l'émission des «notes». Cet accord constitue certainement un pas dans la bonne direction, non seulement parce qu'il permet au créancier de se renseigner facilement sur l'état du débiteur, mais aussi parce qu'il oblige ce dernier à livrer, durant toute la durée de l'emprunt, ses rapports de gestion et de révision au chef de file du syndicat d'émission. Cependant, d'importants problèmes restent pendents, en particulier pour les titres largement diffusés dans le public. Le débiteur ne devrait-il pas s'engager à collecter les données de base selon des principes bien établis? Pour les informations erronées ou incomplètes, ne partagerait-il pas avec la banque qui conduit les opérations une responsabilité équivalente à celle assumée lors d'emprunts obligataires? De telles requêtes ne s'opposeraient pas aux mécanismes des marchés; elles tendraient au contraire à en augmenter la transparence et à renforcer l'efficacité et la compétitivité du marché financier suisse.

La Banque nationale et les interventions sur le marché des changes

J'en viens maintenant aux cours de change pour constater qu'un cadre de libre concurrence et de liberté des transactions n'assure pas toujours un fonctionnement raisonnable des marchés, comme le montre la fébrilité qui règne sur celui des devises. Sans doute, une adaptation souple des cours aux conditions changeantes des éco-

nomies est-elle désirable et, si elles restent mesurées, les variations de change peuvent faciliter la tâche des autorités d'un petit pays ouvert sur le monde. En principe, quand la politique monétaire se fait plus incisive, la hausse du cours de la monnaie nationale freine une conjoncture qui a tendance à s'emballer, alors qu'en cas de relance la baisse de ce cours pousse à la reprise de l'activité économique. Ces mouvements s'allient alors à ceux des taux d'intérêt intérieurs pour permettre aux banques centrales d'atteindre leurs objectifs plus facilement que sous un régime de changes fixes.

Mais l'expérience a montré à quelle altitude les principes survolent la réalité puisque ces dix dernières années ont été marquées par des périodes prolongées de surévaluation ou de sous-évaluation des monnaies. Les mouvements sont parfois si rapides et si forts que les cours semblent perdre toutes relations avec les facteurs économiques fondamentaux. Pour les banques centrales se pose alors la question: est-il possible et judicieux de prendre des mesures pour contrer ces errements, pour fixer certaines limites aux fluctuations qui ne paraissent pas correspondre aux différences profondes entre les économies?

Préalablement, une remarque fondamentale s'impose. Quels que soient les griefs justifiés que l'on adresse au système monétaire actuel, personne ne peut soutenir sérieusement qu'un retour à un régime généralisé de changes fixes soit réalisable dans les conditions présentes. Les expériences faites dans le cadre du Système monétaire européen ne peuvent être transposées au plan mondial où domine cette monnaie internationale par excellence qu'est le dollar. L'opinion prévaut que seule la convergence des politiques fiscales et monétaires serait de nature à réduire les fluctuations de change. Cette plus grande homogénéité des politiques nationales alliée à un meilleur équilibre externe et à un rythme conjoncturel mieux synchronisé devraient permettre l'établissement de cours de change plus stables et plus proches des diverses économies réelles.

La Banque nationale est favorable à une meilleure convergence des politiques économiques

et monétaires, singulièrement entre celles des pays qui dominent l'économie mondiale. Dans cette optique, les interventions sur le marché des changes ne sont qu'un instrument de la coopération internationale, bien qu'elles en constituent l'aspect le plus spectaculaire. Mais pour qu'elles contribuent au rapprochement souhaitable des politiques nationales, elles doivent entraîner, ou du moins accompagner, des changements monétaires dans les pays qui y ont recours.

Au début de cette année, les interventions destinées à arrêter la hausse effrénée du dollar ne remplissaient pas cette condition, car les autorités monétaires n'agissaient pas dans l'idée de modifier leurs politiques en vue de les harmoniser. Leurs ambitions étaient plus limitées. En vendant sur le marché des quantités importantes de dollars, les banques centrales ont pu augmenter l'offre de la devise américaine tout en restreignant leur propre circulation monétaire. Toutefois, en remettant rapidement dans le circuit les liquidités nationales que leurs interventions avaient détruites, elles ont bloqué ce mécanisme. En d'autres termes, elles ont neutralisé leurs interventions, ce qui réduisait d'une façon notable l'impact possible de leur action.

Nous ne nous sommes pas joints à ces interventions. Il ne faut voir dans notre attitude ni désaveu ni critique de l'action des autres banques centrales, car nous restons convaincus de la nécessité d'une coopération monétaire efficace sur le plan européen et mondial. La Banque nationale ne se sent toutefois pas liée par un automatisme et elle se réserve de discuter avec ses partenaires étrangers de l'objectif, de l'opportunité et des modalités de chaque action internationale. Elle n'écarte ainsi pas *a priori* les interventions, car celles-ci peuvent être utiles soit pour contrer des mouvements désordonnés des changes, soit pour donner un signal à des marchés déséquilibrés, soit, enfin et surtout, pour illustrer et accompagner un changement de politique qui s'avérerait indispensable.

Cependant, le problème de fond n'est pas tant de déterminer notre action sur le marché des changes, car les opérations sur devises ne sont qu'un des instruments à la disposition d'une banque centrale. Il touche bien davantage à la politi-

que monétaire dans son ensemble. Dans la situation actuelle, y a-t-il quelque motif de la modifier ou de l'infléchir?

Impact actuel de la politique monétaire

L'évolution des changes l'an dernier et au début de cette année influe de deux manières sur l'économie suisse. D'une part, la force du dollar et un certain tassement du franc vis-à-vis des monnaies européennes ont renchéri les biens et les services importés. Par contagion ou par anticipation, nos entreprises peuvent être tentées de précipiter la hausse de leurs prix de vente. C'est pourquoi, abstraction faite des influences climatiques de cet hiver, l'indice du coût de la vie subira sans doute durant une partie de l'année une progression supérieure à celle que l'on escomptait. D'autre part, nos exportations sont stimulées par le niveau du franc et surtout par la surévaluation du dollar qui ne manque pas d'avoir aussi des répercussions favorables chez nos principaux partenaires commerciaux. Si cette situation est heureuse en un sens, elle risque néanmoins d'inciter au maintien de structures ou d'engendrer des investissements qui ne seront plus rentables quand les cours des devises auront retrouvé des niveaux plus raisonnables.

Dans ces conditions, tant la hausse des prix importés que la vigueur de l'activité économique contribueront à accroître la demande de monnaie plus rapidement que prévu. Dans le cadre de notre objectif monétaire, ce besoin de liquidités supplémentaires continuera, à n'en point douter, d'exercer les pressions sur les taux d'intérêt qui se manifestent depuis quelque temps déjà, pour les taux à court terme plus particulièrement. Dans le contexte actuel, ce phénomène correcteur paraît approprié si bien que nous avons toute raison, compte tenu notamment de l'évolution de l'indice des prix, de maintenir le cap de notre politique et de ne pas dévier de notre objectif. La stabilité de la croissance monétaire que nous avons atteinte depuis trois ans nous préserve d'ailleurs de tout dérapage important sur le plan des prix contrairement au cas des années soixante-dix où les deux vagues d'inflation en Suisse avaient été précédées d'une explosion de la quantité de monnaie. Il n'y a donc

actuellement aucune raison pour que les taux à long terme s'écartent sensiblement du niveau qu'ils ont atteint ces derniers temps.

Des développements extrêmes sont toujours possibles sur le marché des changes. Dans cette éventualité, la Banque nationale se réserve d'infléchir sa politique pour maintenir la stabilité à long terme de l'économie suisse. Elle aurait d'autant mieux les moyens de le faire qu'elle dispose d'une marge de manœuvre grâce à l'importance et à la composition de ses réserves de change. Comme celles-ci résultent des revenus qu'elle a accumulés ces dernières années, il me paraît opportun de faire ici le point de la question encore souvent discutée: celle de la répartition des bénéfices de l'institut d'émission. Invitée par le Conseil fédéral à prendre position sur cette question, la Banque nationale a indiqué un seuil à partir duquel une distribution de ses bénéfices mettrait la conduite de sa politique en danger. Elle ne l'a pas fait sans appréhension, car une telle distribution porte en germe la menace de déficits publics grandissants. Certes, le seuil dont il est question – qui ne constituerait qu'une partie de la création monétaire annuelle – n'est pas de nature à perturber l'équilibre réel ou financier de l'économie suisse. Mais nous savons que l'appétit vient en mangeant, que l'appoint qu'une banque centrale fournit à l'origine dans un but temporaire devient rapidement permanent et substantiel. Si la Banque nationale ne sonnait pas l'alarme face à ce péril, elle ne servirait pas les intérêts généraux du pays comme la loi lui en fait le devoir.

Il reste que la décision ultime appartient à l'autorité politique. Si les pouvoirs publics décidaient néanmoins d'une certaine distribution, nous n'aurions pas à nous prononcer sur la clé de répartition, car celle-ci – au moins deux-tiers pour les cantons – est fixée non seulement dans la loi sur la Banque nationale, mais aussi à l'article 39 de la Constitution fédérale. Ceux qui proposent d'attribuer une part de nos bénéfices à un but spécifique – par exemple combler le déficit de la garantie fédérale contre les risques à l'exportation – ou bien négligent manifestement cet aspect constitutionnel ou bien supposent qu'il serait facile d'en changer, ce qui semble pour le moins douteux.

Cependant, cette question n'est pas d'une actualité immédiate puisque le Conseil fédéral a accepté les comptes 1984 tels qu'ils lui ont été soumis par le Conseil de notre Banque. Comme ces dernières années, notre bénéfice brut ira augmenter notre provision pour risques de change. Son importance, 2,3 milliards de francs, s'explique avant tout par le produit de nos placements à l'étranger. Il faut ajouter à cela 2,6 milliards de gain de change sur nos avoirs en devises, puisque la valeur comptable du dollar est passée de 2.20 francs en décembre 83 à 2.56 francs en décembre 84. Le montant viendra en augmentation du poste «Ajustement de l'évaluation des devises» qui figure au bilan.

Au terme de l'exposé annuel de la politique de la Banque nationale, une constatation se dégage

qui s'affirme au fil des années. L'objectif de stabilité est celui qui sert au mieux les intérêts de notre économie. Dans une perspective à moyen terme, c'est en effet la stabilité des prix et des coûts qui sauvegarde le plus sûrement la capacité de concurrence de nos entreprises.

Bien que certains développements ne puissent être complètement évités dans un environnement international sans cesse en mouvement, l'évolution du niveau général des prix peut être observée concrètement. Point de repère accessible à tous, notre objectif est de nature à rallier l'appui du plus grand nombre, pouvoirs publics et agents économiques, et, par voie de conséquence, à renforcer l'efficacité et la crédibilité de la politique monétaire.

Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank*

Pierre Languetin, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Die allgemeinen Prinzipien, die seit einigen Jahren der Nationalbankpolitik zugrunde liegen, sind bekannt. Dennoch dürfte es angesichts mancherorts gehegter Befürchtungen nützlich sein, deren Grundlagen in Erinnerung zu rufen und zu erläutern. Der Zeitpunkt dafür scheint mir um so mehr gekommen, als unser wirtschaftliches Umfeld zu Beginn dieses Jahres von deutlichen und teilweise plötzlichen Veränderungen betroffen wurde, sowohl in allgemein konjunktureller Hinsicht wie auch auf dem Gebiet der Preise, der Zinssätze und der Wechselkurse.

Geldpolitik, Preisstabilität und Konjunktur

Unser Ziel ist klar: Das Preisniveau, gemessen am Konsumentenpreisindex, soll stabilisiert werden. Dass die Inflation bekämpft werden muss, steht ausser Frage. Es genügt, das Augenmerk auf die gegenwärtige Situation jener Länder zu richten, wo die Inflationsrate auf zwei-, drei oder sogar vierstellige Zahlen geklettert ist, um sich von den wirtschaftlichen, sozialen und politischen Folgekosten zu überzeugen, zu denen eine zügellose Geldschöpfung führen kann. Weniger offensichtlich, aber ebenfalls gravierend sind die Folgen von regelmässigen, bescheiden erscheinenden Preissteigerungen. Diese bewirken eine das Sparen behindernde Umverteilung des Volkseinkommens sowie Verzerrungen im Wirtschaftsgefüge, und die falschen Signale auch einer relativ geringen, aber dauerhaften Inflation schaden der Investitionstätigkeit und damit dem Wachstum und dem Wohl der Wirtschaft.

Soll sich das Übel nicht ausbreiten, so müssen die Währungsbehörden den Zuwachs der liquiden Mittel der Wirtschaft begrenzen. Es besteht kein Zweifel, dass eine solche Rationierung, wenn sie beharrlich und mit der nötigen Konse-

quenz durchgeführt wird, das Preisniveau auf Kurs hält, ungeachtet der Stürme, die sich in Zukunft erheben könnten.

Wenn dieses Prinzip auch einfach erscheinen mag, so ist seine Umsetzung in die Praxis dennoch heikel. Mit welcher Konsequenz dies geschieht – mit anderen Worten: wie fest die geldpolitische Ankerkette sein soll – ist eine grundlegende Frage. Soll man bei Ausbruch des Sturms das Boot an einer langen Kette herumtanzen lassen oder vielmehr versuchen, es so eng wie möglich festzubinden? Soll die Zentralbank die konjunkturellen Schwankungen unbeachtet lassen oder den Versuch unternehmen, sie systematisch zu bekämpfen? Wenn die Konjunkturschwankungen ein allzu grosses Ausmass annehmen, beeinträchtigen sie mehr, als man allgemein glaubt, den Kampf gegen die Inflation. Eine übermässige Expansion löst innerhalb kürzester Zeit Preiserhöhungen aus, die neue Inflationserwartungen wecken könnten. Eine allzu starke Rezession führt zu einer nur schwer tragbaren Arbeitslosigkeit, welche die Behörden zu beheben versuchen, indem sie der geldpolitischen Kette etwas mehr Spielraum geben.

Auf den ersten Blick erscheint eine aktive antizyklische Intervention angezeigt. Da jedoch zwischen dem Erlass einer geldpolitischen Massnahme und deren praktischer Auswirkung eine längere Zeitspanne liegt, besteht das Risiko, dass eine antizyklische Politik die Übel, welche sie zu verhindern sucht, noch verschärft; um sie erfolgreich durchzuführen, müssten die Zentralbanken die Konjunkturlage besser beurteilen und die Zukunft genauer voraussagen können als die Wirtschaft.

In der Vergangenheit war manche Währungsbehörde überheblich genug zu glauben, den Konjunkturzyklus weitgehend beeinflussen zu können. Es versteht sich von selbst, dass eine Frage, die bereits für ein grosses Land schwierig zu

* gehalten in Bern am 26. April 1985

lösen ist, eine kleine weltoffene Wirtschaft vor noch grössere Probleme stellt. Zu den Einflüssen heimischen Ursprungs gesellen sich externe Unsicherheiten, die ebenso vielgestaltig wie unvorhersehbar sind.

In Anbetracht dieser Probleme und kraft ihrer mehrjährigen Erfahrungen seit dem Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen hat die Nationalbank den von ihr zu beschreitenden Weg klar umschrieben. Sie legt die Geldmengenausweitung fest, die nötig ist zur Sicherung der Preisstabilität und einen gewissen Spielraum für das Wirtschaftswachstum lässt, und behält dann ihre Linie bei, ungeachtet der konjunkturellen Entwicklungen, von denen unsere Wirtschaft betroffen ist. Die unmittelbare Zukunft ist uns zwar keineswegs gleichgültig. Wir sind, ganz im Gegenteil, der Ansicht, dass unsere Politik für die schweizerische Konjunktur auf sehr positive Weise die Rolle eines automatischen Stabilisators spielt. Bei beschleunigtem Konjunkturauftrieb gibt das Festhalten an einem Geldmengewachstum in der Nähe unserer mittelfristigen Zielvorstellung unserer Politik eine restriktivere Note. Indem sie es ablehnt, auf die zusätzliche Nachfrage nach Liquidität zu reagieren, schützt die Nationalbank den Wirtschaftsapparat vor Überhitzung. Umgekehrt wirkt unsere Politik, wenn die schweizerische Wirtschaft von einer Rezession betroffen wird, dank ihrer Stetigkeit in dem Masse expansiver, als die Geldnachfrage sich verlangsamt.

