

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März/mars 1985**

3. Jahrgang/3^{eme} année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	5
Sommaire/Sommario	6
Abstracts	8
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	30
<hr/>	
Revision der Geldmengenstatistik	51
Révision de la statistique monétaire	57
<hr/>	
Georg Rich: Die Inflationsbekämpfung als Aufgabe der schweizerischen Geldpolitik	60
<hr/>	
Robert Vogler: Der Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank 1939/45	70
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	79
Chronique monétaire	79

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–29)

In den grossen Industrieländern gewann der Aufschwung gegen Jahresende an Stärke. Das reale Bruttosozialprodukt wuchs in den Vereinigten Staaten nach der Stagnation im dritten Quartal wieder kräftig, und auch in Europa – namentlich in der Bundesrepublik Deutschland – trat eine Wachstumsbeschleunigung ein. Gleichzeitig schwächten sich die Teuerungsimpulse weiter ab.

Auch in der Schweiz setzte sich die konjunkturelle Erholung fort; sie wurde sowohl von der Inland- als auch von der Auslandnachfrage gestützt. Saisonbereinigt nahm die Beschäftigung leicht zu, und die Zahl der Arbeitslosen verringerte sich.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Durchschnitt der Monate Oktober bis Dezember um 3,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Für das ganze Jahr ergab sich damit eine durchschnittliche Wachstumsrate von 2,6%, womit das Geldmengenziel von 3% leicht unterschritten wurde. Die Geldmarktsätze bewegten sich im vierten Quartal zwischen 5½ und 4¾%. Der Schweizerfranken verlor gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des britischen Pfundes an Wert; sein exportgewichteter Aussenwert lag real und nominal unter dem Vorjahresstand.

Revidierte Geldmengenstatistik (S. 51–56)

Seit Ende 1984 basiert die Bankenstatistik auf monatlichen Daten *aller* Banken und Finanzgesellschaften (bisher nur 71 Banken) und erstreckt sich zusätzlich auf das Fürstentum Liechtenstein. Damit ergeben sich naturgemäss Anpassungen in der Geldmengenstatistik. Bei dieser Gelegenheit sind zwei störende Mängel in der Berechnung der Geldaggregate, nämlich die unterschiedliche Behandlung der Gehaltskonti und der Einbezug gewisser Fremdwährungseinlagen, behoben worden.

Inflationsbekämpfung als Aufgabe der Geldpolitik (S. 60–69)

Die Nationalbank sleht ihre wichtigste Aufgabe darin, ein stabiles Preisniveau zu erreichen und zu bewahren. Dabei ist sie vor allem mit drei Problemkreisen konfrontiert, nämlich der Wahl eines geldpolitischen Indikators, dem Bestehen von Zielkonflikten und der ausserwirtschaftlich bedingten Einschränkung ihrer Handlungsfreiheit. Da weder die Wissenschaft noch die Praxis Patentrezepte anbieten, verfolgt die SNB eine pragmatische Geldmengenpolitik. Zwar ist das Ziel der Preisniveaustabilität noch nicht ganz erreicht, doch konnte die Teuerung in der Schweiz während der letzten zehn Jahre auf einem im Vergleich zu den meisten Industrieländern niedrigen Niveau gehalten werden.

Goldtransaktionen im II. Weltkrieg (S. 70–78)

Während des Zweiten Weltkriegs trat die Deutsche Reichsbank der Schweizerischen Nationalbank Gold im Betrag von rund 1,2 Mrd. Franken ab. Die Goldverkäufe der Reichsbank dienten einerseits der Erfüllung deutscher Verpflichtungen gegenüber der Schweiz, soweit sie ausserhalb des Verrechnungssystems abzuwickeln waren. Andererseits wurden die Erlöse zu Zahlungen an Drittländer verwendet. Zwischen der Schweiz und den Alliierten führten diese Transaktionen zu Spannungen, da bereits während des Krieges der Verdacht bestand, dass es sich beim deutschen Gold teilweise um sogenanntes «Raubgold» handelte.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 30–50)

Dans les grands pays industrialisés, la reprise de la conjoncture s'est raffermie vers la fin de l'année. Aux Etats-Unis, le produit national brut réel a augmenté vigoureusement, après avoir stagné au troisième trimestre. La croissance s'est accélérée également en Europe, notamment en République fédérale d'Allemagne. Quant aux poussées inflationnistes, elles ont faibli comme dans les périodes précédentes.

En Suisse, l'amélioration de la conjoncture a continué; tant la demande intérieure que la demande étrangère y ont contribué. En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a progressé légèrement et le nombre des chômeurs a diminué.

Durant les mois d'octobre à décembre, la monnaie centrale ajustée dépassait de 3,1% en moyenne son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Pour l'ensemble de l'année, elle a augmenté de 2,6% en moyenne, un taux légèrement inférieur à l'objectif de 3%. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt se sont inscrits entre 5½% et 4¾% au quatrième trimestre. Le franc a faibli face à toutes les principales monnaies, à l'exception de la livre sterling; au quatrième trimestre, sa valeur extérieure, pondérée par les exportations, était inférieure, en termes nominaux et réels, au niveau observé un an auparavant.

Révision de la statistique monétaire (p. 57–59)

Depuis la fin de 1984, la Banque nationale recueille des données mensuelles de toutes les banques et les sociétés financières (auparavant 71 établissements), et la Principauté de Liechtenstein est incorporée dans la statistique bancaire. Ces modifications ont entraîné une adaptation de la statistique monétaire. A cette occasion, deux imperfections – comptes-salaires et dépôts en monnaies étrangères – ont été éliminées des agrégats monétaires.

La lutte contre l'inflation, une tâche de la politique monétaire (p. 60–69)

La Banque nationale considère que sa tâche principale consiste à atteindre et à maintenir la stabilité du niveau des prix. Dans l'accomplissement de cette tâche, elle se heurte principalement à des problèmes afférents au choix d'un indicateur pour sa politique monétaire, aux conflits qui surgissent entre les objectifs et à l'étroitesse de sa marge de manœuvre, du fait des liens existant avec les autres économies. Comme ni la science ni la pratique n'offrent de solutions miracles, la Banque nationale suit une politique pragmatique de la masse monétaire. L'objectif de la stabilité des prix n'a pas été pleinement atteint, mais le renchérissement a pu être contenu en Suisse, durant la dernière décennie, à un niveau bas au regard des résultats obtenus dans la plupart des pays industrialisés.

Transactions en or durant la seconde guerre mondiale (p. 70–78)

Au cours de la seconde guerre mondiale, la «Reichsbank» a cédé de l'or à la Banque nationale suisse pour un montant de 1,2 milliard de francs. Les ventes d'or ont servi à régler des engagements allemands envers la Suisse, qui existaient en dehors du système de compensation. Leur produit a permis également d'effectuer des paiements dans des pays tiers. Ces transactions ont engendré des tensions entre la Suisse et les Alliés, car on a soupçonné, pendant la guerre déjà, qu'il s'agissait en partie d'or confisqué par les Allemands.

Sommario

Situazione economica e monetaria (pag. 9–50)

Nei maggiori paesi industriali, la ripresa economica si è rafforzata sul finire dell'anno. Negli Stati Uniti, il prodotto nazionale lordo reale ha ripreso a aumentare rapidamente, dopo la stagnazione del terzo trimestre. In Europa, particolarmente nella Germania federale, si è pure assistito a un'accelerazione del ritmo di crescita dell'economia. Le pressioni inflazionistiche sono ancora diminuite.

In Svizzera, il miglioramento della congiuntura, sostenuto tanto dalla domanda interna quanto da quella esterna, è proseguito. Sulla base dei dati destagionalizzati, l'occupazione è leggermente aumentata ed è diminuito il numero delle persone in cerca di lavoro.

Nel periodo ottobre–dicembre, la base monetaria epurata si è espansa mediamente del 3,1% rispetto ai livelli dell'ultimo trimestre del 1983. L'aumento medio per il 1984 è stato del 2,6%, risultando leggermente al di sotto dell'obiettivo di crescita del 3%. Durante il quarto trimestre, i tassi d'interesse sul mercato monetario si sono mossi tra il 5½ e il 4¾%. Il franco svizzero si è deprezzato a riguardo di tutte le principali valute, fatta esclusione della lira sterlina; il suo valore esterno, ponderato sulla base delle esportazioni, è diminuito sia in termini reali sia in termini nominali, nei confronti dello stesso periodo dello scorso anno.

Revisione della statistica della massa monetaria (pag. 51–59)

Dalla fine del 1984, la statistica delle banche si fonda su rilevamenti mensili presso tutte le banche e società finanziarie (precedentemente solo 71 Istituti) e, inoltre, è stata allargata al Principato del Liechtenstein. Di conseguenza, si sono imposti aggiustamenti della statistica della massa monetaria. Nel contempo, due imperfezioni nel calcolo degli aggregati monetari, relative ai conti salario e ai collocamenti in valuta estera, sono state eliminate.

La lotta all'inflazione quale compito della politica monetaria (pag. 60–69)

La Banca nazionale considera il raggiungimento e il mantenimento di uno stabile livello dei prezzi quale suo principale compito. In questo si trova principalmente confrontata a tre gruppi di problemi: la scelta di un indicatore della politica monetaria, l'esistenza di obiettivi contrastanti e la limitata libertà d'azione, tenuto conto dell'interdipendenza economica con l'estero. Nell'assenza di rimedi infallibili, la BNS persegue una politica pragmatica della massa monetaria.

L'obiettivo di un livello dei prezzi stabile non è stato completamente raggiunto. In Svizzera, tuttavia, negli ultimi anni il rincaro è stato contenuto ad un più basso livello che non nella maggior parte dei paesi industrializzati.

Transazioni auree durante la seconda guerra mondiale (pag. 70–78)

Durante la seconda guerra mondiale la banca del Reich cedette oro alla Banca nazionale svizzera per un importo di circa 1,2 mia. di franchi. Da un lato le vendite servirono a soddisfare impegni germanici sulla Svizzera, indipendenti dal sistema di compensazioni. Dall'altro, i relativi ricavi furono impiegati per pagamenti a paesi terzi. Queste transazioni condussero a tensioni tra la Svizzera e gli Alleati, poichè già durante il conflitto esisteva il sospetto che parte dell'oro germanico fosse di provenienza illecita.

Abstracts

Economic and Monetary Developments (pp.9–50)

The upswing gathered momentum in the leading industrialized countries towards the end of the year. After stagnating in the third quarter, real GNP in the US surged once more and in Europe, too – notably in West Germany – economic activity began to pick up. At the same time, there was a further weakening of inflationary stimuli.

In Switzerland the economy also continued on the path of recovery, benefiting from both domestic and foreign demand. Seasonally adjusted employment levels moved up slightly while the number of persons out of work declined.

From October through December the adjusted monetary base on average exceeded the corresponding year-back level by 3.1%. This resulted in an average growth rate of 2.6% for the year as a whole, a figure slightly below the money supply target of 3%. In the fourth quarter money market rates fluctuated between 5½% and 4¾%. The Swiss franc depreciated vis-à-vis all major currencies with the exception of sterling; its export-weighted external value fell short of the previous year's level in both real and nominal terms.

Revised Money Supply Statistics (pp.51–59)

Since the end of 1984 bank statistics have been based on monthly data supplied by *all* the banks and investment companies (previously limited to 71 banks) and also including the Principality of Liechtenstein. This inevitably leads to adjustments in the money supply statistics. At the same time, two distorting features in the calculation of money supply aggregates have been eliminated: first, the inconsistent treatment of salary accounts, and, second, the inclusion of certain foreign currency deposits.

The Battle against Inflation as a Monetary Policy Goal (pp.60–69)

The SNB sees its primary task in achieving and maintaining price level stability. In pursuing this aim, it is faced with three main sets of problems: the choice of a monetary policy indicator, conflicting policy goals, and restrictions on its freedom to act due to foreign trade considerations. Since neither economic science nor practical experience offers any stock solutions to these problems, the SNB implements a pragmatic money supply policy. Although the goal of price level stability has not yet been fully attained, inflation in Switzerland has nevertheless been kept at a low level in the past decade compared with most other industrialized nations.

Gold transactions in the Second World War (pp.70–78)

During the Second World War the German Reichsbank passed on gold worth approximately Sfr 1.2 billion to the Swiss National Bank. The gold sales of the Reichsbank served, on the one hand, to meet any of Germany's financial commitments vis-à-vis Switzerland that were not handled via the clearing system. On the other hand, the proceeds were used for payments to third countries. These transactions caused tension between Switzerland and the Allies since suspicion already arose during the war that a part of the German gold involved had been obtained by illegal means.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage*
für die Sitzung des Bankrats vom 8. März 1985*

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

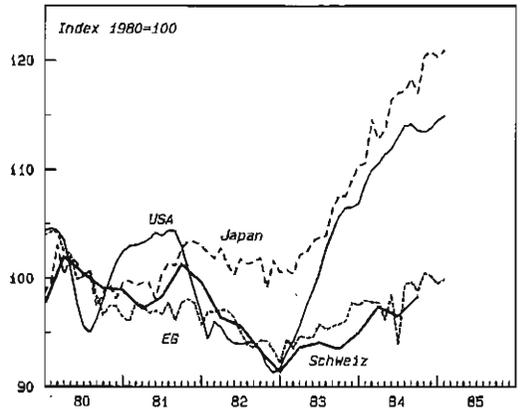
Konjunktorentwicklung

In den OECD-Ländern gewann die konjunkturelle Erholung im vierten Quartal wieder an Schwung. Wesentliche Impulse gingen von der amerikanischen Nachfrage aus. Das reale Brutto-sozialprodukt nahm in allen grossen Industrieländern zu, und die Industrieproduktion wurde kräftig ausgeweitet. Namentlich in den Vereinigten Staaten beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum, nachdem es im dritten Quartal beinahe zum Stillstand gekommen war. Damit zerstreuten sich die Befürchtungen eines Konjunkturrückschlags in den europäischen Ländern und Japan. Ein abruptes Abbrechen der amerikanischen Importnachfrage hätte die Fortsetzung der konjunkturellen Erholung in diesen Ländern gefährdet.

Die meisten Prognoseinstitute rechnen im laufenden Jahr mit einem Anstieg des amerikanischen Brutto-sozialprodukts von 3% bis 4% und einem Wirtschaftswachstum in Japan von rund 5%. Deutlich schwächer, nämlich um 2% bis 3%, dürfte das Wachstum in den grossen europäischen Industrieländern ausfallen. Zwar werden die wichtigsten konjunkturellen Impulse ausserhalb der Vereinigten Staaten vorderhand noch von der Auslandnachfrage ausgehen. Von der Exportkonjunktur dürfte jedoch zunehmend auch die Binnenwirtschaft profitieren.