Damit die Geldpolitik wirkt, müssen die Marktmechanismen, deren sie sich bedient, normal funktionieren. Insbesondere sollten sich die Zinssätze frei bilden, indem sie in einer Zeit des Wirtschaftswachstums steigen, um so die Kreditnachfrage und den Konjunkturauftrieb zu dämpfen, und bei einer Abschwächung sinken, um unsere Wirtschaft zu entlasten und ihr die Basis für eine Neubelebung zu liefern. Es ist demnach kein Zufall, dass wir in den letzten Jahren davon abgesehen haben, einige uns vom Gesetzgeber zur Verfügung gestellte Mittel einzusetzen. So haben wir beispielsweise keine Einwände erhoben gegen die Änderung der Kassenobligationsätze, obwohl uns das Bankengesetz diese Möglichkeit einräumt. Ebenfalls haben wir im grossen und ganzen darauf verzichtet, die be-

willigungspflichtigen Kapitalexporte zu beschränken.

Diese in den letzten Jahren verfolgte Politik hat ohne Zweifel positive Ergebnisse gezeitigt. Das allerdings bescheidene Wirtschaftswachstum ist ermutigend. Die Teuerung hat markant abgenommen, wenn auch der Preisauftrieb, insbesondere zu Beginn dieses Jahres, noch allzu stark ist. Das Zinsniveau ist niedriger als im Ausland, und der Kurs des Schweizer Frankens blieb weitgehend von den Turbulenzen auf den Devisenmärkten verschont. Dies ist weder der Ort noch die Zeit für eine eingehende Erörterung unserer Wirtschaftslage und der Auswirkungen unserer Geldpolitik. Der Geschäftsbericht analysiert diese Themen im einzelnen. Dagegen ist es angebracht, zwei spezielle Fragen vertieft zu behandeln: einerseits den Kapitalexport und den damit verbundenen Anlegerschutz; andererseits unsere Einstellung zu Interventionen auf dem Devisenmarkt.

Kapitalexporte und Anlegerschutz

Was die bewilligungspflichtigen Kapitalexporte angeht, so ist schon die Frage erhoben worden, ob diese nicht gewissen Einschränkungen unterworfen werden sollten, um so das Mittelangebot auf dem schweizerischen Markt zu erhöhen und folglich die Zinssätze hinunterzudrücken; auf diese Weise würde die Investitionstätigkeit gefördert und die Finanzierung der öffentlichen Defizite erleichtert.

In Wirklichkeit ist das Verhältnis zwischen Kapitalexporten und Zinssätzen komplizierter, als es auf den ersten Blick scheint. So hat sich zum Beispiel der bewilligungspflichtige Kapitalexport 1984 gegenüber 1980 beinahe verdoppelt – 41 Milliarden gegenüber 23 Milliarden Schweizerfranken – während die Zinssätze im Durchschnitt letztes Jahr niedriger waren als vier Jahre zuvor. Der Umfang der Kapitalexporte scheint somit mehr von der Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten als von den Erträgen in der Schweiz abzuhängen. Dies erstaunt nicht, wenn man bedenkt, dass der Grossteil der Gelder, die in aller Welt Anlage finden, zuvor von dort importiert wurde. Die schweizerischen Ersparnisse,

die alljährlich im Ausland angelegt werden, sind wesentlich geringer; sie entsprechen definitionsgemäss unserem Ertragsbilanzüberschuss und erreichten 1984 etwa 8,5 Milliarden Franken.

Weitaus die meisten Kapitalexporte sind lediglich über unser Land geleitet worden. Sie stellen in keiner Weise eine Abschöpfung des durch die schweizerische Wirtschaft produzierten Mehrwertes dar, sondern widerspiegeln vielmehr den internationalen Umsatz unseres Finanzplatzes. Für diesen sind freie Devisenmärkte und ungehinderte Kapitalflüsse eine notwendige Voraussetzung. Die Liberalisierung, die wir in den letzten Jahren hauptsächlich aus geldpolitischen Gründen eingeleitet haben, hat die Erfüllung dieser Bedingung ebenfalls ermöglicht. Die verschärfte internationale Konkurrenz hat zu einer Stärkung der Banken und der übrigen schweizerischen Finanzinstitute geführt; dadurch wurde es leichter, die Zinssätze in unserer Wirtschaft auf einem relativ niedrigen Niveau zu halten. Diese Entwicklung ist erfreulich zu einem Zeitpunkt, da sich der Wettbewerb auf internationaler Ebene weiter intensiviert, indem zahlreiche Regierungen dem von uns vorgezeichneten Weg folgen und sich bemühen, die behördlichen Hindernisse auf diesem Gebiet zu entfernen. Es ist deshalb wichtig, dass die freie Konkurrenz erhalten und nötigenfalls gefördert wird.

Ein charakteristisches Merkmal der Entwicklung der letzten Jahre ist im Aufschwung der «Notes» zu sehen, die heute ungefähr die Hälfte des bewilligungspflichtigen Kapitalexports ausmachen. Die Nationalbank hat nicht unwesentlich dazu beigetragen, die Attraktivität dieser «Notes» sowohl für Schuldner wie auch für Gläubiger zu erhöhen. Wir haben die Mindeststückelung auf 50 000 Franken reduziert, alle die Publizität beschränkenden Vorschriften aufgehoben und vor etwas mehr als einem Jahr die Sammelverwahrung dieser «Notes» bei der SEGA bewilligt. Die Verpflichtung, diese Titel in der Schweiz im Depot zu halten, konnte potentielle Anleger zunächst vielleicht noch zögern lassen, denn sie schien der Entwicklung eines Sekundärmarktes im Wege zu stehen. Doch dieses Hindernis ist inzwischen weitgehend ausgeräumt worden, da die «Notes» nunmehr in Form von Depotzertifikaten an ausländische Institutionen zediert wer-

den. Demzufolge hat sich ein Sekundärmarkt für diese Titel gebildet, der selbst im Ausland eine erhebliche Bedeutung erlangt hat und der sich noch erweitern wird, wenn diese Zertifikate einmal über ausländische Clearingstellen gehandelt werden. Ausserdem ist, im Gegensatz zu Anleiensobligationen, die Höhe einer «Notes»-Emission nicht limitiert, was einen unbestrittenen Vorteil für den Schuldner darstellt.

Heute sind «Notes» mit einem Volumen von total 80 Milliarden Franken ausstehend, wobei die Titel aus ungefähr 1000 Emissionen stammen. Unter diesen Umständen ist es verständlich, dass sich die Nationalbank mit dem Anlegerschutz befasst. Trotz gewisser Unterschiede in Rechtsnatur, Emissionsverfahren und Sekundärhandel sind «Notes» und Anleiensobligationen ihrem Wesen nach gleichartige Papiere. Die «Notes» haben sich zu mittelfristigen Anleiensobligationen entwickelt und werden heute de facto öffentlich ausgegeben. In Stückelung und Begebungsverfahren unterscheiden sie sich deutlich von den klassischen Privatplatzierungen, bei denen mit dem potentiellen Geldgeber persönlich Verbindung aufgenommen wird.

Da es sich bei den «Notes» um quasi-öffentlich begebene Papiere handelt, machen sich die zuständigen Behörden Sorgen wegen des Fehlens gewisser Garantien, mit denen Anleiensobligationen ausgestattet sind, wie zum Beispiel dem Prospekt oder der Kotierung. Die Banken sind indessen einer offiziellen Reaktion durch die Unterzeichnung einer Vereinbarung über das Informationswesen bei «Notes» zugekommen. Diese Vereinbarung ist sicher ein Schritt in die richtige Richtung, nicht nur, weil sie es dem Erwerber von «Notes» ermöglicht, sich über die finanzielle Lage des Schuldners zu informieren, sondern auch, weil letzterer verpflichtet wird, während der Laufzeit der «Notes» seine Geschäfts- und Revisionsberichte bei der federführenden Bank verfügbar zu halten. Dennoch harrn wichtige Probleme noch der Lösung, insbesondere im Zusammenhang mit Emissionen, die aufgrund ihrer Durchführung als öffentlich aufgelegt zu gelten haben. Sollte sich der Schuldner nicht verpflichten, die ihn betreffenden Informationen nach anerkannten Prinzipien zu liefern? Trägt er nicht zusammen mit der Bank, die mit

der Durchführung der Emission betraut ist, die gleiche Verantwortung für falsche oder unvollständige Angaben wie im Falle von Obligationen anleihen? Die Erfüllung von Postulaten dieser Art würde die Marktmechanismen in keiner Weise behindern; im Gegenteil, sie würde die Transparenz erhöhen und die Effizienz und die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzmarktes fördern.

Die Nationalbank und die Interventionen auf dem Devisenmarkt

Ich wende mich nun den Wechselkursen zu und stelle fest, dass freier Wettbewerb und freie Konvertibilität der Währungen nicht immer Gewähr bieten für ein vernünftiges Funktionieren der Märkte, wie die Unruhe auf dem Devisenmarkt zeigt. Ohne Zweifel ist eine behutsame Anpassung der Kurse an die sich ständig ändernden wirtschaftlichen Bedingungen wünschenswert, und wenn die Kursveränderungen massvoll bleiben, können sie durchaus die Aufgabe der Behörden eines kleinen weltoffenen Landes erleichtern. Wenn die Geldpolitik verschärft wird, hilft nämlich die sich daraus normalerweise ergebende Erhöhung des Wechselkurses, eine übermässige Konjunkturbelebung zu bremsen. Wird umgekehrt die Konjunktur durch eine Lockerung der Geldpolitik stimuliert, so sinkt der Wechselkurs, woraus tendenziell eine zusätzliche Belebung der Wirtschaft resultiert. Diese Bewegungen ergänzen die Änderungen der inländischen Zinssätze und ermöglichen es den Zentralbanken, ihre Ziele leichter als bei festen Wechselkursen zu erreichen.

Die Erfahrung hat gezeigt, dass die Wechselkurse in Wirklichkeit recht weit von ihrem theoretisch zu erwartenden Niveau liegen können, gab es doch in den letzten zehn Jahren längere Perioden der Überbewertung oder Unterbewertung der Währungen. Die Bewegungen sind zuweilen so plötzlich und so stark, dass die Kurse jede Beziehung zu den fundamentalen Wirtschaftsfaktoren zu verlieren scheinen. Für die Zentralbanken stellt sich somit die Frage: Ist es möglich und sinnvoll, Massnahmen zur Bekämpfung solcher Abweichungen zu ergreifen und Wechselkursänderungen zu begrenzen, die den

wirtschaftlichen Gegebenheiten kaum mehr entsprechen?

Zunächst drängt sich eine grundsätzliche Bemerkung auf. Was immer man berechtigterweise gegen unser heutiges Währungssystem einwenden mag, niemand kann ernstlich behaupten, dass eine Rückkehr zu einem allgemeinen System der festen Wechselkurse unter den heutigen Bedingungen zu bewerkstelligen wäre. Die Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem lassen sich nicht auf die gesamte Welt übertragen, wo als internationale Währung per excellence der Dollar dominiert. Die allgemeine Meinung geht dahin, dass nur eine Harmonisierung der Fiskal- und Geldpolitik der verschiedenen Länder geeignet wäre, die Wechselkurschwankungen abzubauen. Eine grössere Übereinstimmung der Politik von Land zu Land, verbunden mit einem besseren äusseren Gleichgewicht und einem besser synchronisierten Konjunkturverlauf, könnte stabilere Wechselkurse, die den realwirtschaftlichen Gegebenheiten vermehrt Rechnung tragen, herbeiführen.

Die Nationalbank befürwortet eine grössere Übereinstimmung zwischen der Wirtschafts- und Währungspolitik der verschiedenen Länder, vor allem der führenden Wirtschaftsmächte der Welt. So gesehen stellen Interventionen auf den Devisenmärkten lediglich eines von verschiedenen Instrumenten internationaler Kooperation dar, allerdings das wohl am meisten beachtete. Doch um zur gewünschten Annäherung in der Wirtschaftspolitik verschiedener Länder zu führen, müssen die Interventionen eine Änderung der Geldpolitik bewirken oder zumindest begleiten.

Bei den Interventionen zu Beginn dieses Jahres, mit denen der zügellose Höhenflug des Dollars gestoppt werden sollte, war diese Bedingung nicht erfüllt, weil die Währungsbehörden mit ihren Massnahmen nicht eine Änderung ihrer Politik in Richtung auf eine Harmonisierung anstrebten. Sie hatten weniger ehrgeizige Ziele. Durch den Verkauf namhafter Dollarbeträge auf dem Markt konnten die Zentralbanken zwar das Angebot an amerikanischer Währung erhöhen und gleichzeitig den eigenen Geldumlauf einschränken. Diesen Mechanismus haben sie jedoch abgeblockt, indem sie die durch die Inter-

ventionen sterilisierten Mittel in ihrer eigenen Währung auf anderem Wege rasch wieder in Umlauf setzten. Mit anderen Worten haben sie die Wirkung ihrer Interventionen neutralisiert, was die möglichen Nutzen ihrer Aktion empfindlich schmälerte.

Wir haben uns diesen Interventionen nicht angeschlossen. Unsere Haltung ist weder als Desavouierung noch als Kritik der von den anderen Zentralbanken eingeleiteten Massnahmen zu verstehen, denn wir sind nach wie vor von der Notwendigkeit einer wirksamen geldpolitischen Kooperation auf europäischer und internationaler Ebene überzeugt. Die Nationalbank aber fühlt sich durch keinen Automatismus gebunden, und sie behält sich das Recht vor, mit ihren ausländischen Partnern über das Ziel, die Zweckmässigkeit und die Modalitäten jeder einzelnen internationalen Aktion zu diskutieren. Sie schliesst also Interventionen nicht zum vorneherein aus, denn diese können durchaus nützlich sein, sei es um unkontrollierten Bewegungen der Devisenkurse entgegenzusteuern, sei es als Signalwirkung für die desorientierten Märkte oder, vor allem, um eine notwendige Änderung der Geldpolitik zu veranschaulichen und einzuleiten.

Indessen liegt das Grundproblem nicht so sehr darin, unser Vorgehen auf den Devisenmärkten festzulegen, denn Devisenoperationen sind nur eines der Instrumente, die einer Zentralbank zur Verfügung stehen. Es geht vielmehr um die Geld- und Währungspolitik in ihrer Gesamtheit. Besteht in der gegenwärtigen Situation ein Grund, diese zu modifizieren oder ihr eine andere Richtung zu geben?

Zur gegenwärtigen Geld- und Währungspolitik

Die Entwicklung der Wechselkurse im letzten Jahr und zu Beginn des Jahres 1985 wirkt sich in doppelter Hinsicht auf die Schweizer Wirtschaft aus. Einerseits haben die Dollarstärke und ein gewisser Rückgang des Frankens gegenüber einigen europäischen Währungen zu einer Verteuerung der importierten Güter und Dienstleistungen geführt. Als Reaktion darauf – oder in Vorwegnahme einer erwarteten Entwicklung –

könnten die schweizerischen Unternehmen versucht sein, ihre Verkaufspreise voreilig zu erhöhen. Aus diesem Grund wird der Lebenshaltungskostenindex auch unabhängig von den klimatischen Auswirkungen des vergangenen Winters während eines Teils des Jahres höher klettern als vorausgesehen. Andererseits werden unsere Exporte gefördert durch den Frankenkurs und insbesondere durch die Überbewertung des Dollars, die sich auch bei unseren wichtigsten Handelspartnern günstig auswirken wird. Während wir uns somit in dieser Hinsicht in einer glücklichen Lage befinden, so besteht jedoch die Gefahr, dass sie zur Beibehaltung von Strukturen oder zu weiteren Investitionen führt, die unrentabel sein werden, sobald die Devisenkurse zu einem vernünftigeren Niveau zurückgefunden haben.

Unter den gegebenen Umständen tragen sowohl die höheren Importpreise wie auch die lebhaftere Wirtschaftstätigkeit zu einer schnelleren Zunahme der Geldnachfrage als erwartet bei. Im Rahmen unseres Geldmengenziels wird dieses Bedürfnis nach zusätzlicher Liquidität die Zinsen – insbesondere im kurzfristigen Bereich – weiter hochhalten. In der heutigen Situation scheint dies durchaus zweckdienlich zu sein, so dass wir allen Grund haben, vor allem im Hinblick auf die Preisentwicklung, die vorgegebene Linie unserer Politik beizubehalten und nicht von unserem Ziel abzuweichen.