In den meisten europäischen Industrieländern und in Japan war die Konsumnachfrage verglichen mit früheren Zyklen schwach. Die Gründe

Grafik 1: Industrieproduktion



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

dürften in der zumindest in Europa hohen Arbeitslosigkeit sowie in der teilweise damit zusammenhängenden geringen Steigerung des real verfügbaren Einkommens liegen. Im Jahre 1984 wurden die Nominallöhne in den OECD-Ländern um durchschnittlich rund 5,5% angehoben. Gegenüber dem Vorjahr bedeutete dies eine weitere Verlangsamung. Im laufenden Jahr dürfte sich das Wachstum der Nominallöhne in den meisten europäischen Ländern nochmals abschwächen. Dagegen ist eine geringe Steigerung des Lohnzuwachses in den Vereinigten Staaten und in Japan zu erwarten.

Nach der vorübergehenden Stagnation im dritten Quartal 1984 stieg die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten und in Japan gegen Jahresende erneut. In Europa entwickelte sie sich unterschiedlich: In der Bundesrepublik Deutschland, in Grossbritannien und in einer Reihe kleinerer Länder nahm sie zu, stagnierte in Italien und bildete sich in Frankreich sogar zurück. Dank dem Anstieg der Beschäftigung verringerte sich die Arbeitslosigkeit in den USA und in Japan. In

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November, Dezember 1984 und Januar 1985 bekannt wurden.

der Europäischen Gemeinschaft hingegen stieg die Zahl der Arbeitslosen weiter; ihr Anteil an der Erwerbsbevölkerung erreichte Ende Jahr 11,3% (Ende 1983: 10,3%).

Im OECD-Raum schwächte sich die Inflation im letzten Quartal des vergangenen Jahres gegenüber der Vorperiode weiter ab. Die durchschnittliche Jahresteuern in den OECD-Ländern belief sich im Dezember auf 4,9%, womit sie erstmals seit Oktober 1972 die 5%-Marke unterschritt. In den sieben grössten Industrieländern lag sie bei 4,1%.

Devisenmarkt

Die Devisenmärkte waren zwischen Oktober 1984 und Februar 1985 einmal mehr durch den Kursanstieg des Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen geprägt. Die Aufwertung war gegenüber dem Schweizer Franken und dem englischen Pfund besonders ausgeprägt. Obwohl die Zinsdifferenz zwischen Anlagen in Dollar und in den übrigen wichtigen Währungen kleiner wurde, hielt die Nachfrage nach Dollars an. Als wesentliche Gründe dafür sind die optimistische Einschätzung der amerikanischen Konjunktur und die gemässigten Inflationserwartungen zu nennen.

Die Senkung des Diskontsatzes durch das Federal Reserve System wirkte sich kaum auf die Wechselkursentwicklung aus, da sie vom Markt bereits vorweggenommen worden war. Auch die

Devisenmarktinterventionen verschiedener Zentralbanken vermochten die Aufwärtsbewegung des Dollars bestensfalls vorübergehend zu bremsen. Gegen Ende Februar verbreitete sich an den Devisenmärkten nach einer starken Kurs-erhöhung die Unsicherheit. Einige Zentralbanken verkauften wiederum Dollars. Als Folge davon sank der Kurs der amerikanischen Währung.

Im Europäischen Währungssystem hielten sich die Kursbewegungen innerhalb der vorgegebenen Bandbreiten. Im Februar waren einige Währungen in der Nähe ihrer Interventionspunkte.

Wirtschaftspolitik

Gegen Ende des vierten Quartals beschleunigte sich das Geldmengenwachstum in den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Italien leicht, während es in der Bundesrepublik Deutschland insbesondere im Dezember zurückging. Die monetären Aggregate lagen in den Zielbereichen. Die Ziele für das laufende Jahr entsprechen weitgehend den Vorjahreswerten oder liegen etwas tiefer.

Die Zinssätze gingen im Lauf des vierten Quartals leicht zurück. Im Januar setzte eine Gegenbewegung ein, die vor allem im Vereinigten Königreich spektakuläre Ausmasse annahm.

Die meisten Länder setzten ihre Anstrengungen zum Abbau der staatlichen Budgetdefizite fort. Weiterhin Unsicherheit verbreitete das Defizit

Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen

	Oktober 1984 – Januar 1985 ¹		4. Quartal 1983 – 4. Quartal 1984 ²		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	–	+0,9	–	+10,3	+11,0
Yen	–0,9	+0,4	– 5,1	+ 1,8	0
D-Mark	–1,1	–0,1	–14,1	– 2,1	– 4,7
fFr.	–1,1	0	–14,7	– 2,1	+ 0,6
Lit.	–0,9	+0,1	–16,2	– 3,9	+ 1,1
£	–2,5	–1,9	–17,2	– 8,9	– 8,8
sFr.	–1,9	–1,1	–16,6	– 4,7	– 5,8

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

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

Quelle: OECD

der Vereinigten Staaten, da der prognostizierte Fehlbetrag einmal mehr nach oben korrigiert wurde.

Internationale Verschuldung

Die Schulden der Entwicklungsländer stiegen in der Zeit von Mitte 1983 bis Mitte 1984 weiter an. Die Hauptlast der Finanzierung wurde in Abstimmung mit den Massnahmen des Internationalen Währungsfonds (IWF) von den Geschäftsbanken getragen, während der Anteil der direkten staatlichen Kredite kontinuierlich abnahm.

Ende September einigten sich Argentinien und der IWF über ein wirtschaftspolitisches Anpassungsprogramm und die Gewährung eines 15monatigen Beistandskredits von 1,4 Mrd. Dollar. Die endgültige Kreditzusage hing jedoch von der Bereitschaft der Gläubigerbanken ab, Argentinien zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen. Im Rahmen eines im Dezember unterzeichneten Abkommens verpflichteten sich die Gläubigerbanken ungefähr 14 Mrd. Dollar umzuschulden und neue Kredite von 4,2 Mrd. Dollar bereitzustellen. Der IWF gewährte den versprochenen Beistandskredit Ende Dezember 1984. Im Rahmen des «Pariser Klubs» wurden zudem bilaterale Kredite von Regierungen an Argentinien im Betrage von 2,1 Mrd. Dollar umgeschuldet.

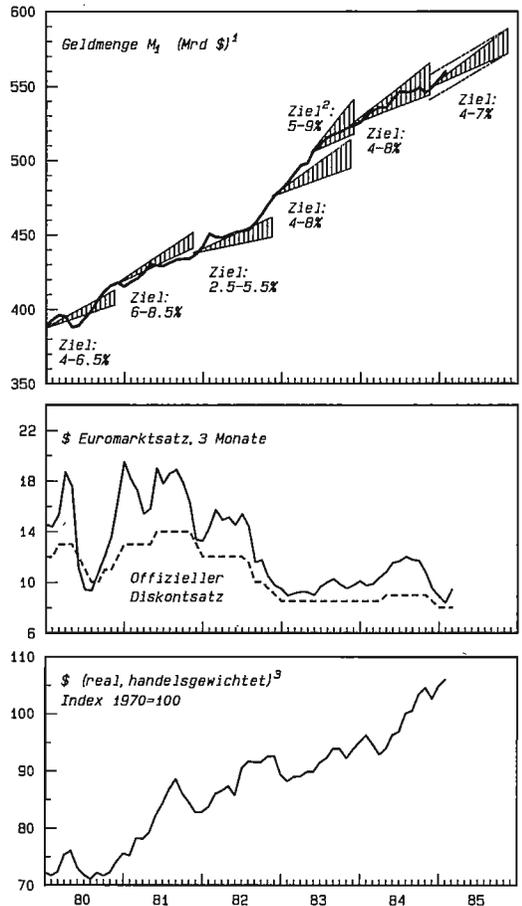
Anfang Dezember unterzeichnete Brasilien eine Vereinbarung mit dem IWF über ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm für das Jahr 1985. Dadurch wurden auch die Voraussetzungen für die bereits früher aufgenommenen Umschuldungsverhandlungen mit den Geschäftsbanken verbessert. Dennoch gelang es Brasilien nicht, mit seinen Gläubigerbanken bis Ende Februar eine Vereinbarung zu erzielen.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das *reale Bruttosozialprodukt* der Vereinigten Staaten stieg im Jahr 1984 um 6,9%; dies war die höchste Zuwachsrate seit Beginn der fünfzi-

Grafik 2: Vereinigte Staaten



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

² Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1983

³ Quelle: OECD

ger Jahre. Im Verlaufe des Jahres schwächte sich das Wirtschaftswachstum ab und betrug im vierten Quartal auf Jahresbasis berechnet noch 4,9%. Zu diesem Wachstum trug in erster Linie der private Konsum bei. Dagegen verlangsamte sich die Investitionstätigkeit weiter. Die Wohnbauinvestitionen nahmen sogar leicht ab. Die Industrieproduktion lag im vierten Quartal um 6,1% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, und die Kapazitätsauslastung nahm zu. Trotz des starken Wirtschaftswachstums blieben

die Teuerungsimpulse im vergangenen Jahr gedämpft. Im Durchschnitt lagen die Konsumentenpreise um 4,3% über dem Vorjahreswert.

Der Konjunkturaufschwung äusserte sich in einer deutlichen Zunahme der Beschäftigung, die im Laufe des Jahres um rund 4% stieg. Der Anteil der Arbeitslosen an der Erwerbsbevölkerung sank, wenn auch weniger stark als in der Anfangsphase des Aufschwungs. Im vierten Quartal 1984 betrug die Arbeitslosenquote 7,2%.

Das kräftige Wachstum gepaart mit einer wechselkursbedingten Verbilligung der importierten Güter liessen die Einfuhren massiv zunehmen. Das amerikanische Handelsbilanzdefizit wuchs innert Jahresfrist von 69 Mrd. Dollar auf 123 Mrd. Dollar und das Ertragsbilanzdefizit auf annähernd 100 Mrd. Dollar.

Im laufenden Fiskaljahr dürfte sich nach neusten Schätzungen ein Fehlbetrag des Bundeshaushaltes von 222 Mrd. Dollar ergeben. Der *Haushaltentwurf* für das im Oktober 1985 beginnende Fiskaljahr sieht eine nominelle Ausgabenerhöhung von lediglich 1,5% und ein Budgetdefizit von 180 Mrd. Dollar vor. Dies entspricht einem Anteil am Bruttosozialprodukt von 4,3%. Gemäss mittelfristigem Finanzplan der amerikanischen Regierung soll das Budgetdefizit bis zum Jahr 1990 auf 80 Mrd. Dollar gesenkt werden. Das Ziel soll allein durch eine Verminderung der Staatsausgaben, also ohne Steuererhöhung, erreicht werden.

Die Geldmenge M_1 , die im dritten Quartal nur schwach zugenommen hatte, begann Mitte November wieder beschleunigt zu steigen und bewegte sich am Jahresende in der Mitte des vom *Federal Reserve System* festgelegten Zielbereichs. Im vierten Quartal 1984 lag M_1 um 5,2% über dem Vorjahresstand. Damit dehnte sich die Geldmenge im Rahmen des für 1984 fixierten Ziels aus.

Das Wachstum von M_2 und M_3 begann sich bereits im Oktober zu beschleunigen. Am Jahresende bewegte sich M_2 im oberen Teil des Zielbereichs, während M_3 deutlich darüber lag. Gegenüber dem vierten Quartal 1983 dehnten sich M_2 und M_3 um 7,5% bzw. 10% aus.

Im Februar legten die amerikanischen Währungsbehörden die Geldmengenziele für 1985 neu fest. Während für M_1 , der im Juli 1984 bekanntgegebene Wert von 4% bis 7% unverändert blieb, wurden die Ziele für M_2 und M_3 leicht nach oben revidiert. Sie belaufen sich nun auf 6%–9% bzw. 6%–9,5%. Das vorgesehene Wachstum für das inländische Kreditvolumen beträgt nach wie vor 8%–11%.

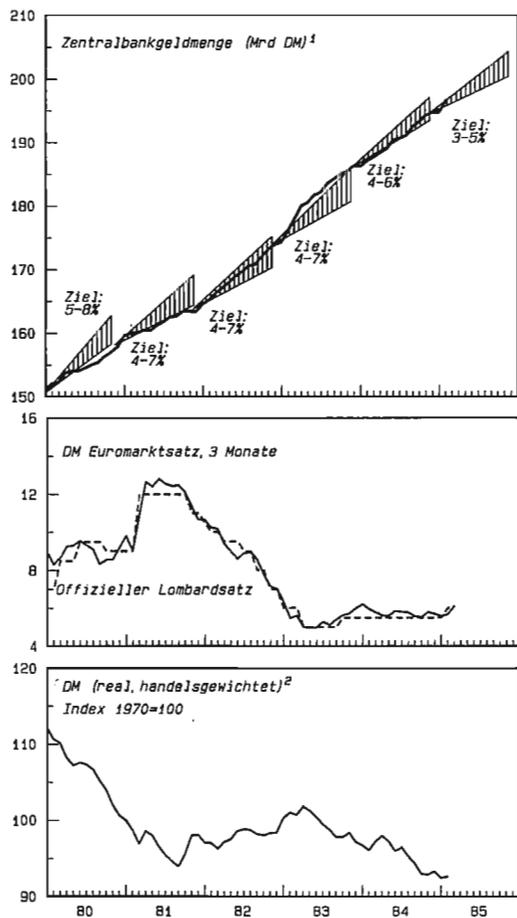
Der Rückgang der Zinssätze, der im Herbst begonnen hatte, setzte sich im vierten Quartal fort. In der Folge nahm das Federal Reserve den Diskontsatz um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf 8% zurück (24. Dezember). Es scheint jedoch, dass der Zinsrückgang Mitte Januar zum Stillstand kam. Gegenwärtig ziehen die Zinssätze wieder etwas an.

Bundesrepublik Deutschland

Im Jahre 1984 wuchs das *reale Bruttosozialprodukt* in der Bundesrepublik Deutschland um 2,6%. Im vierten Quartal 1984 betrug das Realwachstum – auf Jahresbasis hochgerechnet – beinahe 6%. Die wichtigste Konjunkturstütze war die Auslandnachfrage. Diese führte nicht nur zu einem starken Anstieg der Exporte, sondern stimulierte auch die Investitionstätigkeit der exportorientierten Industrie. Gemäss Investitionsplänen der Industrie wird sich die Investitionstätigkeit auch im Jahr 1985 auf den Exportsektor konzentrieren, während namentlich die Bauindustrie sinkende Investitionsausgaben vorhat. Das reale Wachstum des privaten Verbrauchs belief sich im Jahre 1984 lediglich auf 0,7% und schwächte sich damit gegenüber dem Vorjahr ab. Im Jahr 1985 wird ebenfalls mit einer nur geringen Zunahme des privaten Verbrauchs gerechnet.

Die Industrieproduktion stieg im zweiten Halbjahr stark und übertraf im vierten Quartal das entsprechende Vorjahresniveau um 5%. Aufgrund des hohen Auftragseingangs – insbesondere aus dem Ausland – ist in den kommenden Monaten eine weitere Produktionsausdehnung zu erwarten.

Die Exporte dehnten sich im Jahr 1984 stark aus;

Grafik 3: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

wertmässig nahmen sie um 13% und volumenmässig um 9% zu. Das Importvolumen lag beinahe um einen Fünftel höher als im Vorjahr. Die Handelsbilanz erreichte einen Rekordüberschuss von 54 Mrd. D-Mark, und der Ertragsbilanzüberschuss erhöhte sich auf 18 Mrd. D-Mark.