Die Stabilität des Geldmengenwachstums, die wir in den letzten drei Jahren erreicht haben, schützt uns vor jedem grösseren Preisrutsch, ganz im Gegensatz zu den Siebzigerjahren, als den beiden Teuerungswellen in der Schweiz eine übermässige Geldmengenausweitung voringing. Es gibt demnach zurzeit keinen Anlass für eine spürbare Änderung der langfristigen Zinssätze.

Extreme Entwicklungen liegen auf den Devisenmärkten immer im Bereich des Möglichen. Für einen solchen Fall behält sich die Nationalbank das Recht vor, ihre Politik zu ändern, um die langfristige Stabilität der schweizerischen Wirtschaft zu sichern. Sie hätte um so mehr die nötigen Mittel dazu, als sie dank der Höhe und der Zusammensetzung ihrer Währungsreserven

über einen gewissen Spielraum verfügt. Da diese sich aus Erträgen zusammensetzen, die sich in den letzten Jahren angehäuft haben, scheint es mir zweckmässig, an dieser Stelle auf eine ebenfalls häufig diskutierte Frage hinzuweisen: die Gewinnausschüttung des Noteninstituts. Vom Bundesrat aufgefordert, zu dieser Frage Stellung zu nehmen, hat die Nationalbank auf die Schwelle hingewiesen, jenseits welcher eine Gewinnausschüttung die Durchführung ihrer Politik beeinträchtigen würde. Sie hat dies nicht ohne einiges Unbehagen getan, da eine solche Ausschüttung den Keim wachsender öffentlicher Defizite in sich birgt. Gewiss, eine Ausschüttung im Rahmen der erwähnten Schwelle – die lediglich einem Teil der jährlichen Geldschöpfung entspricht – würde das reale oder finanzielle Gleichgewicht der schweizerischen Wirtschaft nicht gefährden. Doch wir kennen das Sprichwort: «L'appetit vient en mangeant»; die zusätzlichen Mittel würden sehr schnell in wachsendem Ausmass zur Dauereinrichtung. Wenn die Nationalbank angesichts dieser drohenden Gefahr nicht Alarm schläge, diene sie nicht den Gesamtinteressen des Landes, wie es das Gesetz von ihr verlangt.

Die letzte Entscheidung liegt bei den politischen Behörden. Wenn die Regierung dennoch eine gewisse Gewinnausschüttung beschliessen würde, hätten wir zum Verteilerschlüssel nichts zu sagen, da dieser – wenigstens zwei Drittel für die Kantone – nicht nur im Nationalbankgesetz, sondern auch in Artikel 39 der Bundesverfassung festgelegt ist. Jene, die einen Teil des Gewinns für einen bestimmten Zweck verwenden möchten – zum Beispiel für die Deckung des Fehlbetrags der Exportrisikogarantie des Bundes – vernachlässigen entweder offensichtlich diesen verfassungsmässigen Aspekt oder glauben, dass er

leicht zu ändern wäre, was mindestens zweifelhaft erscheint.

Diese Frage ist indessen nicht von unmittelbarer Aktualität, hat doch der Bundesrat die Jahresrechnung für 1984 in der Form genehmigt, in der sie ihm durch unseren Bankrat vorgelegt wurde. Wie in den letzten Jahren, wird der Ertragsüberschuss für die Äufnung unserer Reserven für Wechselkursrisiken verwendet. Die Höhe von 2,3 Milliarden Franken erklärt sich vornehmlich aus dem Ertrag auf unseren Auslandsinvestitionen. Dazu kommen 2,6 Milliarden Franken Buchgewinne auf unseren Devisenguthaben als Folge des Anstiegs des Dollarkurses von Fr. 2.20 im Dezember 1983 auf Fr. 2.56 im Dezember 1984. Der Unterschied schlägt sich in der Erhöhung des Bilanzpostens «Bewertungskorrektur auf Devisen» nieder.

Zum Schluss der jährlichen Darstellung der Nationalbankpolitik lässt sich eine Tatsache feststellen, die sich im Laufe der Jahre bestätigt hat. Stabilität ist das Ziel, das den Interessen unserer Wirtschaft am besten dient. Mittelfristig ist es die Preis- und Kostenstabilität, die die zuverlässigste Garantie für die Wettbewerbsfähigkeit unserer Unternehmen bietet.

Wenn auch manche Entwicklungen in einem sich ständig ändernden internationalen Umfeld nicht vollständig verhindert werden können, die Bewegungen des Preisniveaus lassen sich konkret verfolgen. Unser Ziel ist eine allen zugängliche Orientierungsgrösse; es ist geeignet, die Unterstützung der meisten Vertreter der öffentlichen Hand und der Wirtschaft zu gewinnen und so die Wirksamkeit und Glaubwürdigkeit der Geld- und Währungspolitik zu unterstreichen.

Geldpolitik in einer unsicheren Umwelt

René Kästli *

1. Einleitung

Vor noch nicht allzu langer Zeit glaubte man, Konjunktur- und Beschäftigungsschwankungen endgültig in das wirtschaftspolitische Raritätenkabinett verbannt zu haben. Das Rezept zum Ausgleich der Konjunkturschwankungen war einfach: Die öffentliche Hand sollte durch eine entsprechende Steuer- und Ausgabenpolitik dafür sorgen, Defizite in der privaten Gesamtnachfrage aufzufüllen und Überschüsse abzubauen. Bald aber musste man erkennen, dass es wohl leicht war, in schlechten Zeiten die Steuern zu reduzieren und die Ausgaben zu erhöhen, dass aber Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen bei überhitzter Konjunktur sich fast nirgends durchsetzen liessen. Aus diesem und anderen Gründen stellte man ernüchert fest, dass das berühmte Rezept der fiskalpolitischen Globalbesteuerung viel eher an Grenzen stiess, als man ursprünglich angenommen hatte.

Nicht zuletzt wegen dieser Erkenntnis rückte in den siebziger Jahren die Geldpolitik mehr und mehr in den Vordergrund. Mittlerweile war nämlich klar etabliert, dass die Geldpolitik nicht nur auf monetäre Grössen wie Zinssätze, Wechselkurs oder Inflationsrate wirkt, sondern auch die Realwirtschaft beeinflusst. Deshalb schien sich der Übergang von der fiskalpolitischen zur monetären Steuerung des Konjunkturverlaufs förmlich aufzudrängen.

Traditionellerweise werden der Geldpolitik die Verantwortung für die Stabilität des Preisniveaus und für geordnete Verhältnisse auf den Finanzmärkten zugewiesen. Zusätzlich wurde im Lichte des erwähnten Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Konjunktur gefordert, die Geldpolitik habe den Konjunkturverlauf zu verstetigen. Solche Forderungen kommen einer Erweiterung

des geldpolitischen Auftrags gleich. Die geldpolitischen Behörden hätten in diesem Fall auch aktiv ins Geschehen einzugreifen, um Schwankungen im realen Sektor zu dämpfen. Ich möchte in meinen Ausführungen zeigen, dass mit einer solchen Zielvorgabe, gleichbedeutend einer aktivistischen Geldpolitik, die Möglichkeiten der Geldpolitik überschätzt würden. Dies deshalb, weil eine Reihe von Unsicherheiten über das genaue Funktionieren der relevanten Zusammenhänge besteht. Diese Unsicherheiten reduzieren die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen antizyklischen Geldpolitik und gefährden überdies die Erfüllung der angestammten Aufgaben. Man kommt sogar zum Schluss, dass vor dem Hintergrund der erwähnten Unsicherheiten auch der traditionelle Auftrag überprüft werden muss. Interpretiert man nämlich diesen Auftrag dahingehend, dass im Rahmen der Aufrechterhaltung geordneter Verhältnisse auf den Finanzmärkten auch überschüssende Wechselkurse und Zinssätze korrigiert werden sollen, kann das Ziel der Inflationsbekämpfung gefährdet werden. Von einer Politik, die darauf gerichtet ist, Schwankungen der Konjunktur, der Zinssätze oder der Wechselkurse aufzufangen, sind überdies volkswirtschaftliche Kosten zu befürchten.

Im folgenden wird das Umfeld, in dem geldpolitische Entscheidungen getroffen werden, dargestellt, und die Konsequenzen, die sich daraus für die Notenbankpolitik ergeben, abgeleitet. Zu diesem Zweck möchte ich vorerst auf die Wirkungsweise der Geldpolitik eingehen. In einem nächsten Punkt sollen die Unsicherheiten bezüglich dieser Wirkungen aufgezeigt werden. Es folgen einige Überlegungen zu den volkswirtschaftlichen Kosten einer aktivistischen Geldpolitik. Sodann werden die konkreten Auswirkungen auf die Geldpolitik dargestellt. Mit einer Überprüfung der schweizerischen Geldpolitik der letzten Jahre möchte ich meine Ausführungen beschliessen.

* Direktor der Zweiganstalt St. Gallen. Gekürzte Fassung eines im November 1984 an der Hochschule St. Gallen gehaltenen Vortrags.

2. Wirkungen der Geldpolitik

Inflation ist vorwiegend ein monetäres Phänomen. Diese Erkenntnis ist – auch wenn sie lange nicht mehr beachtet wurde – eine der ältesten der Ökonomie. Immer wieder hat sich eindrücklich bestätigt, dass eine monetäre Expansion, die über das Realwachstum der Wirtschaft hinausgeht, Geldentwertung zur Folge hat. Auch unsere jüngere geldpolitische Geschichte bestätigt den Zusammenhang zwischen Inflationsrate und Wachstumsrate der Geldmenge klar. So expandierte die Geldmenge M_1 in den Jahren 1970 bis 1972 mit durchschnittlich über 13%, und die Inflationsrate der Jahre 1972 bis 1974 lag im Durchschnitt bei über 8%. In den folgenden drei Jahren – 1973 bis 1975 – wurde das Geldmengenwachstum drastisch eingeschränkt, auf etwa über 2% im Durchschnitt, und die Teuerung sank für die Jahre 1975 bis 1977 auf knapp 3½% im Schnitt. Auch die starke Geldexpansion in den Jahren 1978 und 1979 machte sich in einer von 1% auf 6½% gestiegenen Inflation zwischen 1978 und 1981 bemerkbar.

Anhand der erwähnten Episoden lassen sich auch die Wirkungen der Geldpolitik auf den realen Sektor zeigen. Eine Erhöhung der Wachstumsrate der Geldmenge vermag die Realwirtschaft zu stimulieren, während monetäre Bremsmanöver den Gang der Wirtschaft verlangsamen. So verzeichnete unser Land als Folge des strikten antiinflationären Kurses nach 1972 im Jahre 1975 den stärksten Wachstumseinbruch aller OECD-Länder, und nach den beiden Jahren 1978 und 1979 mit starker geldpolitischer Expansion wuchs unsere Wirtschaft im Jahre 1978 – entgegen dem Konjunkturverlauf in den übrigen Ländern – mit deutlich über 4%. Es zeigte sich aber auch, dass die von der Geldpolitik ausgehenden realwirtschaftlichen Effekte nur vorübergehender Natur sind, wurde doch im Anschluss an die Phasen von Hochkonjunktur oder Rezession immer wieder eine Rückkehr zu normaler wirtschaftlicher Aktivität beobachtet.

Die Zentralbanken können mit einem Federstrich praktisch unbegrenzt Geld ihres eigenen Landes schaffen. Dies macht sie zu bedeutenden Marktteilnehmern auf den Finanzmärkten und ermöglicht ihnen, die Wechselkurse und Zinssätze er-

heblich zu beeinflussen. In der Vergangenheit hat sich denn auch immer wieder gezeigt, dass Interventionen mit dem Ziel, ein bestimmtes Niveau der Zinssätze oder der Wechselkurse zu erreichen, erfolgreich waren, sofern man bereit war, die Konsequenzen für andere Grössen zu tragen. Denn um einen ökonomischen Grundtatbestand kommen auch die Zentralbanken nicht herum: dass es nämlich nicht möglich ist, gleichzeitig den Preis und die Menge für ein bestimmtes Gut zu fixieren. Wird beispielsweise ein tieferer Wechselkurs der eigenen Währung angestrebt, muss die Geldmengenausdehnung, welche durch den Kauf fremder Währung gegen Schweizerfranken entsteht, in Kauf genommen werden.

3. Grenzen einer aktivistischen Politik

Das Wissen um die aufgezeigten Wirkungen – langfristig auf die Inflationsrate und in der kürzeren Frist auf die realwirtschaftliche Aktivität sowie auf Wechselkurs und Zinssätze – schien die Geldpolitik zum idealen Mittel der Wirtschaftspolitik schlechthin zu machen. Ein derart umfassender Auftrag an die Geldpolitik würde etwa wie folgt aussehen: Zur Gewährleistung der Geldwertstabilität wäre erstens die Geldmenge aufgrund des Trendwachstums der Wirtschaft auszuweiten. Zweitens müssten die geldpolitischen Behörden bei absehbarer schlechter Konjunkturlage die Geldversorgung überdurchschnittlich und bei prognostiziertem hohem Rhythmus der wirtschaftlichen Aktivität unterdurchschnittlich stark wachsen lassen. Schliesslich hätte die Zentralbank bei einem allfälligen Über- oder Unterschneiden der Zinssätze oder Wechselkurse die «richtigen» Sätze wiederherzustellen.

Welches sind nun die Bedingungen, damit ein so umfassender Auftrag an die Geldpolitik erfolgversprechend sein könnte?

Als erstes ist eine genaue Kenntnis der zeitlichen Abfolge verschiedener Wirkungen zu nennen. Eine monetäre Expansion beginnt mit einer reichlicheren Liquiditätsversorgung des Bankensystems. Die Banken erhalten durch diese Veränderung der Notenbankgeldmenge Anreize, ihre Kreditfähigkeit auszuweiten; erst dadurch

wird die in der Volkswirtschaft umlaufende Geldmenge beeinflusst; deren Änderung wiederum schlägt nach einer gewissen Zeit auf die Realwirtschaft durch. Bezüglich des zeitlichen Musters dieser Abläufe herrscht Unklarheit. Trotz vieler Beobachtungen in der Vergangenheit kennt man die zeitliche Abfolge von der Notenbankgeldmenge zur Geldmenge und von der Geldmenge zur Realwirtschaft nicht genau. Es gibt sogar gute theoretische und empirische Gründe, die dafür sprechen, dass sich diese je nach den Umständen verändert. Auch verfügt man nicht (oder zumindest noch nicht) über genügend Informationen, um diese Wirkungen zeitlich richtig zu prognostizieren. Die Wahrscheinlichkeit, mit einer antizyklisch konzipierten Geldpolitik die konjunkturellen Ausschläge zu verstärken, muss wohl fast ebenso hoch wie die Wahrscheinlichkeit eines Erfolgs eingestuft werden.

Neben der ungenügenden Kenntnis über das zeitliche Muster ist als zweiter Punkt der mangelhafte Informationsstand bezüglich der quantitativen Zusammenhänge zwischen der Geldmenge und den realen Grössen zu erwähnen. Würste man beispielsweise, dass eine Erhöhung der Wachstumsrate der Notenbankgeldmenge um einen Prozentpunkt das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts in acht Monaten um 0,7%, in zwölf Monaten um 1,2% und in achtzehn Monaten noch um 0,4% anhebt, könnte man die Wahl des richtigen konjunkturpolitischen Kurses getrost dem Computer überlassen. Dies ist aber nicht der Fall. In Wirklichkeit sind quantitative Aussagen stets mit einem grossen Prognosefehler behaftet; entsprechend gross ist die Gefahr, das angestrebte Ziel zu verfehlen. Diese Gefahr vergrössert sich noch durch den Umstand, dass die Volkswirtschaft nicht wie eine Maschine funktioniert, die, einmal gut eingestellt, mit einem bestimmten Input immer gleich viele Waren in gleicher Qualität ausspuckt. Dadurch, dass die Leute aus ihrer Erfahrung lernen, passen sie ihr Verhalten an. Damit sind die für die Geldpolitik relevanten Zusammenhänge in zeitlicher und quantitativer Art ständigen Änderungen unterworfen.