Die Beschäftigung nahm in der zweiten Jahreshälfte leicht zu. Bemerkenswert war der deutliche Rückgang der Zahl der Kurzarbeiter sowie die Zunahme der Zahl der offenen Stellen. Die

Arbeitslosenrate verringerte sich; sie stieg allerdings im Januar wieder an, was vor allem auf die extrem kalte Witterung zurückgeführt wurde.

Die durchschnittliche Teuerungsrate schwächte sich im Jahr 1984 auf 2,4% ab; dies entspricht dem niedrigsten Wert seit 1969. Nachdem die Jahresteuern im September auf 1,5% gesunken war, stieg sie gegen Jahresende leicht an und belief sich im Januar auf 2,1%.

Der *Haushalt* des Bundes schloss im Jahr 1984 mit einem Defizit von 29 Mrd. D-Mark leicht besser als budgetiert ab. Da sich gleichzeitig die Fehlbeträge bei den Ländern stark zurückbildeten und die Gemeinden wieder einen Überschuss aufwiesen, sank das Defizit des gesamten Staatshaushaltes auf 48 Mrd. D-Mark; sein Anteil am Bruttosozialprodukt schrumpfte von rund 3% auf 2,6%.

Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge schwächte sich im vierten Quartal, insbesondere im Dezember, deutlich ab. Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode stieg sie um 4,5% und lag damit im Zielbereich für 1984 von 4% bis 6%. Für 1985 strebt die *Deutsche Bundesbank* eine Ausdehnung um 3% bis 5% an.

Nachdem die kurzfristigen Zinssätze im Dezember auf rund 5½% gesunken waren, festigten sie sich ab Mitte Januar und lagen im Februar über 6%. Diese Bewegung war sowohl auf das verlangsamte monetäre Wachstum als auch auf das verbesserte konjunkturelle Klima zurückzuführen. Am 31. Januar erhöhte die Deutsche Bundesbank den Lombardsatz von 5½% auf 6%.

Vereinigtes Königreich

Das britische Wirtschaftswachstum schwächte sich im Laufe des Jahres 1984 teilweise als Folge des Streiks im Kohlebergbau ab. Im Jahresdurchschnitt wuchs das reale *Bruttoinlandsprodukt* schätzungsweise um 2%. Im Gegensatz zum Vorjahr basierte das Wachstum nicht mehr vorwiegend auf dem privaten Konsum, sondern ebenso auf einer höheren Investitionstätigkeit sowie einer Belebung der Exporte. Die realen Bruttoinvestitionen überschritten erstmals wieder

das Niveau vor Ausbruch der britischen Rezession im Jahr 1979; dies nach einer vierjährigen Phase stark rückläufigen Investitionswachstums in der verarbeitenden Industrie und bei den Bauinvestitionen. Laut Umfragen des britischen Industrieverbandes (CBI) beabsichtigt die Mehrheit der befragten Unternehmer, die Investitionsausgaben im laufenden Jahr weiter zu steigern.

Die Industrieproduktion erholte sich im Verlaufe des Jahres langsam. Im vierten Quartal überstieg sie den entsprechenden Vorjahreswert um rund 2%. Der Auftragsbestand nahm zu und wurde mehrheitlich als normal oder gar als überdurchschnittlich hoch beurteilt. Die Produktion dürfte damit auch in den nächsten Monaten ausgedehnt werden.

In der zweiten Jahreshälfte ging die Teuerung leicht zurück. Mit 5% im Jahresdurchschnitt lag sie allerdings höher als im Vorjahr.

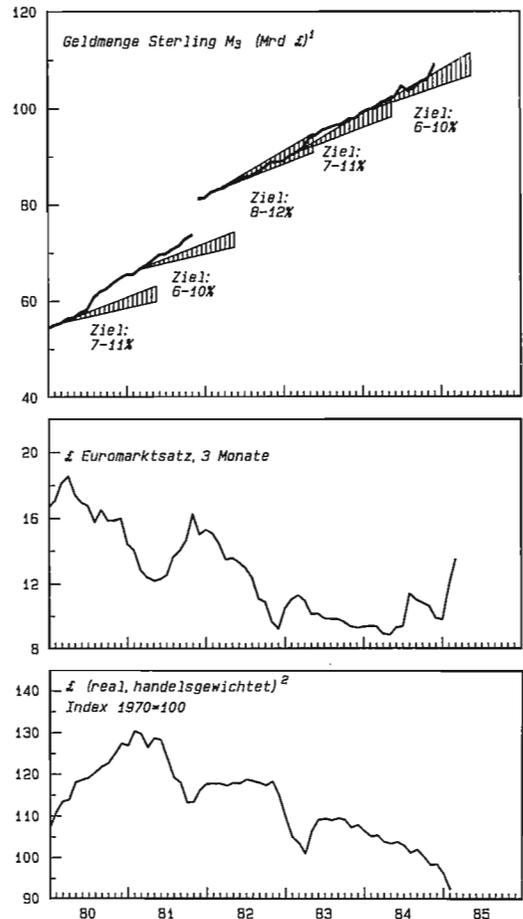
Die Beschäftigung nahm leicht zu, aber die steigende Zahl der erwerbsfähigen Bevölkerung konnte nicht aufgefangen werden. Der Zuwachs an Arbeitsplätzen konzentrierte sich auf den Dienstleistungssektor, während die Beschäftigung in der Industrie weiter abgebaut wurde. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im Januar weiter an, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 13,0% (viertes Quartal 1984: 12,9%).

Das unvermindert hohe Wachstum der Importe führte trotz markantem Anstieg der Exporte zu einer Ausweitung des Handelsbilanzdefizits von 0,7 Mrd. Pfund im Jahr 1983 auf 4,1 Mrd. Pfund im vergangenen Jahr. Der Überschuss der Ertragsbilanz schrumpfte von 2,3 Mrd. auf 0,2 Mrd. Pfund.

Die Sanierung des britischen *Staatshaushalts* stößt zunehmend auf Schwierigkeiten. Auch im Fiskaljahr 1984/85, das im März zu Ende ging, stiegen die Ausgaben stärker als geplant. Das budgetierte Defizit dürfte um ungefähr eine Milliarde Pfund überschritten werden. Dennoch wird ein Rückgang des Anteils des Staatsdefizits am Bruttoinlandprodukt von 3,2% auf 2,5% resultieren.

Das Wachstum der monetären Basis (M_0) setzte

Grafik 4: Grossbritannien



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

² Quelle: OECD

sich im vierten Quartal fort. Bezogen auf Februar 1984 – dem Basiszeitraum – wurde M_0 um durchschnittlich 6,1% (Jahresrate) ausgedehnt. Die monetäre Basis befand sich damit in der Mitte des angestrebten Zielbereichs. Die Zunahme von Sterling M_0 fiel im September und Oktober bescheiden aus. Sie beschleunigte sich aber im November so stark, dass das Ziel von 6% bis 10% erneut überschritten wurde. Die Entwicklung von M_0 lässt jedoch erwarten, dass es sich

dabei um eine temporäre Bewegung handelt, die in den nächsten Monaten korrigiert werden dürfte.

Der Rückgang der Zinssätze, der sich Ende September abzuzeichnen begann, setzte sich im vierten Quartal fort. Am Euromarkt fielen die Dreimonatssätze bis Ende Jahr auf 9,6%. Nach dem Jahreswechsel setzte jedoch ein starker Zinsauftrieb ein. Im Laufe des Monats Januar stieg der Dreimonatssatz vorübergehend auf über 13%. Zur Hausse trug das Bestreben der Bank von England, die Geldmenge zielkonform auszudehnen, bei.