Auch bezüglich einer dritten Komponente, die für eine erfolgreiche aktivistische Politik vorhanden sein müsste, herrscht Ungewissheit. Die Noten-

bank, die Zins- und Wechselkursausschläge dämpfen sowie antizyklisch aktiv sein müsste, hätte sich immer ein zuverlässiges Urteil über die künftige Konjunkturlage zu bilden. Betrachtet man die Abweichungen, die bei Konjunkturprognosen innerhalb der ökonomischen Fachwelt jeweils festgestellt werden, wäre eine Notenbank um eine solche Aufgabe wahrlich nicht zu beneiden. Bedenkt man zudem, dass eine solche – richtige – Prognose so rechtzeitig erstellt werden müsste, dass entsprechende geldpolitische Gegenbewegungen ausgelöst werden könnten, muss die erfolgreiche praktische Durchführbarkeit einer antizyklischen Politik als sehr gering eingestuft werden. Die Gefahr, dass eine auf den Ausgleich der konjunkturellen Schwankungen ausgerichtete Politik die Schwingungen letztlich verschärft, ist auch aus dieser Sicht zweifellos vorhanden.

Um auf den Finanzmärkten erfolgreich Schwingungen dämpfen zu können, müssten auch Marktsignale bezüglich der Wechselkurse und Zinssätze richtig interpretiert werden können. Hier ginge es darum, einen bestimmten Wechselkurs oder Zinssatz als über- oder unterbewertet zu beurteilen. Eine Fehlinterpretation der Marktsignale hätte höchst unerwünschte Folgen für die durchschnittliche Geldversorgung. Würde beispielsweise die eigene Währung fälschlicherweise als vorübergehend überbewertet eingestuft, während es sich in Tat und Wahrheit um eine systematische, das heisst dauernde, Änderung handelte, würde die Notenbank fremde Währung kaufen. Im Vertrauen darauf, dass später nach erfolgter Korrektur der vermeintlichen Überbewertung, eine überhöhte Ausdehnung kompensiert werden könnte, würde in einem solchen Fall die Liquidität überdurchschnittlich ausgedehnt. Da jedoch die Grundsituation falsch eingeschätzt wurde, könnte diese Korrektur nicht stattfinden. Dies wiederum würde zu einer höheren als ursprünglich geplanten Inflation führen. Im gegenteiligen Fall wäre mit einer monetären Unterversorgung zu rechnen, wobei in beiden Fällen auch realwirtschaftliche Effekte von der geldpolitischen Veränderung zu gewärtigen wären. Dass Urteile über Unter- oder Überbewertungen einer Währung mit ausserordentlicher Vorsicht gefällt werden müssen, zeigt sicherlich auch der Kursverlauf des Dollars in letzter Zeit.

Wieweit die veränderten Rahmenbedingungen in den USA eine «berechtigte» Wechselkursanpassung auslösten, wird man wohl erst im Rückblick sagen können, wenn die aktuellen Wechselkursbewegungen mit dem – heute noch nicht bekannten – Trend verglichen werden können. Auch bezüglich der Politik, die Schwingungen auf den Finanzmärkten dämpfen soll, muss demnach festgestellt werden, dass Fehlinterpretationen der Marktsignale mit hoher Wahrscheinlichkeit das langfristige Ziel der Geldpolitik gefährden und unerwünschte realwirtschaftliche Wirkungen hervorrufen würden.

4. Volkswirtschaftliche Kosten einer aktivistischen Geldpolitik

Nach der Rezession der Jahre 1975 und 1976 wurde den entstandenen sozialen Härten mit einem Ausbau verschiedener Institutionen begegnet. Institutionen wie die Arbeitslosenversicherung haben aber auch ihre Kehrseite, indem sie es den Arbeitnehmern erleichtern, Arbeitslosigkeit freiwillig zu wählen; dies wiederum hebt die permanente Arbeitslosigkeit in einer Volkswirtschaft an. Verstärkt nun eine auf falsch interpretierten Marktsignalen aufbauende aktivistische Geldpolitik einen konjunkturellen Einbruch, entsteht die Gefahr, diese permanente Arbeitslosigkeit in unserer Volkswirtschaft zu erhöhen. Dies aber hätte volkswirtschaftliche Kosten in Form von Rückwirkungen auf die dauernde Arbeitslosenquote.

Mehrere Ziele für eine wirtschaftspolitische Behörde erhöhen die Gefahr von Zielkonflikten. Selbst bei korrekter Interpretation der vorliegenden Information könnte sich beispielsweise die Situation ergeben, dass aufgrund der Entwicklung auf dem Devisenmarkt eine Beschleunigung, aufgrund der konjunkturellen Lage aber eine Verlangsamung der Geldmengenexpansion angezeigt wäre. Solche Zielkonflikte verursachen volkswirtschaftliche Kosten in Form erhöhter Unsicherheit, indem die Marktteilnehmer nicht mehr wissen, auf welche Entwicklungen sie sich einstellen müssen. Zudem würden die wirtschaftspolitischen – in unserem Fall die geldpolitischen – Behörden in vielen Umständen aus ihrer Verantwortung entlassen, indem sich bei

einer Vielzahl von Zielen fast jede Massnahme mit irgend einer Zielvorgabe rechtfertigen liesse.

Einer der Gründe, der die Idee einer aktivistischen Geldpolitik attraktiv macht, liegt in der Reduktion der Schwankungen von Wechselkursen und Zinssätzen. Dies aber heisst, das beispielsweise bei einer Fixierung der Wechselkurse die Liquidität des Bankensystems aller Voraussicht nach ausserordentlich stark schwanken würde. Dies hätte jedoch zur Folge, dass es für die Banken äusserst schwierig würde, ihre Reserven zu prognostizieren, wodurch im Durchschnitt mehr Reserven gehalten werden müssten. Eine Wechselkursstabilisierung würde deshalb kaum die Verbesserung der Rahmenbedingungen bringen, die sich die Verfechter dieser Idee davon versprechen. So hätten es beispielsweise die Exporteure wohl leichter, die mit dem Wechselkurs in Zusammenhang stehenden Entschiede zu fällen; viel unsicherer würde hingegen die Verfügbarkeit von Krediten und deren Kosten. Eine Reduktion der Unsicherheit bezüglich einer Grösse würde deshalb die Unsicherheit hinsichtlich anderer Grössen erhöhen.

Seit der Einführung der flexiblen Wechselkurse hat sich immer wieder gezeigt, dass entgegen den ursprünglichen Erwartungen die Wechselkurse dazu tendieren, den Trend nach oben und nach unten zu überschreiten. Dies hängt damit zusammen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen und damit ihre Dispositionen häufig und stark ändern. Die Geldpolitik spielt im Prozess der Erwartungsbildung eine zentrale Rolle. Dabei ist es vor allem der langfristige Kurs, der die langfristigen Inflationserwartungen bestimmt. Eine aktivistische Geldpolitik ist auch in dieser Beziehung problematisch, erschwert sie doch diesen Prozess der Erwartungsbildung. Eine solche Politik hätte ja je nach Konjunkturaussichten und Devisenmarktlage die Geldversorgung der Wirtschaft gegenüber dem Trend zu erhöhen oder zu vermindern. Durch solche Abweichungen vom Trend wird die langfristige Ausrichtung der Geldpolitik verwischt und damit die Interpretation der Politik erschwert. Dadurch werden die Inflationserwartungen volatil und damit die Gefahr des Über- und Unterschliessens der Wechselkurse grösser. Ein solches Über- oder Unterschliessen kann jedoch wiederum dazu führen,

dass Ressourcen falsch eingesetzt würden. Dies wiederum bedeutete volkswirtschaftliche Kosten in der Höhe dieses Fehleinsatzes.

5. Schlussfolgerungen für die Geldpolitik

Zieht man aus dem bisher Gesagten Bilanz, ergibt sich ein eher ernüchterndes Urteil über die Möglichkeiten einer aktivistischen Geldpolitik. Die Schlussfolgerungen, die sich daraus für die Geldpolitik ergeben, werden im folgenden aufgeführt.

Die Geldpolitik sollte erstens nicht mehrere Ziele gleichzeitig verfolgen. Diese Erkenntnis ergibt sich aus dem Umstand, dass auch die Zentralbanken nicht Preise und Mengen zur gleichen Zeit fixieren können sowie aus der unsicheren und variablen Beziehung zwischen den verschiedenen in Frage kommenden Zielen.

Die zweite Schlussfolgerung betrifft die Frage, welche Zielsetzung sich anbietet. Da über die langfristigen Wirkungen der Geldpolitik sehr viel klarere Vorstellungen herrschen als über die kurzfristigen Folgen, bildet ein auf lange Frist angestrebtes Ziel im Normalfall sicherlich die beste Alternative. Da die Geldpolitik den realen Sektor in der Wirtschaft nur vorübergehend beeinflusst, kommt als solches langfristiges Ziel nur eine mit dem Preisniveau zusammenhängende Grösse in Frage. Diese Schlussfolgerung bedeutet eine klare Absage an eine aktivistische Politik.

Eine Geldpolitik, die realwirtschaftliche Effekte in Abrede stellen würde, wäre eine schlechte Geldpolitik. Die Rücksichtnahme auf realwirtschaftliche Effekte ist in zweierlei Beziehung von Bedeutung. So sollten – und dies ist die dritte Schlussfolgerung – drastische Brems- und Beschleunigungsmanöver möglichst vermieden werden. Mit solchen drastischen Kursänderungen würde nämlich die Wirtschaft ständigen Wechselbädern ausgesetzt und die Marktteilnehmer verunsichert. Dies wiederum erschwert die Erwartungsbildung und erhöht damit die Wahrscheinlichkeit starker Wechselkurs- und Zinssatzschwankungen.

Unter Umständen kann die Aufrechterhaltung des langfristigen geldpolitischen Ziels wohl volkswirtschaftliche Erträge in Form einer tiefen Inflationsrate, aber auch sehr hohe volkswirtschaftliche Kosten, zum Beispiel in Form vorübergehend erhöhter Arbeitslosigkeit, verursachen. Als vierte Schlussfolgerung ergibt sich deshalb, dass sich die Geldpolitik vorbehalten muss, in solchen Fällen von ihrem langfristigen Ziel abzuweichen; dabei wäre dann gemäss der ersten Schlussfolgerung die Zielsetzung vorübergehend zu ändern.

Die fünfte Schlussfolgerung berücksichtigt die Unsicherheit, der auch die Zentralbanken bei der Interpretation der Marktsignale gegenüberstehen. Eine Abweichung vom Trend muss klar als solche erkannt werden, damit das langfristig gültige Ziel aufgegeben werden kann. Im Wissen darum, dass es ausserordentlich schwierig ist, ein Über- oder Unterschneiden der Wechselkurse oder Zinssätze zu erkennen, sollte nur auf deutliche Ausreisser reagiert werden. In Übereinstimmung mit der vierten Schlussfolgerung wäre eine solch deutliche Abweichung vom Trend jedoch nicht hinreichend, um einen Kurswechsel der Geldpolitik zu rechtfertigen. Ein solcher Kurswechsel sollte vielmehr erst dann stattfinden, wenn starke reale Effekte und damit hohe volkswirtschaftliche Kosten auftreten.

Allfällige Kurswechsel könnten, so wurde gesagt, nur nach klaren und unmissverständlichen Signalen sowie bei einer kritischen Lage unserer Volkswirtschaft gerechtfertigt werden. Wenn aber ein solcher Kurswechsel durchgeführt würde, müsste er – auch dies wird klar aus dem Gesagten und bildet eine sechste Schlussfolgerung – eindeutig erkenntlich sein. Dies hängt damit zusammen, dass auch der Markt die von den Zentralbanken ausgehenden Signale interpretiert und darauf reagiert. Je klarer nun die von der Notenbank stammenden Signale sind, um so einfacher – Glaubwürdigkeit der Politik vorausgesetzt – die Durchsetzung einer veränderten Zielsetzung. Wenn eine Zentralbank ihren Kurs verändert, wird sie sich deshalb nicht mit kosmetischen Eingriffen begnügen können, sondern den Kurswechsel mit entsprechenden Handlungen unter Beweis stellen müssen. Dabei wird man selbst in Kauf nehmen müssen, dass der Markt nicht mehr an das langfristige Ziel glaubt.

Der Erfolg der Geldpolitik hängt entscheidend von den Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich dieser Politik ab. Die Marktteilnehmer müssen deshalb nicht nur wissen, wann ein Kurswechsel stattfindet, sie müssen auch beurteilen können, wann die bisherige Linie beibehalten wird. Die Zentralbanken sind deshalb gemäss einer siebten Schlussfolgerung gut beraten, wenn sie dafür sorgen, dass die von ihnen ausgehenden Signale vom Markt eindeutig interpretiert werden können. Demnach wäre es nicht nur wichtig, einen Kurswechsel zu signalisieren, es müsste auch die Beibehaltung des Kurses klar erkannt werden können.

6. Die schweizerische Geldpolitik der letzten Jahre

Seit zwölf Jahren ist die Schweizerische Nationalbank in der Lage, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben; vorher hatte sie die vereinbarten Wechselkurse zu verteidigen und die resultierende Geldmenge zu akzeptieren. Vor dem Hintergrund der eben abgeleiteten Grundsätze möchte ich die Geldpolitik in dieser Periode etwas näher ansehen.

Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen hat sich die Nationalbank klar auf ein Ziel, die Preisniveaustabilität, festgelegt. Dieses Ziel wurde mit der Formulierung von Geldmengenzielen zu erreichen versucht. Preisniveaustabilität erfordert, dass die Geldmenge ungefähr gleich stark wachsen sollte wie die Wirtschaft expandiert. Seit 1975 wurden mit Ausnahme des Jahres 1979 Geldmengenziele zwischen 3% und 6% festgelegt. Die erste und zweite der vorhin abgeleiteten Schlussfolgerungen lauteten, dass ein Ziel der Geldpolitik, und zwar ein langfristiges, formuliert werden sollte. Diese Forderungen hat die schweizerische Geldpolitik erfüllt. Angesichts der angeführten Unsicherheiten über die zeitlichen und quantitativen Zusammenhänge muss man sich allenfalls fragen, ob die Festlegung von jährlichen Geldmengenzielen nicht zu Gunsten eines anzustrebenden Trendwachstums aufgegeben werden sollte.

Dass die Nationalbank realwirtschaftliche Effekte ihrer Politik berücksichtigt, stellte sie verschied-

entlich unter Beweis. Dies wurde beispielsweise bei der Festlegung der jeweiligen Geldmengenziele klar. Im Bestreben, die Wirtschaft vor allzu drastischen Geldschocks zu bewahren, wurden die anvisierten Expansionsraten nie stärker als um einen Prozentpunkt von Jahr zu Jahr verändert. Zudem wurde immer auch die aktuelle konjunkturelle Situation berücksichtigt. Betrachtet man allerdings die dann effektiv erreichten Werte, stellt man einige markante Zacken in der Geldmengenentwicklung fest. Vor allem die Politik der Jahre 1972 bis 1974, in denen das Wachstum der Geldmenge von 18% pro Jahr auf null Prozent gedrückt wurde, war sehr brüsk. Das drastische Bremsmanöver, das mitverantwortlich dafür war, dass unser Land in der Folge den stärksten Wachstumseinbruch aller OECD-Staaten erlitt, würde man wohl heute – unter veränderten Bedingungen – nicht mehr wiederholen.

Zu Abweichungen von einer Politik der Preisniveaustabilisierung musste man sich im Jahre 1978 entschliessen. Damals hatte sich der Schweizerfranken gegenüber der D-Mark innerhalb von neun Monaten um 25% aufgewertet, gegenüber dem Dollar sogar um 35%. Da ein Andauern dieses enormen Verlusts an Konkurrenzfähigkeit massive Beschäftigungsfolgen für unsere Wirtschaft gehabt hätte, wurde vorübergehend ein Wechselkursziel für die Geldpolitik festgelegt. Für diesen Zielwechsel waren demnach reale Effekte, die bei einer Fortsetzung des vorhergehenden Kurses eingetreten wären, verantwortlich. In der Dosierung der Korrektur, so stellte man hinterher fest, war man allerdings etwas zu grosszügig verfahren. Die von der Nationalbank eingeleitete Wende wurde nämlich ohne weiteres Zutun vom Markt fortgesetzt, und die massive Geldvermehrung hatte eine wesentlich höhere Inflationsrate zur Folge, als man ursprünglich angenommen hatte. 1974 waren es also die realen Effekte, vier Jahre später die Preisniveaueffekte, die man unterschätzt hatte.

Im Anschluss an den geldpolitischen Kurswechsel im Herbst 1978 wurde das von der Notenbank anvisierte Geldmengenziel geändert. Während man früher die für das Wirtschaftsgeschehen relevante Geldmenge M_1 in den Mittelpunkt stell-

te, wird heute die sehr viel besser steuer- und prognostizierbare Notenbankgeldmenge als Richtschnur gewählt. Diese Änderung erlaubt auch eine bessere Interpretation der Notenbankpolitik durch die Marktteilnehmer. Früher wusste man nämlich nicht genau, wieweit Abweichungen vom Ziel durch eine Politikänderung und wieweit durch nicht beeinflussbare Faktoren bedingt waren; heute können solche Abweichungen recht eindeutig mit dem Verhalten der Nationalbank in Verbindung gebracht werden. Der Wechsel in der Technik brachte deshalb eine Vereinfachung in der Interpretierbarkeit der Geldpolitik.

Die Episode mit dem vorübergehenden Wechsel von einem Geldmengen- zu einem Wechselkursziel im Herbst 1978 verdeutlicht weitere Eigenschaften der schweizerischen Geldpolitik. Es zeigte sich, dass die Nationalbank nur bereit ist, auf sehr klare Marktsignale zu reagieren. Es wurde damit auch unter Beweis gestellt, dass man eine Politik, die geringe Abweichungen auf den Finanzmärkten korrigieren soll, als nicht opportun ansieht. Solche Änderungen wurden aber, vor allem in den letzten Jahren, bekanntgegeben. Diese Politik deckt sich demnach mit den vorhin gezogenen Schlussfolgerungen, dass Änderungen der Geldpolitik nur aufgrund sehr klarer Marktsignale vorgenommen werden sollten, dass dann aber die geldpolitischen Behörden ihrerseits solche Änderungen gegenüber den Marktteilnehmern klar signalisieren sollten.

Bereits im Jahr 1980 wurde wiederum die längerfristige Ausrichtung der Geldpolitik betont. Nicht zuletzt unter dem Eindruck eines schwachen Frankens und steigender Inflationsraten wurde die Notenbankgeldmenge vermindert. Bezüglich dieser Episode muss man sich fragen, ob nicht angesichts der realen Effekte wiederum ein etwas zu drastisches Bremsmanöver durchgeführt wurde.

In letzter Zeit hat der amerikanische Dollar eine markante Höherbewertung erfahren. Es sind sogar deutliche Anzeichen für ein Überschiessen zu verzeichnen, seien dies nun die nach verschiedensten Methoden errechneten realen Wechselkursindizes oder die ständig neue Rekorde erzielenden Ertragsbilanzdefizite der Ver-

einigten Staaten. Trotzdem hat die Nationalbank bisher kaum auf diese Situation reagiert. Der Grund ist darin zu sehen, dass unser Land durch die Dollarstärke nicht in eine kritische Lage gebracht wurde; auch die Preisniveaueffekte, die normalerweise mit einem starken Dollar verbunden sind, haben sich bis jetzt wegen der fallenden Rohstoffpreise nur schwach bemerkbar gemacht. Die mit einem Eingreifen verbundene Verschärfung des geldpolitischen Kurses könnte jedoch bei der labilen konjunkturellen Situation, in der wir uns befinden, durchaus zu einer kritischen Lage führen. Hier hat man getreu dem Grundsatz gehandelt, dass ohne sehr guten Grund keine geldpolitische Kursänderung vorgenommen werden sollte.

Die Schweizerische Nationalbank hat sich in den letzten Jahren ein grosses Vertrauenspotential aufgebaut. Dadurch, dass man gesagt hat, was man tut und getan hat, was man sagt, wurde den Marktteilnehmern Sicherheit über den eingeschlagenen Kurs vermittelt. Durch diese Sicherheit werden Einzelbeobachtungen zur Interpretation der Geldpolitik verhältnismässig unwichtig. Dies erklärt auch, warum beispielsweise die Märkte im allgemeinen sehr gelassen reagieren, wenn die Geldmenge in der Schweiz sich unerwartet verändert hat. In den USA hingegen, wo diese Sicherheit bezüglich der Geldpolitik nicht besteht, stellt man in solchen Fällen oft geradezu hysterische Reaktionen fest. Dieser Unterschied beruht sicherlich wesentlich darauf, dass in der Schweiz – entsprechend den beiden letzten erwähnten Schlussfolgerungen – nicht nur über Änderungen, sondern auch über die Konstanz der Politik klar informiert wurde.

Es zeigt sich an diesen wenigen Episoden, dass die schweizerische Geldpolitik mit den von ihr verfolgten Grundsätzen sehr viel einfacher und weniger ambitiös als diejenige vieler anderer Zentralbanken ist. Vielleicht sind es gerade diese Eigenschaften, die – trotz einiger Einschränkungen – den vergleichswisen Erfolg dieser Politik in den letzten Jahren wesentlich mitbestimmt haben.

La demande de monnaie en Suisse: Aspects divers

Ulrich Kohli*

Depuis dix ans maintenant, la Banque nationale poursuit une politique monétaire visant à abaisser graduellement le taux d'inflation en Suisse. Au cours des deux dernières décennies, la recherche économique a démontré que l'inflation est avant tout la conséquence d'une création monétaire excessive. Le principe directeur de notre politique monétaire dès lors est que, tout en veillant à fournir suffisamment de liquidités à l'économie de manière à ne pas entraver son fonctionnement, la BNS doit s'efforcer à moyen et long terme de ne pas augmenter la masse monétaire au-delà de ce qui est compatible avec un taux d'inflation nul. De manière à ne pas infliger de choc trop rude à l'économie suisse, la BNS a opté pour une approche gradualiste. En particulier, elle a toujours insisté sur le fait que son action ne peut avoir d'effets tangibles que si elle se poursuit sur une période suffisamment longue. Ainsi, mis à part la période agitée de 1979-1980, la BNS se fixe chaque année un objectif de croissance monétaire. Le taux de croissance visé a baissé progressivement: de 6% qu'il était en 1975, il a été ramené à 3%, l'objectif de 1985. Nous nous rapprochons ainsi du taux de croissance monétaire compatible à long terme avec la stabilité des prix, taux que la BNS estime, dans la situation présente, être de l'ordre de 2 à 2,5%.

Lors de la fixation d'un objectif monétaire, qu'il soit annuel ou à long terme, une banque centrale doit évaluer les besoins en liquidités de l'économie. Pour ce faire, la BNS agit en deux étapes. D'une part, elle fait une prévision quant à la progression à court et à moyen terme des principales variables économiques susceptibles d'influencer le besoin en liquidités dans notre pays. Ensuite, elle évalue le besoin de liquidités qui correspond précisément à cette évolution. Lors de cette deuxième étape, le concept de la demande de monnaie est un apport précieux. La fonction de demande de monnaie est une rela-

tion quelque peu abstraite qui vise à expliquer le volume de monnaie que le public désire détenir au moyen d'un certain nombre de variables économiques, telles le produit national, le niveau des prix et les taux d'intérêt. Il arrive souvent que l'on donne une représentation mathématique à cette relation, dont les paramètres peuvent alors être évalués au moyen de techniques statistiques. La théorie économique nous enseigne qu'une hausse de revenu entraîne, *ceteris paribus*, un accroissement de la demande de monnaie, mais elle n'est guère à même de prévoir la relation quantitative entre ces deux variables. La demande de monnaie augmente-t-elle au même rythme que le revenu, ou tend-elle à croître plus rapidement, ou au contraire plus lentement, que cette variable? Une hausse des taux d'intérêt suscite, en principe, une baisse de la demande de monnaie (puisque le coût de détention de celle-ci s'en trouve augmenté), mais dans quelles proportions? Telles sont quelques-unes des questions auxquelles il faut tenter de porter une réponse si on veut évaluer les besoins effectifs en liquidités de l'économie dans le but d'éviter un approvisionnement excessif ou, au contraire, trop parcimonieux.

L'estimation de fonctions de demande de monnaie est par conséquent une tâche qui est toujours d'actualité dans le service d'études de toute banque centrale. Dernièrement, nous avons présenté des résultats récents à ce sujet¹. Les fonctions de demande que nous avons estimées pour différents agrégats correspondaient de près à nos anticipations et aux résultats obtenus à l'étranger. Il en ressortait, par exemple, que, dans le cas de la base monétaire et à long terme, la demande de monnaie augmente à peu près au même rythme que le PNB réel. Ainsi, à long terme et à défaut de déplacement de la demande de monnaie, la croissance du revenu exerce la principale influence sur le besoin en liquidités; la BNS estime que le poten-

* Service d'études de la Banque nationale suisse

¹ Voir Kohli (1984).

tiel de croissance de l'économie suisse est de 2 à 2,5% au plus, ce qui se traduit par un objectif monétaire à long terme du même ordre de grandeur. D'autre part, il apparaît qu'une hausse de un pour-cent des taux d'intérêt à court terme engendre une baisse de la demande de l'ordre de 7%. Nous avons établi également que l'effet d'une variation de revenu ou de taux d'intérêt était loin d'être immédiat; en fait, l'ajustement est plutôt lent et peut se poursuivre sur plusieurs années. Enfin, il s'avère que le passage aux changes flottants en 1973 a entraîné une baisse notable de la demande de monnaie.

Bien que ces résultats soient dans l'ensemble très satisfaisants, il reste un certain nombre d'aspects techniques qui ne furent pas abordés dans notre étude précédente. Nous pensons, par exemple, à la question de l'homogénéité par rapport aux prix (le niveau des prix a-t-il une influence quelconque sur la quantité réelle de monnaie que le public désire détenir?), au rôle des anticipations en matière de taux de change, à la possibilité d'un déplacement progressif de la demande de monnaie, à la forme mathématique de la fonction elle-même, etc. Bien que bon nombre de ces questions puissent paraître plutôt ésotériques au lecteur non averti, ces questions n'en sont pas moins importantes pour la conduite de la politique monétaire. En effet, on imagine aisément le danger qu'il y aurait à trop vouloir se fier à une formulation qui ne donnerait en fait qu'une représentation très déformée et inexacte de la réalité.

Dans un but de clareté, cette étude se borne à examiner la spécification de la monnaie de base, mais en fait nous avons vérifié que l'utilisation de l'agrégat M_1 donne des résultats très semblables dans la plupart des cas. Sans vouloir trop entrer ici dans les détails, contentons-nous de préciser que nos conclusions antérieures se trouvent pour la partie essentielle confirmées par les résultats de cette étude, et la spécification que nous avons adoptée a bien résisté aux différents tests auxquels nous l'avons soumise.

En particulier, les résultats de cette étude confirment l'opinion de la BNS que, dans les conditions présentes, une croissance de la base monétaire de l'ordre de 2 à 2,5% est à même

d'assurer la stabilité des prix à moyen et long terme.

Le point de départ de cette étude, et de chaque question que nous aborderons, est la fonction de demande que nous avons estimée pour la base monétaire lors de notre étude précédente:

$$\log(M/P) = -0,497 + 0,362 \log(Y/P) - 0,025r \\ (-0,55) \quad (4,24) \quad (-4,99) \\ - 0,070\Theta + 0,636 \log(M/P)_{-1} \quad (1) \\ (-2,77) \quad (4,77)$$

$$\bar{R}^2 = 0,9109 \quad h = -1,07 \quad SEE = 0,0382.$$

Y est le produit national brut nominal, P est le déflateur du PNB, r est le taux d'intérêt sur les dépôts à trois mois auprès des grandes banques et Θ est une variable de déplacement qui caractérise le régime de taux de change; \bar{R}^2 est le coefficient de détermination corrigé pour le degré de liberté, h est la statistique de Durbin, et SEE est l'erreur type de l'estimation. Les statistiques t sont indiquées entre parenthèses. La fonction fut estimée avec des données annuelles pour la période 1959–1983 par la méthode des moindres carrés.

Les questions suivantes sont traitées ci-dessous:

1. Estimation non-linéaire des paramètres
2. Homogénéité par rapport aux prix et au revenu
3. Le rôle du revenu permanent
4. Ajustement réel et ajustement nominal
5. Choix d'une forme fonctionnelle
6. Mesure du taux d'intérêt, du revenu et du niveau des prix
7. Anticipations en matière de taux de change
8. Simultanéité de l'offre et de la demande
9. Déplacement de la demande de monnaie
10. Stabilité
11. Prévisions

Nos conclusions figurent dans la dernière partie de l'étude.

1. Estimation non-linéaire de la fonction de demande de monnaie

La fonction de demande (1) ci-dessus est basée

sur l'hypothèse d'un ajustement partiel de la demande effective. Nous supposons la fonction de demande désirée suivante:

$$\log(m^*) = \alpha + \beta \log(y) + \gamma r + \delta \Theta \quad (2)$$

où m^* est la demande de monnaie réelle désirée, et y est le revenu réel ($y = Y/P$). Par hypothèse, $\beta > 0$; $\gamma < 0$. Soit m la demande de monnaie réelle effective ($m = M/P$). Nous postulons le processus d'ajustement suivant:

$$\log(m) = \lambda \log(m^*) + (1-\lambda) \log(m_{-1}) \quad (3)$$

$0 < \lambda \leq 1$.

Substituant (2) dans (3), nous obtenons la fonction de demande effective:

$$\log(m) = \alpha\lambda + \beta\lambda \log(y) + \gamma\lambda r + \delta\lambda\Theta + (1-\lambda) \log(m_{-1}). \quad (4)$$

La fonction (4) est non-linéaire par rapport à ses paramètres, mais elle peut être linéarisée sans difficultés:

$$\log(m) = a + b \log(y) + cr + d\Theta + k \log(m_{-1}) \quad (5)$$

où $b = \beta\lambda$, $c = \gamma\lambda$ et $k = 1 - \lambda$.

(5) peut alors être estimée par la méthode des moindres carrés, ainsi que nous l'avons fait pour obtenir (1). Les paramètres structurels peuvent être obtenus au moyen d'un simple calcul. Pour β , par exemple, il nous suffit de diviser 0,362 [le coefficient de $\log(y)$] par un moins 0,636 [le coefficient de $\log(m_{-1})$]. Nous obtenons ainsi une valeur de 0,995. Cette manière de procéder n'est cependant pas très commode. De plus, on n'obtient qu'une estimation ponctuelle des coefficients. Le calcul des écarts types et des statistiques t est nettement moins aisé et fait intervenir les variances et covariances des coefficients en cause. Il paraît dès lors plus simple, si on s'intéresse aux coefficients structurels, d'estimer (4) directement à l'aide d'une méthode d'estimation non-linéaire. La méthode que nous avons retenue est la méthode du maximum de vraisemblance. Les valeurs estimées des paramètres structurels et leurs statistiques t sont indiquées dans le tableau 1.

On peut constater que les valeurs des paramètres figurant au tableau 1 ne diffèrent guère des

Tableau 1: Estimation non-linéaire: paramètres structurels

Paramètres	Valeurs ponctuelles	Erreurs types	Statistiques t
α	-1,366	2,843	-0,48
β	0,996	0,261	3,82
γ	-0,070	0,027	-2,57
δ	-0,194	0,116	-1,67
λ	0,364	0,133	2,72

LL = 48,92
(LL: logarithme de la fonction de vraisemblance)

valeurs obtenues par le calcul indirect. (Pour β , par exemple, nous obtenons une valeur de 0,996.) Le tableau 1 n'en est pas moins utile puisqu'y figurent les écarts types et les statistiques t des paramètres (valeurs asymptotiques). Nous constatons que le signe de β , γ et λ est déterminé de façon très significative.

2. Homogénéité par rapport au revenu et aux prix

Deux questions qui se posent souvent dans le contexte de la demande de monnaie concernent l'homogénéité de celle-ci, homogénéité de degré un par rapport au revenu, et homogénéité de degré zéro par rapport aux prix.

La demande de monnaie est souvent supposée être homogène de degré un (élasticité unitaire) par rapport au revenu dans des études théoriques, ceci généralement à des fins de simplification.² Certains modèles théoriques suggèrent cependant des élasticités inférieures à un (de l'ordre de 0,5), alors que d'autres prévoient au contraire une élasticité nettement supérieure à l'unité.³

La question peut être examinée empiriquement au moyen d'un test statistique. La méthode que nous utilisons est le test de vraisemblance.⁴ Le

² Voir Cagan (1956) par exemple.