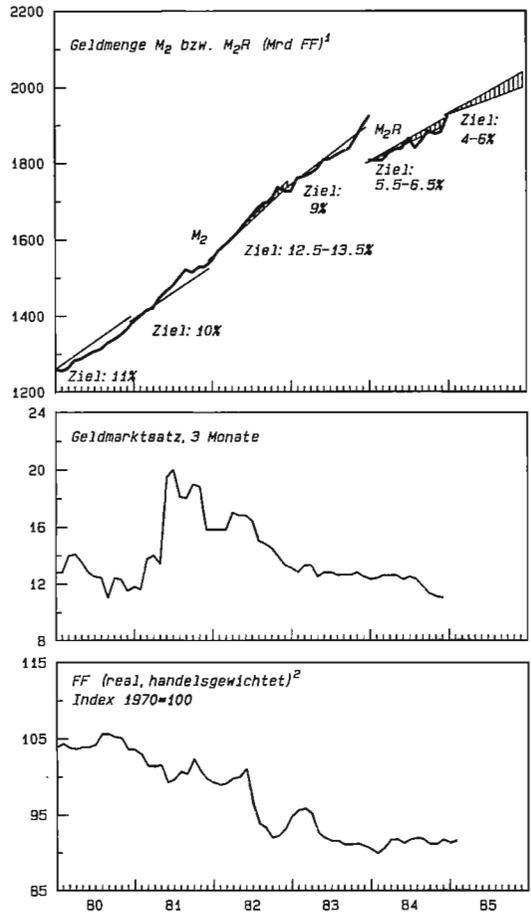
Frankreich

Die konjunkturelle Erholung in Frankreich setzte sich auch in der zweiten Jahreshälfte 1984 fort. Im Jahresdurchschnitt stieg das *reale Bruttoinlandsprodukt* um 2,1%. Die Belebung war hauptsächlich einer deutlichen Ausweitung der Exporte zu verdanken. Der private Konsum stagnierte. Die Investitionstätigkeit wurde insgesamt nur geringfügig gesteigert. Gemäss der Novemberumfrage des statistischen Amtes (INSEE) nahmen die Investitionsausgaben der Privatindustrie erstmals seit 1980 real zu (+9%). Dagegen war bei den staatlichen Unternehmen ein kräftiger Rückgang der Investitionsbereitschaft zu verzeichnen.

Angesichts des hohen Modernisierungsbedarfs, der verbesserten Ertragslage sowie der wieder optimistisch eingeschätzten Absatzaussichten wird im laufenden Jahr mit einer weiteren Zunahme der Investitionen im privaten Sektor gerechnet. Ausgenommen von dieser Entwicklung dürften namentlich das Baugewerbe und der Dienstleistungssektor sein. Bei den staatlichen Unternehmen wird auch im laufenden Jahr eine sinkende Investitionstätigkeit erwartet.

Dank dem verbesserten Exportergebnis – das Exportvolumen stieg um beinahe 6% – verkleinerte sich das Handelsbilanzdefizit stark, obschon auch die Importe 1984 weiter zunahmen. Gemäss ersten Schätzungen belief sich das Handelsbilanzdefizit auf rund 20 Mrd. FF gegenüber 42 Mrd. FF im Jahr 1983. Da zudem bei den

Grafik 5: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; $M_2R = M_2$ minus ausländische Bank-einlagen; Ziele: Dezember gegenüber Dezember des Vorjahres; ab 1983: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

Dienstleistungen ein höherer Überschuss erzielt werden konnte, war die Ertragsbilanz annähernd ausgeglichen.

Infolge des starken Abbaus der Zahl der Arbeitsplätze in der Industrie nahm die Gesamtbeschäftigung ab. Am Ende des Jahres betrug die Zahl der Arbeitslosen 2,4 Mio., was einer Arbeitslosenquote von 10,6% entsprach.

Die Inflationsbekämpfung machte weitere Fortschritte. Die Jahresteuersatzrate fiel von 9,3% Ende 1983 auf 6,7% im Dezember 1984. Bis Ende 1985 strebt die Regierung eine weitere Reduktion auf 4,5% an.

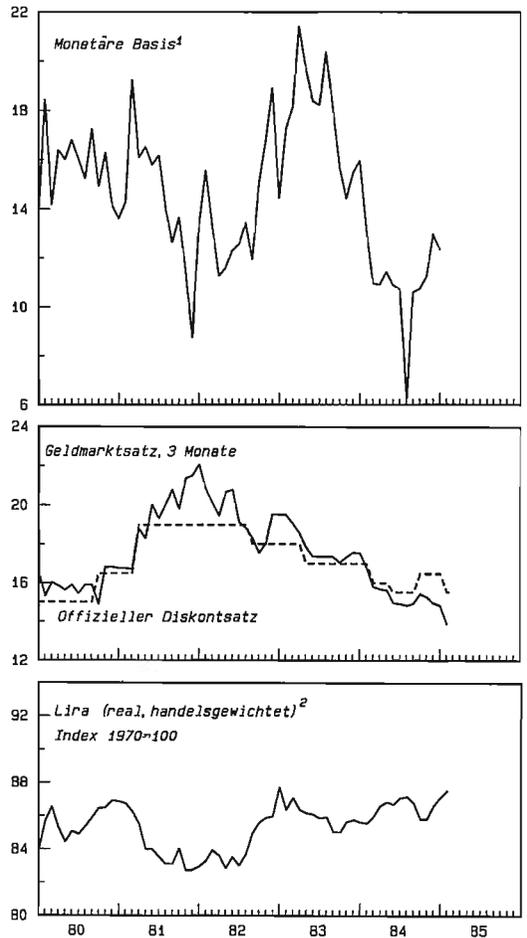
Das Defizit des *Staatshaushalts* belief sich auf 145 Mrd. FF, und sein Anteil am Bruttoinlandprodukt lag bei 3,3. Das Budget für das laufende Jahr sieht ein nominelles Ausgabenwachstum von 6% sowie eine Senkung der Steuerbelastung vor.

Die französische Geldpolitik steht im Einklang mit dem zu Beginn des Jahres festgelegten Geldmengenziel. Die *Banque de France* steuert die Geldmenge M_2R . In den ersten elf Monaten des Jahres 1984 wurde die Geldmenge M_2R auf das Jahr hochgerechnet um 5,9% ausgedehnt. Die Geldmenge befand sich damit im Zielbereich von 5,5% bis 6,5%. Die von den französischen Behörden schon seit längerer Zeit als zu hoch erachteten Zinssätze sanken, als im Spätsommer die Geldpolitik vorübergehend gelockert werden konnte. Ein weiterer Schritt in der gleichen Richtung wurde Anfang Jahr vollzogen, als die *Banque de France* ihren Interventionsatz am Geldmarkt auf 10,5% (-0,25 Prozentpunkte) verringerte. Dies war die sechste Zinssatzreduktion durch die *Banque de France* seit dem Monat Mai 1984. Die Herabsetzung dieses Zinssatzes veranlasste die Banken, den Basiszinssatz – Ausgangspunkt für die Festlegung ihrer Zinskonditionen – um ½ Prozentpunkt auf 11,5% zurückzunehmen. Die Zinssätze auf Einlagen blieben vorerst unverändert. Am Euromarkt setzte sich der Zinsrückgang langsam weiter fort. Dreimonatsdepots wurden Ende Januar noch zu 10¾% (-¼ Prozentpunkte) verzinst.