³ Voir Baumol (1952) et Friedman (1959) respectivement.

⁴ Le double de la baisse du logarithme de la fonction de vraisemblance a une distribution chi-carrée avec pour degré de liberté le nombre de contraintes imposées. On pourrait également procéder à un test de Fisher sur la base de l'équation (1).

Tableau 2: Homogénéité par rapport au revenu et aux prix: tests de vraisemblance

	Hypothèse	df	Statistique	$\chi^2_{0,90}$	$\chi^2_{0,95}$
1.	$\beta = 1$	1	0,0004	2,71	3,84
2.	$\varphi = 0$	1	0,07	2,71	3,84

(df: degré de liberté)

résultat du test figure au tableau 2. Ainsi qu'on pouvait s'y attendre au vu de l'estimation ponctuelle de β , l'hypothèse d'une élasticité unitaire par rapport au revenu ne peut pas être rejetée à un niveau de confiance de 95%.

La demande de monnaie réelle est presque toujours supposée être homogène de degré zéro par rapport aux prix.⁵ Cela revient à dire que les agents économiques déterminent leurs encaisses réelles indépendamment du niveau des prix. Tout autre comportement révélerait l'existence d'une illusion monétaire. Cette hypothèse n'est pourtant que rarement testée.⁶ Nous pouvons examiner cette question en introduisant le logarithme du niveau des prix comme variable supplémentaire dans la fonction de demande désirée (2). Ainsi:

$$\log(m^*) = \alpha + \beta \log(y) + \gamma r + \varphi \log(P) + \delta \Theta. \quad (6)$$

La demande de monnaie effective, quant à elle, devient:

$$\log(m) = \alpha\lambda + \beta\lambda \log(y) + \gamma\lambda r + \varphi\lambda \log(P) + \delta\lambda\Theta + (1-\lambda) \log(m_{-1}). \quad (7)$$

Bien entendu, (7) est équivalent à (4) lorsque $\varphi = 0$. Le résultat du test correspondant figure en deuxième ligne du tableau 2. Ainsi qu'on peut le constater, l'hypothèse d'absence d'illusion monétaire ne peut pas être rejetée au niveau de confiance de 95%.

3. Le rôle du revenu permanent

Il est bien connu qu'une fonction de demande de monnaie telle que (4) porte une certaine ressemblance avec une fonction de demande basée sur la théorie du revenu permanent.⁷ Dès lors se pose la question de savoir si, plutôt que de fonder notre analyse sur l'hypothèse d'un ajuste-

ment partiel caractérisé par (3), il n'aurait pas été préférable de choisir la théorie du revenu permanent comme point de départ.

Supposons que la demande de monnaie effective soit une fonction du revenu permanent (y_p), du taux d'intérêt et de la variable de déplacement (Θ):

$$\log(m) = \alpha + \beta \log(y_p) + \gamma r + \delta \Theta. \quad (8)$$

Le revenu permanent est généralement mesuré de la façon suivante:⁸

$$\log(y_p) = \mu \sum_{i=0}^{\infty} (1-\mu)^i \log(y_{-i}) \quad 0 < \mu \leq 1. \quad (9)$$

où y , comme précédemment, est le revenu réel mesuré. Faisant usage de (9) dans (8), la demande de monnaie effective peut être exprimée comme une fonction de variables observables exclusivement:⁹

$$\log(m) = \alpha\mu + \beta\mu \log(y) + \gamma r - \gamma(1-\mu)r_{-1} + \delta\Theta - \delta(1-\mu)\Theta_{-1} + (1-\mu) \log(m_{-1}). \quad (10)$$

On voit immédiatement que (10) est identique à (4), si ce n'est pour la présence dans (10) de valeurs retardées de r et Θ . On constate également que les paramètres de (10) sont sur-identifiés; cela ne présente cependant guère de difficultés si l'équation est estimée par une méthode non-linéaire. Nous rapportons dans le tableau 3 les valeurs des paramètres de l'équation (10) estimées par la méthode du maximum de vraisemblance. Tous les paramètres ont le signe anticipé. La valeur de μ est relativement faible impliquant ainsi un ajustement assez lent des anticipations en matière de revenu. L'élasticité par rapport au revenu est nettement inférieure à la valeur obtenue sur la base du modèle d'ajustement partiel, et l'on constate que l'effet du taux d'intérêt sur la demande de monnaie est sensiblement plus faible (quoique demeurant significatif) que dans le cas de l'équation (4). La remar-

⁵ Cela revient à dire que la demande de monnaie nominale est linéairement homogène par rapport au niveau des prix.

⁶ Voir Meltzer (1965) et Goldfeld (1973) cependant.

⁷ Voir Friedman (1959).

⁸ Notons que nous utilisons une approximation en logarithmes.

⁹ Voir Feige (1967) et Kohli (1981).

Tableau 3: Hypothèse du revenu permanent: valeur des paramètres

Paramètres	Valeurs ponctuelles	Erreurs types	Statistiques t
α	2,120	1,935	1,10
β	0,672	0,172	3,91
γ	-0,018	0,006	-2,79
δ	-0,093	0,057	-1,62
μ	0,341	0,165	2,07

LL = 43,88

que la plus importante, cependant, concerne la valeur de la fonction de vraisemblance. On constate en effet que son logarithme (LL) est moins élevé que dans le cas de la fonction (4), et ce bien que le nombre de paramètres soit le même dans les deux cas. Il semble donc que la théorie de l'ajustement partiel soit mieux à même d'expliquer la détermination des encaisses réelles que la théorie du revenu permanent dans le cas de la Suisse en ce qui concerne la base monétaire, encore que l'emploi de données trimestrielles (Kohli, 1985b) semble plutôt donner raison à la formulation (10).

4. Ajustement réel et ajustement nominal

En cas d'absence d'illusion monétaire, les agents économiques déterminent leurs encaisses réelles désirées en fonction de variables réelles exclusivement. Cette démarche est représentée par la fonction (2) ci-dessus. Une question qui se pose cependant concerne le processus d'ajustement: l'ajustement se fait-il en termes réels ou en termes nominaux? Jusqu'à présent, nous avons supposé un ajustement en termes réels [le processus est décrit par (3)], mais l'ajustement en termes nominaux mérite d'être envisagé.

Nous pouvons stipuler un ajustement nominal de la manière suivante:

$$\log(M) = \kappa \log(M^*) + (1-\kappa) \log(M_{-1})$$

$$0 < \kappa \leq 1. \quad (11)$$

M est la masse monétaire nominale effective, et M^* est la demande de monnaie nominale désirée. Le processus d'ajustement décrit par (11)

peut être réécrit en termes réels de la manière suivante:

$$\log(m) = \kappa \log(m^*) + (1-\kappa) \log(m_{-1}) - (1-\kappa) \log(P/P_{-1}). \quad (12)$$

La différence entre l'hypothèse de l'ajustement en termes nominaux et en termes réels [c'est-à-dire la différence entre (12) et (3)] apparaît immédiatement sous la forme d'un terme supplémentaire dans (12) qui reflète l'effet du changement du niveau des prix sur les encaisses réelles effectives.

Après avoir substitué (2) dans (12), nous obtenons la demande de monnaie suivante:

$$\log(m) = \alpha\kappa + \beta\kappa \log(y) + \gamma\kappa r + \delta\kappa\Theta + (1-\kappa) \log(m_{-1}) - (1-\kappa) \log(P/P_{-1}). \quad (13)$$

Cette fonction est estimée, une fois encore, par la méthode du maximum de vraisemblance (afin d'obtenir directement les valeurs des paramètres structurels). Nos résultats figurent au tableau 4. On constate que tous les paramètres ont le signe prévu. Les ordres de grandeur sont semblables à ceux qui figurent au tableau 1 (ajustement réel), bien que l'élasticité du revenu soit légèrement supérieure. Il convient de noter, cependant, que la valeur du logarithme de la fonction de vraisemblance est quelque peu plus faible dans le cas de la fonction (13). On peut donc en conclure que, bien que (11) soit plausible du point de vue statistique, l'ajustement décrit par (3) est plus vraisemblable. A cela, il faut ajouter le fait que le processus d'ajustement nominal ne peut guère être justifié du point de vue économique en période de contrôle monétaire (Laidler, 1982).

Tableau 4: Ajustement nominal: valeur des paramètres

Paramètres	Valeurs ponctuelles	Erreurs types	Statistiques t
α	-2,582	3,447	-0,75
β	1,110	0,318	3,49
γ	-0,064	0,024	-2,61
δ	-0,231	0,136	-1,70
κ	0,372	0,137	2,71

LL = 48,38

5. Choix d'une forme fonctionnelle

La forme fonctionnelle que nous avons retenue, à savoir la fonction semi-logarithmique, le fut exclusivement pour des raisons de simplicité. Certes, la forme semi-logarithmique a été maintes fois éprouvée lors de travaux empiriques et elle présente des avantages certains en ce qui concerne l'interprétation de ses coefficients, mais notre choix n'en est pas moins arbitraire. Même si l'on ne veut pas s'aventurer en direction de formes plus compliquées, on aurait pu légitimement choisir une forme linéaire simple, ou une forme linéaire en logarithmes.¹⁰ L'adoption d'une forme linéaire équivaldrait à remplacer les logarithmes de la masse monétaire et du revenu réel par leurs valeurs absolues. La forme linéaire logarithmique reviendrait à utiliser le logarithme du taux d'intérêt plutôt que le taux lui-même.

Les formes semi-logarithmiques et logarithmiques peuvent facilement être comparées. Estimant la forme logarithmique par la méthode des moindres carrés, nous obtenons:

$$\log(m) = -0,415 + 0,399 \log(y) - 0,083 \log(r) - 0,085\Theta + 0,585 \log(m_{-1}) \quad (14)$$

$(-0,54) \quad (5,42) \quad (-6,51)$
 $(-3,88) \quad (5,12)$

$$\bar{R}^2 = 0,9359 \quad h = -1,36 \quad SEE = 0,0324.$$

Si nous comparons (14) et (1), nous voyons que les résultats sont très semblables. (14) implique une élasticité de revenu à long terme proche de un et l'élasticité à long terme par rapport au taux d'intérêt est de $-0,205$. On constate que le pouvoir explicatif de la forme logarithmique est légèrement supérieur à celui de la forme semi-logarithmique. En effet, le R-carré ajusté est quelque peu supérieur dans le premier cas; de même, l'erreur type de l'estimation (SEE) est plus petite dans le cas de la forme logarithmique.

La comparaison des formes linéaire et semi-logarithmique est moins aisée puisque la variable dépendante n'est pas la même dans les deux cas. Heureusement, il existe une méthode qui rend la comparaison possible, et qui permet même de tester la validité des deux spécifica-

Tableau 5: Estimation Box-Cox: valeur des paramètres¹

Paramètres	Forme générale	Forme semi-logarithmique	Forme linéaire
a	-0,834 (-3,13)	-0,479 (-0,55)	1251,4 (0,93)
b	0,761 (4,05)	0,363 (4,24)	0,078 (4,51)
c	-0,0002 (-4,69)	-0,025 (-4,99)	-447,16 (-5,37)
d	-0,001 (-2,50)	-0,070 (-2,77)	-1351,6 (-3,18)
k	0,656 (4,84)	0,636 (4,77)	0,607 (4,59)
η	-0,500	0	1
LL	-191,81	-191,97	-193,38

¹ Statistiques t entre parenthèses

tions. La forme linéaire et la forme semi-logarithmique peuvent en effet être considérées toutes deux comme des cas particuliers d'une fonction plus générale, la forme Box-Cox.¹¹ Cette dernière est basée sur la transformation suivante:

$$h(x, \eta) = (x^\eta - 1)/\eta \quad (15)$$

où x est une variable positive. Or, il se trouve que:

$$h(x, 0) = \log(x) \quad (16)$$

$$h(x, 1) = x - 1. \quad (17)$$

Soit la fonction de demande de monnaie suivante:

$$h(m, \eta) = a + bh(y, \eta) + cr + d\Theta + kh(m_{-1}, \eta). \quad (18)$$

On voit immédiatement que (18) contient comme cas particuliers la forme linéaire (lorsque $\eta = 1$) et la forme semi-logarithmique (lorsque $\eta = 0$).

Nous avons estimé la fonction (18) par la méthode du maximum de vraisemblance, tout d'a-

¹⁰ La forme log-linéaire n'avait pas été utilisée par Kohli (1984) car certaines équations contenaient une variable indépendante (le taux d'inflation) qui n'était pas toujours strictement positive. Il est évident également que la variable de déplacement (Θ) ne peut pas être transformée.

¹¹ Voir White (1972) par exemple.

bord sans imposer de contrainte en ce qui concerne η , et ensuite tour à tour en fixant η à zéro et à un. Les résultats de ces estimations figurent au tableau 5. Les valeurs des coefficients apparaissant dans la colonne du milieu sont bien sûr identiques à celles de (1) puisqu'il s'agit là de la forme semi-logarithmique. Notre intérêt cependant se porte sur les valeurs du logarithme de la fonction de vraisemblance (LL). On voit que cette valeur est nettement plus élevée pour la forme semi-logarithmique que pour la forme linéaire.¹² D'autre part, il apparaît que par rapport à la forme générale, la forme semi-logarithmique ne peut pas être rejetée, alors que la forme linéaire doit l'être à un niveau de confiance de 90%, bien qu'elle ne puisse pas l'être avec une probabilité de 95%.¹³

6. Mesure du taux d'intérêt, du revenu et du niveau des prix

Comme il est indiqué plus haut, le taux d'intérêt

contenu dans (1) est mesuré par le taux de rendement des dépôts à trois mois auprès des grandes banques, alors que la variable d'activité correspond au PNB réel. Le déflateur du PNB lui-même est utilisé dans le calcul de m . Le choix de ces mesures est quelque peu arbitraire et on aurait pu en sélectionner d'autres. C'est pourquoi nous avons procédé à la réestimation de (1) en utilisant les mesures suivantes:

taux d'intérêt:

r = taux de rendement des dépôts à trois mois auprès des grandes banques

r_{EU} = taux de rendement des dépôts euro-francs à trois mois

niveau d'activité:

y = PNB réel

y_Z = PIB réel

y_D = demande finale réelle (PIB plus les importations)

y_C = consommation réelle.

Tableau 6: Valeur des paramètres pour différentes mesures du taux d'intérêt et du niveau d'activité¹

Var. dép.	const.	log (y)	log (y _Z)	log (y _D)	log (y _C)	log (y _N)	r	r _{EU}	Θ	Var. dép. retard.	\bar{R}^2	h	SEE
log (m)	-0,497 (-0,55)	0,362 (4,24)					-0,025 (-4,99)		-0,070 (-2,77)	0,636 (4,77)	0,9109	-1,07	0,0382
log (m)	-0,482 (-0,49)	0,366 (3,90)						-0,017 (-4,31)	-0,073 (-2,65)	0,630 (4,36)	0,8963	-0,04	0,0412
log (m _Z)	-0,602 (-0,65)		0,364 (4,09)				-0,025 (-4,85)		-0,068 (-2,71)	0,646 (4,76)	0,9057	-0,61	0,0386
log (m _Z)	-0,590 (-0,59)		0,369 (3,79)					-0,017 (-4,20)	-0,071 (-2,61)	0,637 (4,35)	0,8910	-0,03	0,0415
log (m _D)	-0,316 (-0,41)			0,419 (4,93)			-0,030 (-5,87)		-0,070 (-2,59)	0,542 (4,09)	0,9443	-0,71	0,0384
log (m _D)	-0,350 (-0,41)			0,411 (4,44)				-0,020 (-5,11)	-0,074 (-2,49)	0,554 (3,85)	0,9343	0,10	0,0417
log (m _C)	-0,800 (-1,05)				0,444 (4,78)		-0,026 (-5,28)		-0,102 (-3,93)	0,597 (4,80)	0,9329	-0,66	0,0383
log (m _C)	-0,901 (-1,10)				0,436 (4,41)			-0,017 (-4,72)	-0,106 (-3,82)	0,616 (4,66)	0,9239	-0,21	0,0408
log (m _N)	-0,528 (-0,47)					0,383 (4,01)	-0,026 (-4,92)		-0,064 (-2,48)	0,614 (4,80)	0,7743	-0,44	0,0396
log (m _N)	-0,369 (-0,30)					0,381 (3,64)		-0,017 (-4,23)	-0,065 (-2,31)	0,594 (4,27)	0,7367	0,27	0,0428

¹ Statistiques t entre parenthèses

Le choix de la variable d'activité dicte le choix du déflateur dans le calcul des encaisses réelles. Nous avons ainsi quatre mesures de la masse monétaire réelle, à savoir m , m_Z , m_D et m_C . Nous avons donc 8 combinaisons possibles si nous voulons sélectionner à la fois le taux d'intérêt et le niveau d'activité [y compris la formulation qui correspond à l'équation (1)]. Nous avons réestimé (1) pour chacune de ces combinaisons. Nos résultats figurent au tableau 6 [la première ligne correspond à l'équation (1)].

Pour terminer, nous avons également procédé à l'estimation de (1) en utilisant pour m et y les encaisses réelles et le revenu (PNB réel) par habitant. (Les variables correspondantes sont dénotées m_N et y_N). Les résultats de cette estimation, pour les deux mesures du taux d'intérêt, apparaissent dans les deux dernières lignes du tableau 6.

On constate que les résultats ne sont que peu sensibles au choix des mesures de taux d'intérêt et du niveau d'activité. On peut tout de même faire un certain nombre d'observations. D'une part, il semble que les variations de la demande de monnaie soient mieux expliquées par les changements de r que par ceux de r_{EU} . En effet, lorsque la première mesure du taux d'intérêt est remplacée par la seconde, il s'en suit une hausse de l'erreur type de l'estimation assez sensible et ce indépendamment de la mesure du niveau d'activité retenue. On pourrait également être tenté de conclure, sur la base des coefficients de détermination, que l'utilisation de la demande finale ou de la consommation comme variable d'activité est préférable à l'usage du PNB. En fait, c'est le contraire qui est vrai en ce qui concerne le pouvoir explicatif des différentes équations. Les R-carrés ne peuvent en effet pas être comparés lorsque les variables dépendantes ne sont pas les mêmes, et un examen des erreurs types d'estimation attribue un léger avantage au PNB. On constate également qu'il n'y a aucun avantage à exprimer les encaisses réelles et le revenu par tête d'habitant.

7. Variations anticipées du taux de change

La fonction (1) ci-dessus ne contient aucune

variable prenant en compte l'effet des anticipations en matière de taux de change.¹⁴ Pourtant, s'il existe des avoirs en monnaies étrangères qui sont de proches substituts pour la monnaie nationale, il convient d'incorporer le rendement anticipé des avoirs étrangers dans la fonction de demande de monnaie. Le taux de dépréciation anticipé de la monnaie nationale serait alors une composante importante du rendement anticipé total des avoirs libellés en monnaies étrangères. On pourrait penser que, dans la mesure où les avoirs en monnaies étrangères sont des substituts parfaits pour les avoirs en monnaie nationale, les taux de rendement anticipés domestiques et étrangers devraient être identiques, et par conséquent, il n'y aurait pas lieu de tenir compte des anticipations en matière de change. Ainsi que Roth (1981) l'a fait remarquer, cependant, avoirs domestiques et étrangers ne sauraient être des substituts parfaits les uns pour les autres si on inclut de part et d'autre les billets de banque et les comptes à vue dont le rendement nominal est institutionnellement fixé à zéro. Il est bien connu que la demande de billets de banque suisses, une composante importante de la demande de la base monétaire, émane en partie de résidents étrangers qui détiennent certainement également de la monnaie étrangère. De même, il n'est pas rare pour des résidents suisses de détenir des avoirs non rémunérés placés à l'étranger. Il semble donc indiqué de tenter d'incorporer les anticipations quant au taux de change dans notre fonction de demande de monnaie.

La mesure des variations anticipées du taux de change est une tâche mal aisée puisque ces anticipations ne peuvent généralement pas être observées. Nous avons expérimenté avec trois mesures distinctes. La première (ξ_1) est la différence entre les taux d'intérêt à court terme suisse et américain:

$$\xi_1 = r - r_{US} \quad (19)$$

¹² A titre de comparaison, nous avons $LL = -187,86$ pour la forme log-linéaire.

¹³ Les statistiques du test sont 0,32 et 3,14 pour une valeur critique de χ^2 de 2,71 au niveau de confiance de 90% (3,84 au niveau de 95%).

¹⁴ On pourrait penser cependant que notre variable de déplacement (Θ) capture dans une certaine mesure l'effet d'une incertitude plus élevée en matière de changes.

Tableau 7: Variation anticipée du taux de change

Var. dép.	const.	log (y)	r	ξ_1	ξ_2	ξ_3	Θ	log (m ₋₁)	\bar{R}^2	h	SEE
log (m)	1,486 (1,30)	0,301 (3,09)	-0,023 (-3,90)	-0,0005 (-0,09)				0,499 (2,89)	0,8767	2,33	0,0450
log (m)	0,222 (0,22)	0,368 (4,39)	-0,026 (-5,15)	-0,007 (-1,35)			-0,085 (-3,14)	0,552 (3,82)	0,9145	-0,64	0,0374
log (m)	-0,579 (-0,33)	0,357 (3,43)	-0,027 (-4,14)		-0,080 (-1,23)			0,606 (3,71)	0,8853	0,75	0,0434
log (m)	2,265 (1,32)	0,293 (3,29)	-0,019 (-3,13)		0,188 (1,86)		-0,140 (-3,15)	0,531 (3,85)	0,9206	-0,49	0,0361
log (m)	1,577 (2,05)	0,296 (3,04)	-0,021 (-2,80)			-0,077 (-0,49)		0,494 (3,33)	0,8782	1,45	0,0447
log (m)	-0,349 (-0,36)	0,358 (4,07)	-0,024 (-3,59)			-0,060 (-0,44)	-0,070 (-2,69)	0,626 (4,52)	0,9072	-0,70	0,0390

où r_{US} est le taux à trois mois sur le marché de l'euro-dollar. Cette mesure est basée sur l'hypothèse que les placements à court terme en dollars US sont des substituts parfaits pour les placements à court terme en francs suisses. Les taux de rendement anticipés doivent alors être les mêmes, et la différence entre les taux d'intérêt nominaux peut être interprétée comme la variation anticipée du taux de change.¹⁵ Si les taux d'intérêt sont plus élevés aux Etats-Unis qu'en Suisse, ξ_1 sera négatif, ce qui implique une appréciation anticipée du franc suisse. La demande de monnaie en Suisse devrait s'en trouver augmentée.

La deuxième mesure que nous utilisons (ξ_2) est basée sur l'hypothèse de la parité des pouvoirs d'achat. Selon cette hypothèse, le niveau des prix suisse devrait être proportionnel au niveau des prix étranger. Cette théorie ne saurait être vérifiée en tout temps, mais indique plutôt la tendance à long terme. Des déviations sont possibles à court terme, mais on peut supposer qu'elles seront résorbées avec le passage du temps. Les variations anticipées du taux de change pourraient ainsi être proportionnelles à l'écart entre le taux présent et le taux à long terme, c'est-à-dire celui qui équilibre les pouvoirs d'achat.¹⁶

$$\xi_2 = \sigma [\log (E^*) - \log (E)] \quad (20)$$

où

$$\log (E^*) = \log (P) - \log (P_{US}) + \log (K) \quad (21)$$

(K étant un facteur de proportionnalité), si bien que

$$\xi_2 = \sigma \log [KP/(P_{US}E)]. \quad (22)$$

E est le taux de change (prix du dollar US en francs suisses), E^* est le taux de change à long terme, et P_{US} est un indice des prix américain. Comme pour ξ_1 , une valeur positive de ξ_2 implique une dépréciation anticipée du franc suisse et donc une diminution de la demande de monnaie.

Nous avons réestimé (1) avec ξ_1 ou ξ_2 comme variable supplémentaire.¹⁷ Comme il se pourrait que notre variable de déplacement (Θ) capture l'effet des anticipations en matière de change (plutôt que le rôle du régime de politique monétaire en place), nous avons estimé la fonction aussi bien avec que sans cette variable. Les valeurs estimées des paramètres figurent au tableau 7. La méthode d'estimation est à nouveau celle des moindres carrés ordinaires.

On constate que ni ξ_1 ni ξ_2 ne contribuent de façon significative à accroître le pouvoir explicatif de notre équation. Le coefficient de ξ_2 est même positif lorsque Θ est inclus dans l'équation. La performance de ξ_1 est quelque peu supérieure à celle de ξ_2 , mais il semble bien qu'aucune des

¹⁵ Roth (1981) utilise une formulation semblable.

¹⁶ La même approche est utilisée par Jonson, Moses et Wymer (1977).

¹⁷ σ et K ne peuvent pas être identifiés.

deux mesures retenues ne remplisse le rôle escompté. On note également la dégradation de la statistique de Durbin lorsque ξ_1 est inclu dans l'équation en l'absence de Θ . On peut dès lors se demander si une mesure plus simple (certains diraient plus naïve) ne serait pas préférable. Nous avons réestimé notre fonction de demande en y ajoutant le taux de variation du taux de change (ξ_3). Le taux de variation effectif pourrait servir d'approximation pour le taux de variation anticipé en cas d'anticipations rigides par exemple. Les valeurs des paramètres figurent aux lignes 5 et 6 du tableau 7. On voit que le coefficient de ξ_3 est négatif, que Θ soit omis ou non, mais pas de façon significative.

En conclusion, nous trouvons que toutes les mesures des variations de change anticipées que nous avons examinées donnent des résultats généralement compatibles avec la théorie économique mais qui n'accroissent pas véritablement notre compréhension de la demande de monnaie. Il se peut qu'aucune de ces mesures ne réussisse à refléter convenablement les anticipations en matière de change, ou que, tout simplement, l'effet de ces anticipations soit trop faible au niveau de la base monétaire pour être décelé statistiquement.

8. Simultanéité de l'offre et de la demande

Comme lors de l'estimation de toute fonction d'offre ou de demande, une question qui survient

dans le contexte de la demande de monnaie concerne l'importance des biais économétriques dus à la simultanéité de l'offre et de la demande. Cette question prend une signification particulière dans le cas de la Suisse puisque, depuis 1975, la politique monétaire de la BNS vise à contrôler la croissance de la masse monétaire. Le taux d'intérêt devient alors une variable endogène; le traiter comme exogène risque de conduire à un biais d'équations simultanées.

Dans le but d'évaluer l'ampleur de ce problème, deux démarches peuvent être envisagées. La première est tout simplement de réestimer notre fonction de demande au moyen d'une méthode pour équations simultanées; on pense par exemple à la méthode des doubles moindres carrés (2SLS). La seconde possibilité est de réestimer l'équation en permutant la masse monétaire et le taux d'intérêt dans leurs rôles de variable dépendantes et indépendantes, c'est-à-dire d'estimer une fonction de demande inverse de monnaie.

Les deux approches sont en fait étroitement liées. Supposons que le revenu réel et la masse monétaire réelle soient exogènes. On peut démontrer que, dans ce cas, l'estimation d'une fonction de demande de monnaie inverse (avec r pour variable dépendante) et l'estimation de la fonction (1) par la méthode 2SLS (en incluant la masse monétaire réelle comme instrument) donnent des résultats identiques (Kohli, 1985a). Le lecteur peut vérifier que tel est bien le cas en se

Tableau 8: Simultanéité de l'offre et de la demande

Var. dép.	méthode d'estimation	const.	log (m)	log (y)	r	Θ	log (m_{-1})	\bar{R}^2	h	SEE
r	OLS	-25,703 (-0,99)	-21,823 (-4,99)	10,973 (4,52)		-1,904 (-2,48)	11,981 (2,37)	0,5794	1,97*	1,1205
log (m)	2SLS ¹	-1,178 (-0,96)		0,503 (4,11)	-0,046 (-4,99)	-0,087 (-2,53)	0,549 (3,03)	0,8393	0,16	0,0513
log (m)	2SLS ²	-0,900 (-0,87)		0,445 (4,43)	-0,037 (-5,35)	-0,080 (-2,78)	0,585 (3,84)	0,8858	-0,56	0,0433
log (m)	2SLS ³	-0,612 (-0,67)		0,386 (4,42)	-0,029 (-5,26)	-0,073 (-2,85)	0,621 (4,59)	0,9089	-0,75	0,0387

* statistique Durbin-Watson

¹ instruments: const., log (m), log (y), Θ , log (m_{-1})

² instruments: const., log (m), log (y), Θ , log (m_{-1}), t, population

³ instruments: const., log (m), log (y), Θ , log (m_{-1}), t, population, log (P_{US}), r_{US}

référant aux deux premières lignes du tableau 8. On constate que selon les deux estimations la semi-élasticité à court terme de la demande de monnaie par rapport au taux d'intérêt est d'environ $-0,046$,¹⁸ soit quelque peu plus élevée en valeur absolue que la valeur obtenue par la méthode des moindres carrés ordinaires.

L'estimation par la méthode 2SLS a toujours un aspect un peu arbitraire en ce qui concerne le choix des variables instrumentales. Mis à part le terme constant, nous avons utilisé comme instruments la base réelle, le revenu réel, la variable de déplacement et la base monétaire réelle retardée. Cette liste pourrait être allongée à souhait. A titre expérimental, nous avons réestimé notre équation avec la population suisse et une tendance temporelle, puis le logarithme du niveau des prix américain (P_{US}) et le taux d'intérêt américain à trois mois sur le marché de l'euro-dollar comme instruments additionnels (tableau 8, lignes 3 et 4). On constate que le choix des variables instrumentales et la simultanéité de l'offre et de la demande n'ont, somme toute, qu'un effet relativement peu important sur les résultats d'estimation. Ainsi les coefficients apparaissant à la ligne 4 du tableau 8 ne diffèrent que peu de ceux de l'équation (1) ci-dessus. Ce n'est que lorsque la liste des instruments est plus restreinte (ligne 2) qu'on constate quelques divergences, particulièrement en ce qui concerne les semi-élasticités par rapport au taux d'intérêt et la vitesse d'ajustement, mais même là les différences sont relativement faibles.

9. Déplacement de la demande de monnaie

L'équation (1) ci-dessus renferme une variable de déplacement (Θ) destinée à refléter l'effet du changement de régime de politique monétaire intervenu en 1973. On constate que le coefficient de cette variable est effectivement significatif, d'où la conclusion que l'introduction des taux de change flexibles a entraîné une baisse de la demande de monnaie en Suisse. L'hypothèse d'un déplacement de la demande de monnaie peut en principe également être examinée à l'aide d'un test de Chow (1960). Nous avons procédé à l'estimation de la fonction (1), en omettant Θ , pour les périodes 1959-1972 et

1959-1983. Le test de Chow donne une statistique de 2,57 pour les valeurs critiques de $F_{0,90}(11,10) = 2,31$ et $F_{0,95}(11,10) = 2,96$. Ces résultats semblent confirmer l'hypothèse d'un déplacement de la demande de monnaie, quoique d'une manière légèrement moins tranchée que dans le cas du test de Student. Il faut mentionner cependant que le test de Chow doit être interprété avec une certaine prudence en raison de la présence dans (1) de la variable dépendante retardée. On constate également à la lecture du tableau 1 que δ est négatif de façon significative à un niveau de confiance de 90%, mais pas à un niveau de confiance de 95%. Il faut se souvenir toutefois qu'avec la procédure d'estimation non-linéaire les statistiques t n'ont qu'une validité asymptotique. En fait, un test du quotient de vraisemblance ne laisse guère subsister de doute quant à l'importance de Θ dans la fonction (4).¹⁹ On note également une nette dégradation de la statistique de Durbin lorsque Θ est exclu de l'équation.²⁰

La variable de déplacement telle que nous l'avons utilisée (cf. équation (1) ci-dessus) agit sur le terme constant de l'équation. Le signe négatif du coefficient de Θ suggère que notre fonction de demande s'est déplacée vers le bas sans que toutefois sa pente ne s'en trouve affectée. On peut se demander s'il ne serait pas plutôt préférable de laisser la variable de déplacement agir sur un ou plusieurs coefficients de pente. Sans vouloir compliquer l'analyse à l'excès, un certain nombre de cas méritent d'être étudiés. En effet, on pourrait penser que le changement structurel dont il est question a eu pour effet d'affecter l'élasticité par rapport au revenu, la semi-élasticité par rapport au taux d'intérêt, ou encore la vitesse d'ajustement. Ces hypothèses peuvent facilement être examinées au moyen de quelques régressions. En ce qui concerne la possibi-

¹⁸ On voit en effet, qu'aux erreurs d'arrondissement près, $-0,046$ est l'inverse de $-21,823$, le coefficient de la masse monétaire réelle dans l'équation du taux d'intérêt à court terme.

¹⁹ Le test donne une statistique de 8,12. Cette valeur est significative même à un niveau de confiance de 99,5%. Un changement structurel en 1973 a également été décelé par Vital (1978).

²⁰ La valeur de h est alors de 1,65.

Tableau 9: Déplacement de la demande de monnaie

Paramètres	$\beta' \neq 0$	$\gamma' \neq 0$	$\lambda' \neq 0$
α	-1,374 (-0,48)	0,422 (0,17)	2,039 (2,83)
β	0,997 (3,82)	0,828 (3,81)	0,684 (10,38)
β'	-0,017 (-1,67)		
γ	-0,070 (-2,57)	-0,039 (1,96)	-0,053 (-4,75)
γ'		-0,039 (-1,26)	
λ	0,363 (2,72)	0,339 (2,24)	0,998 (3,41)
λ'			-0,616 (-2,08)
LL =	48,93	47,38	47,61

lité d'un changement de l'élasticité par rapport au revenu, par exemple, on peut estimer l'équation suivante:

$$\log(m_t) = \alpha\lambda + (\beta + \beta'\Theta)\lambda \log(y) + \gamma\lambda t + (1-\lambda) \log(m_{t-1}). \quad (23)$$

On voit que l'élasticité à long terme par rapport au revenu sera égale à β pour les années antérieures à 1973 (lorsque $\Theta = 0$); cette même élasticité sera égale à $\beta + \beta'$ en 1973 et pendant les années qui suivent (lorsque $\Theta = 1$). On peut procéder exactement de la même manière pour permettre à la semi-élasticité par rapport au taux d'intérêt ou à la vitesse d'ajustement de différer entre les deux intervalles. Nous avons procédé à l'estimation de la fonction de demande en permettant à un paramètre à la fois de varier; les résultats sont contenus dans le tableau 9. Les résultats paraissent plausibles. A chaque fois, un déplacement significatif a bel et bien eu lieu. A

en juger par le logarithme de la fonction de vraisemblance, l'hypothèse la plus plausible, outre la formulation correspondant à la fonction (4) ci-dessus, est une très légère baisse de l'élasticité de revenu intervenant dès 1973. L'hypothèse d'une hausse de l'élasticité par rapport au taux d'intérêt, ou d'une baisse de la vitesse d'ajustement est moins vraisemblable. Nous avons vérifié également qu'il n'y a pas lieu de laisser agir Θ sur plusieurs coefficients à la fois.

Une autre hypothèse qui peut être envisagée est celle d'un déplacement progressif de la demande de monnaie qui pourrait résulter d'innovations financières ou de progrès technique dans le système des paiements. Cette hypothèse peut aisément être examinée en introduisant une tendance temporelle (t) dans l'équation (1). Ainsi qu'on le voit à la lecture du tableau 10, la variable t ne contribue en aucune façon à expliquer les variations observées de m . Ce n'est que lorsqu'on omet la variable Θ qu'on peut déceler l'effet du passage du temps, mais au vu de la valeur du coefficient de détermination, il est clair que l'hypothèse d'un déplacement unique en 1973 est plus plausible que celle d'un déplacement continu. En d'autres termes, les innovations financières et le progrès technique dans le système des paiements ne semblent pas avoir eu d'effet perceptible sur la vitesse de circulation de la base monétaire.

Les variations de celle-ci peuvent être expliquées de manière satisfaisante par les variations de revenu et de taux d'intérêt, par le changement de régime monétaire intervenu en 1973, et par la dynamique du processus d'ajustement. Cela ne signifie pas bien-sûr qu'un tel déplacement ne saurait se produire à l'avenir. En fait, il est très probable qu'un nouveau déplacement prenne place dès l'introduction en 1986 du système électronique des paiements interbancaires

Tableau 10: Tendance à long terme

Var. dép.	const.	$\log(y)$	r	Θ	t	$\log(m_{t-1})$	\bar{R}^2	h	SEE
$\log(m)$	-0,496 (-0,35)	0,362 (2,39)	-0,025 (-4,80)	-0,070 (-1,94)	0,000004 (0,001)	0,636 (4,53)	0,9062	-0,64	0,0392
$\log(m)$	-0,928 (-0,63)	0,498 (3,47)	-0,025 (-4,49)		-0,006 (-1,77)	0,527 (3,84)	0,8933	0,72	0,0418

(SIC), mais là aussi, mis à part une période d'ajustement initiale, il s'agira plutôt d'un déplacement unique que d'un déplacement progressif.

10. Stabilité

Une question qui se pose dans le cadre de l'estimation de toute relation de comportement concerne sa stabilité. Cette question est particulièrement importante pour la demande de monnaie puisque la politique monétaire présuppose une relation stable entre le revenu réel, le taux d'intérêt et la quantité de monnaie que le public désire détenir. Notre échantillon couvre près d'un quart de siècle et il est fort possible qu'un changement structurel soit intervenu pendant ce laps de temps.

En particulier, nous désirons savoir si depuis le changement structurel intervenu il y a une décennie, la demande de monnaie s'est avérée relativement stable. Cette question est importante si l'équation est utilisée à des fins de prévision, même si ce n'est que pour des horizons rapprochés. Il importe qu'un nouveau changement structurel soit décelé aussi tôt que possible.

Pour ce faire, nous avons procédé à une série de tests de Chow pour les années successives de 1974 à 1983. Les résultats des tests figurent au tableau 11. On constate que notre fonction de demande est relativement stable. La seule ombre au tableau est l'année 1982 pour laquelle

**Tableau 11: Stabilité:
Tests pour années successives**

Année	Statistique du test	F (1, i) 0,90	F (1, i) 0,95
1974	2,56	3,28	4,96
1975	0,39	3,23	4,84
1976	2,25	3,18	4,75
1977	0,004	3,14	4,67
1978	1,78	3,10	4,60
1979	1,57	3,07	4,54
1980	0,23	3,05	4,49
1981	1,98	3,03	4,45
1982	3,16	3,01	4,41
1983	1,48	2,99	4,38

i: degré de liberté de l'estimation

l'hypothèse d'absence de changement structurel est rejetée à un niveau de confiance de 90% (mais elle ne peut pas l'être à un niveau de 95%).²⁰ A part cela, on ne peut détecter aucun indice significatif d'un déplacement de la demande de monnaie au cours de la dernière décennie.

11. Prévisions

Examinons enfin la capacité prévisionnelle de notre équation. Pouvoir explicatif et pouvoir prévisionnel ne vont pas nécessairement de pair. Une équation peut bien expliquer les variations de la variable dépendante intervenues au cours de la période d'estimation, mais être incapable d'expliquer des variations ultérieures. Le véritable test du pouvoir prédictif d'une équation est la prévision.

Nous utilisons la spécification correspondant à l'équation (1) pour prévoir une et deux années à l'avance la demande de monnaie, et ce de 1975 à 1983. En ce qui concerne l'horizon de deux ans, nous avons procédé à des prévisions statiques aussi bien que dynamiques. (Pour ces dernières, on utilise la prévision à un an comme valeur de la masse monétaire réelle retardée). Nos erreurs de prévision sont présentées au tableau 12. Une erreur négative signifie que la masse monétaire réelle prévue dépasse la valeur effective. On voit que les erreurs sont loin d'être négligeables pour certaines années. Cependant, sur une période de plusieurs années, elles ont tendance à se compenser si bien que l'erreur moyenne (ME) est très proche de zéro. Une mesure de la qualité de nos prévisions est fournie par la racine de l'erreur carrée moyenne (RMSE). Celle-ci est de 5,5% pour les prévisions à un an; en ce qui concerne les prévisions à deux ans, RMSE est de 6,6% (prévisions statiques) et de 7,6% (prévisions dynamiques).

A titre de comparaison, nous avons calculé la racine de l'erreur carrée moyenne des prévisions à un an faites sur la base de modèles naïfs de marche au hasard. Quatre modèles ont été estimés jusqu'à l'année précédant l'année de prévision. Les valeurs de RMSE figurent au tableau 13. La première ligne correspond à une marche

Tableau 12: Erreurs de prévision, 1975–1983

Année	1 an	2 ans (statique)	2 ans (dynamique)
1975	0,0323	-0,0123	-0,0301
1976	0,0864	0,1154	0,1190
1977	-0,0026	0,0436	0,0604
1978	-0,0570	-0,0580	-0,0590
1979	-0,0523	-0,0660	-0,0875
1980	-0,0227	-0,0362	-0,0538
1981	-0,0662	-0,0762	-0,0855
1982	0,0709	0,0618	0,0318
1983	0,0545	0,0727	0,1063
ME	0,0048	0,0050	0,0011
RMSE	0,0552	0,0661	0,0756

ME: erreur moyenne

RMSE: racine de l'erreur carrée moyenne

Tableau 13: Erreurs de prévision – Marche au hasard

(prévisions à un an, 1975–1983)

Modèle	Erreur moyenne	RMSE
1. $E(m) = m_{-1}$	0,0042	0,0607
2. $E(m) = \alpha + \beta m_{-1}$	0,0067	0,0626
3. $E(m) = \alpha + \beta m_{-1} + \gamma \Theta$	-0,0182	0,0756
4. $E(m) = \alpha + \beta m_{-1} + \gamma \Theta + \rho u_{-1}$	-0,0316	0,0852

au hasard pure. La deuxième ligne tient compte d'un accroissement annuel constant; de plus, le coefficient du terme retardé n'est pas nécessairement égal à un. Nous introduisons la variable de déplacement à la ligne 3, et finalement nous tenons compte de l'autocorrélation possible des erreurs. On constate que pour chacun des modèles, la racine de l'erreur carrée moyenne est supérieure à celle obtenue à l'aide de l'équation (1) (prévision à un an). Notre modèle, basé sur la théorie économique, nous permet donc d'obtenir des prévisions sensiblement meilleures que des méthodes plus primitives.

12. Conclusions

Nos résultats démontrent la robustesse de la fonction de demande de monnaie (1). La spécification que nous avons retenue a bien résisté aux différents tests auxquelles nous l'avons soumise. Certes, d'autres spécifications sont possi-

bles et donnent parfois des résultats tout aussi satisfaisants (on pense par exemple à la forme fonctionnelle log-linéaire), mais il s'agit là de différences presque imperceptibles.

Nous avons établi que notre fonction de demande est conforme à la théorie économique d'une façon générale; ainsi, par exemple, notre équation est compatible avec l'hypothèse d'absence d'illusion monétaire. Nos résultats concernant l'effet des anticipations en matière de change sur la demande de monnaie sont toutefois décevants. Nous avons été incapables de déceler un effet significatif sur la demande de la base monétaire. Nous avons établi l'existence d'un changement structurel intervenu vraisemblablement en 1973 avec le passage aux changes flexibles et le nouvel intérêt porté à la croissance des agrégats monétaires. Ce changement peut être interprété comme ayant eu pour effet une diminution de la demande de monnaie de base. La simultanéité entre l'offre et la demande de monnaie ne semble pas être un problème très sérieux dans le cas de la Suisse. Il semble toutefois que l'emploi de la méthode des moindres carrés ordinaire pour estimer la fonction de demande de monnaie puisse conduire à de légers biais en ce qui concerne l'élasticité par rapport au taux d'intérêt et la vitesse d'ajustement. Notre fonction de demande de monnaie peut servir utilement à des fins de prévision. L'erreur de prévision typique est de l'ordre de 5% pour une année particulière, ce qui paraît acceptable lorsqu'on se souvient que la masse monétaire réelle a fluctué très fortement pendant ces dernières années. Enfin, tous nos résultats sont conformes à l'hypothèse d'une élasticité de revenu proche de un.

Références

- Baumol, W. J. (1952), «The Transaction Demand for Cash. An Inventory Theoretic Approach», *Quarterly Journal of Economics*, 545–556.
- Cagan, P. (1956), «The Monetary Dynamics of Hyperinflation», in M. Friedman (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money* (Chicago: University of Chicago Press).
- Chow, G. C. (1960), «Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions», *Econometrica* 28, 591–605.
- Feige, E. (1967), «Expectations and Adjustments in the Monetary Sector», *American Economic Review, Papers and Proceedings* 57, 462–473.

- Friedman, M. (1959), «The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results», *Journal of Political Economy* 67, 327–351.
- Goldfeld, S. M. (1973), «The Demand for Money Revisited», *Brookings Papers on Economic Activity*, 577–638.
- Jonson, P. D., E. R. Moses et C. R. Wymer (1977), «The RBA76 Model of the Australian Economy», in W. Norton (ed.) *Conference in Applied Economic Research* (Sydney: Reserve Bank of Australia).
- Kohli, U. (1981), «Permanent Income in the Consumption and the Demand for Money Functions», *Journal of Monetary Economics* 7, 227–238.
- (1984), «La demande de monnaie en Suisse réexaminée», *Monnaie et conjoncture* IV, 64–70.
- (1985a), «Two-Stage Least Squares when the Left-Hand Variable is Exogenous», Banque nationale suisse, miméo.
- (1985b), «Exogenous Money, Monetary (Dis)equilibrium and Expectational Lags», séminaire de théorie et politique monétaire, Constance, 5–7 juin.
- Laidler, D. (1982), *Monetarist Perspectives* (Philip Allan: Oxford).
- Meltzer, A. H. (1965), «The Demand for Money: Evidence from the Time Series», *Journal of Political Economy* 65, 610–623.
- Roth, J.-P. (1981), «Exchange Rate Expectations and the Demand for Money: The Swiss Case», Banque nationale suisse, miméo.
- Vital, C. (1978), *Geldnachfragegleichungen für die Schweiz* (Zürich: Verlag Industrielle Organisation).
- White, K. J. (1972), «Estimation of the Liquidity Trap with a Generalized Functional Form», *Econometrica* 40, 193–199.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Bewilligungspflichtiger Kapitalexport

Mit Wirkung ab 15. Mai 1985 hat das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank die bisherige Höchstgrenze von 200 Mio. Franken für öffentliche Anleihen ausländischer Schuldner aufgehoben. Damit wird die öffentliche Ausgabe von Anleihen ausländischer Schuldner in bezug auf den Emissionsbetrag den Notes-Emissionen gleichgestellt, für die es schon bisher keine Höchstgrenze gab.

Kredite an den Internationalen Währungsfonds

Vor einem Jahr beteiligte sich die Schweizerische Nationalbank zusammen mit anderen Notenbanken von Industrieländern an einer Kreditzusage der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich an den Internationalen Währungsfonds (IWF). In diesem Rahmen erteilte die Nationalbank eine Substitutionszusage von 180 Mio. Sonderziehungsrechten (SZR). Auf Wunsch des Währungsfonds wurde die Frist zur Beanspruchung dieser Fazilität bis Ende Dezember 1985 verlängert (ursprünglich Ende April 1985).

Exportations de capitaux soumises à autorisation

Avec effet au 15 mai 1985, la Direction générale de la Banque nationale suisse a supprimé le montant maximal de 200 millions de francs par émission publique d'emprunts de débiteurs étrangers. La Banque nationale met ainsi sur un pied d'égalité – en ce qui concerne le montant nominal – les emprunts publics de débiteurs étrangers et les «notes». Pour ces dernières, il n'existe en effet aucune limitation de montant.

Crédits au Fonds monétaire international

Il y a une année, la Banque nationale suisse et d'autres instituts d'émission de pays industrialisés ont participé à une promesse de crédit accordée par la Banque des Règlements Internationaux au Fonds monétaire international (FMI). Dans le cadre de cette opération, la Banque nationale a octroyé une promesse de substitution de 180 millions de droits de tirage spéciaux (DTS). A la demande du FMI, le délai fixé pour l'utilisation de ces lignes de crédit a été prolongé jusqu'à la fin du mois de décembre 1985 (initialement jusqu'à fin avril 1985).