Italien

Nach dreijähriger Rezession nahm 1984 das *reale Bruttoinlandprodukt* erstmals wieder zu (+2,7%). Die Konjunkturerholung begann damit in Italien später als in den übrigen wichtigen Industrieländern. Das Wachstum der Industrieproduktion beschleunigte sich im zweiten und dritten Quartal, verringerte sich jedoch in den letzten drei Monaten 1984 saisonbereinigt wie-

Grafik 6: Italien



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

² Quelle: OECD

der (-2,5%). Die wichtigste Konjunkturstütze bildete der Export. Im Laufe des Jahres belebte sich zusehends die Binnennachfrage. Der private Konsum nahm tendenziell nur wenig zu, und das Wachstum der Investitionen stieg deutlich, blieb jedoch im Vergleich zu früheren Erholungsphasen bescheiden.

Der Konjunkturaufschwung war mit einer starken Zunahme der Importe verbunden, die das Handelsbilanzdefizit auf 19 000 Mrd. Lire oder 3,2% des Bruttoinlandproduktes anschwellen liess.

Die Beschäftigung stagnierte, und der Anteil der Arbeitslosen an der Erwerbsbevölkerung stieg von durchschnittlich 9,9% auf 10,4% im vergangenen Jahr.

Der Inflationbekämpfung waren deutliche Erfolge beschieden. Die Jahreststeuerung sank von durchschnittlich 15% im Jahr 1983 auf 10,8% im vergangenen Jahr. Im Januar 1985 betrug sie 8,6%. Begünstigt wurde der Teuerungsabbau nicht zuletzt durch die Änderung des Systems der Lohnindexierung und die Massnahmen zur Dämpfung des Preisauftriebs im öffentlichen Sektor.

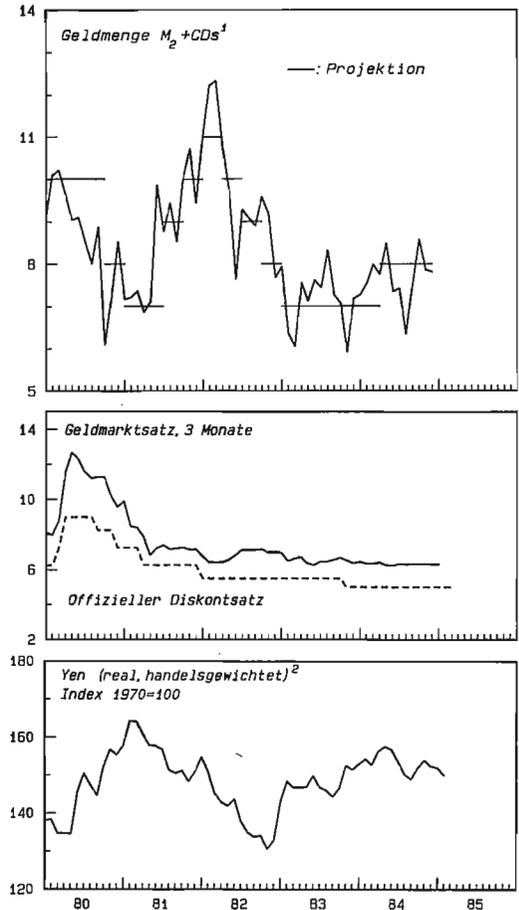
Das *Staatsdefizit* erreichte im Jahr 1984 rund 95 000 Mrd. Lire und entsprach damit annähernd dem budgetierten Wert. Sein Anteil am Bruttoinlandsprodukt sank geringfügig auf etwas weniger als 16%.

Die monetäre Basis übertraf im November und Dezember den entsprechenden Vorjahresstand um durchschnittlich 12,8%. Im Vergleich zu den Vormonaten beschleunigte sich das Geldmengenwachstum leicht. Nach einem vorübergehenden Zinsanstieg im September begannen die Geldmarktsätze wieder zu sinken, und die Rendite der Sechsmontatsschatzwechsel bildete sich zwischen Mitte Oktober und Mitte Januar von 15,4% auf 14% zurück. Im Einklang mit dieser Entwicklung nahm die *Banca d'Italia* am 4. Januar 1985 den Diskontsatz um einen Prozentpunkt auf 15,5% zurück.

Japan

Das *reale Bruttosozialprodukt* stieg im Jahr 1984 um 5,5% (Vorjahr: 3,4%). Der Hauptgrund für das kräftige Wirtschaftswachstum lag in der starken Zunahme der Exporte in die Vereinigten Staaten. Die Verlangsamung des amerikanischen Aufschwungs in der zweiten Jahreshälfte wirkte sich auch auf die japanische Wirtschaft aus. Obwohl sich der private Konsum und die Investitionstätigkeit, die im Jahr 1983 stagniert hatten, im Laufe des Jahres belebten, vermochten die Wachstumsimpulse aus dem Inland die Abschwächung im Exportsektor nicht zu kompensieren. Deshalb verlangsamte sich im zwei-

Grafik 7: Japan



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

² Quelle: OECD

ten Semester auch das Wachstum der Industrieproduktion. Im Jahresdurchschnitt lag die Industrieproduktion um rund 11% über dem Vorjahreswert.

Die japanischen Exporte dehnten sich im vergangenen Jahr rund doppelt so rasch wie die Importe (15,8% bzw. 8%) aus. Damit erreicht die japanische Handelsbilanz einen neuen Rekordüberschuss von 44 Mrd. Dollar (1983: 31,4 Mrd. Dollar). Während der Überschuss gegenüber

den europäischen Handelspartnern unverändert rund 10 Mrd. Dollar betrug, vergrößerte er sich gegenüber den Vereinigten Staaten um 12 Mrd. auf 33 Mrd. Dollar. Der Aktivalsaldo der Ertragsbilanz belief sich auf 35 Mrd. Dollar und machte damit 3% des Bruttosozialproduktes aus.

Infolge des kräftigen Wirtschaftsaufschwungs stieg die Beschäftigung. Die Arbeitslosenrate war mit durchschnittlich 2,7% dennoch leicht höher als im Vorjahr. Die Teuerungsrate lag mit 2,2% geringfügig über dem Vorjahresniveau.

Die japanische *Finanzpolitik* ist auch im kom-

menden Fiskaljahr (Beginn: 1. April 1985) auf eine Reduktion des Staatsdefizits ausgerichtet. Das geplante Ausgabenwachstum beträgt nominal 3,7%. Auf der Einnahmenseite ist die Einführung einer Ertragssteuer auf das im Ausland investierte Kapital vorgesehen.

Das Jahreswachstum der Geldmenge M_2 plus CD belief sich zwischen August und Oktober auf rund 8%. Es entsprach damit der von der *Bank von Japan* für das dritte und vierte Quartal 1984 festgelegten Projektion von 8%. Der Zinssatz für Dreimonatsgeldmarktpapiere belief sich auf 6,3%.

Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunktorentwicklung

2.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

2.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

2.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1982	1983	1984	1984						1985a)
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	9,7	9,6	7,5	7,5	7,5	7,2	7,3	7,1	7,2	7,3
BRD	7,7	9,2	9,2	9,2	9,3	9,1	9,2	9,1	9,0	9,2
Grossbritannien b)	11,5	12,3	12,7	12,6	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	13,0
Frankreich b, d)	8,9	8,9	10,2	10,4	10,4	10,5	10,4	10,5	10,6	10,7
Italien b)	9,1	9,9	10,4	11,0c)	9,6c)	10,1c)	10,1	-	-	-
Japan	2,4	2,6	2,7	2,7	2,8	2,7	2,8	2,6	2,6	2,4
Schweiz	0,4	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	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)			
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	-11,2	-41,6	-100,0	-9,7	-12,0	-17,2	-19,7	-24,7	-32,9	-
BRD	3,3	3,3	5,6	0,7	-0,0	0,7	0,8	-0,2	1,6	3,4
Grossbritannien	8,3	4,4	0,2	-0,1	1,4	0,7	0,7	-0,5	-0,7	0,6
Frankreich	-11,6	-3,5	-0,1	-1,0	0,3	0,3	-1,3b)	0,1b)	0,5b)	-0,6b)
Italien	-5,5	0,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-
Japan	6,8	20,8	35,0	6,3	6,9	6,2	4,8	9,8	8,9	-
Schweiz	4,0	3,4	3,6	0,5b)	0,6b)	1,0b)	1,0b)	1,0b)	0,7b)	0,9b)

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

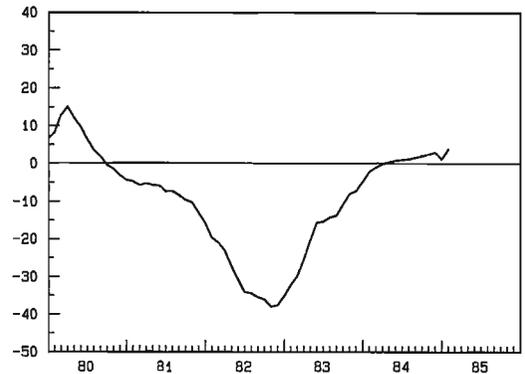
1. Überblick

Die konjunkturellen Auftriebstendenzen blieben auch im vierten Quartal wirksam. Sowohl die Industrieproduktion als auch das Bruttoinlandprodukt stiegen weiter. Obschon sich die Zuwachsraten des Exports im Laufe des Jahres 1984 verringerten, trug dieser wesentlich zur Verbesserung der Wirtschaftslage bei. Die im Rahmen von Konjunkturumfragen gemeldeten Tendenzen bezüglich Produktion und Auftrags-eingängen vermitteln ein vorsichtig optimistisches Bild auch für die kommenden Monate. Der leichte Rückgang des Indikators «Geschäftsgang der Industrie» im Dezember dürfte von vorübergehender Natur gewesen sein. Es scheint sich, in Übereinstimmung mit einzelnen Prognosen, eine gewisse Verlagerung der Wachstumsimpulse vom Export auf die inländischen Nachfragekomponenten Konsum und Ausrüstungsinvestitionen abzuzeichnen. Die Investitionsgüterimporte weisen seit einigen Monaten einen klar nach oben gerichteten Trend auf. In geringerem Ausmass gilt dies auch für die Kleinhandelsumsätze. Die konjunkturelle Konsolidierung geht überdies mit einer substantiellen Verbesserung der Unternehmererträge einher.

Die Beschäftigung, die sich im dritten Quartal stabilisierte, hat im vierten Quartal leicht zugenommen, während sich auf saisonbereinigter Basis die Zahl der Arbeitslosen und der Kurzarbeiter weiter verminderte. Zudem sind nun nach Meinung der Unternehmer die Belegschaften im vierten Quartal 1984 erstmals seit Jahren nicht mehr überhöht. Die offenen Stellen und der Überstundenanteil am Total der geleisteten Arbeitsstunden stiegen ebenfalls an.

Die bereingte Notenbankgeldmenge entwickelte sich im vierten Quartal zielkonform. Im Durchschnitt der Monate Oktober bis Dezember 1984 lag sie um 3,1% über dem Stand der Vorjahresperiode. Die durchschnittliche Wachstumsrate 1984 blieb mit 2,6% geringfügig hinter dem Ziel von 3% zurück. Die Geldmarktsätze (Eurofranken) bewegten sich im vierten Quartal zwischen 5½% und 4¾% und lagen meistens leicht über

Grafik 8: Geschäftsgang in der Industrie¹



¹ Geglättet

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

den Kapitalmarktsätzen. In der zweiten Januarhälfte und im Februar 1985 wiesen die Eurofrankensätze eine steigende Tendenz auf.

Die Jahresteuersatzrate bewegte sich auch im vierten Quartal um 3%. Allerdings rechnen gemäss dem KOF-Konjunkturtest die Unternehmer in den nächsten Monaten mit einer markanten Erhöhung der Einkaufspreise, und sie beabsichtigen, die Verkaufspreise im In- wie Ausland kräftig anzuheben.

Im vierten Quartal lag der exportgewichtete Auswert des Schweizerfrankens sowohl real wie nominal unter dem Vorjahresstand. Der Schweizerfranken verlor gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des britischen Pfundes an Wert, und dies auch noch im Januar und Februar.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Die Industrieproduktion der Schweiz lag im dritten Quartal 1984 rund 5% über dem Vorjahreswert. Auf saisonbereinigter Basis wurde auch im Vergleich zum Vorquartal eine Produktionssteigerung erzielt. Den gleichen Verlauf, nur mit

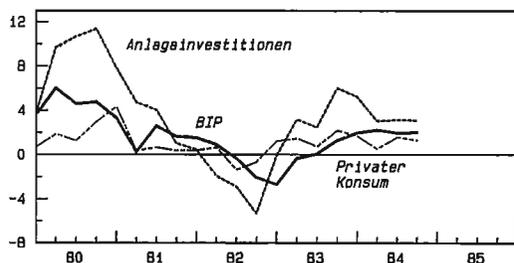
etwas kleineren Zuwachsraten, zeigte die Entwicklung des realen Bruttoinlandproduktes.

Das Bruttoinlandprodukt und die Industrieproduktion wuchsen im vierten Quartal weiter. Nach dem vorlaufenden Indikator «Unternehmungspläne» der KOF-Konjunkturumfragen kann zudem im ersten Quartal 1985 mit einer weiteren, wenn auch bescheidenen Produktionsausweitung gerechnet werden. In den exportorientierten Branchen, insbesondere in der Maschinenindustrie und der Uhrenindustrie, ist die Wachstumsdynamik vor dem Hintergrund der vorherigen Krise eindeutig ausgeprägter als in den binnenwirtschaftlich ausgerichteten Industriebereichen. Die Fertigfabrikatelager, die in den vergangenen Monaten abgebaut wurden, gelten per saldo nur noch geringfügig als zu hoch.

Da die Unternehmer die Produktionskapazitäten parallel zur Produktionsentwicklung vergrössert hatten, verharrte die Kapazitätsauslastung im vierten Quartal mit einem Wert von rund 84% auf dem Vorquartalsstand. Damit liegt sie um 3 Prozentpunkte unter dem 1980 erreichten Höchststand.

Der Bestellungseingang in der Industrie stagnierte im vierten Quartal auf saisonbereinigter Basis sowohl bei den inland- wie auslandorientierten Unternehmen. Er lag allerdings deutlich über dem entsprechenden Vorjahresquartal. In den nächsten Monaten ist, nicht zuletzt wegen des schwächeren Schweizerfrankens, mit einem zunehmenden Auftragseingang zu rechnen.

Grafik 9: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

Privater Konsum

Der private Konsum von Gütern und Dienstleistungen nahm im vierten Quartal weiter zu. Im Detailhandel waren die Umsätze höher, als die Unternehmer erwartet hatten. Gemäss der monatlichen Umfrage der KOF-ETH schwächte sich das Umsatzwachstum allerdings ab. Die Importe von dauerhaften Konsumgütern nahmen im vierten Quartal erneut stark zu und lagen real um rund 29% über dem Vorjahreswert.

Im Tourismus stieg die Nachfrage im vierten Quartal im Vorjahresvergleich an. Insbesondere brachte der Winteranfang den Hotel- und Kurbetrieben eine kräftige Zunahme der Zahl der Übernachtungen. Die Meldungen aus den Fremdenverkehrsgebieten lassen den Schluss zu, dass die Hotels in der Wintersaison 1984/85 gut belegt sind. Bei den ausländischen Gästen scheint sich eine Tendenzwende zu höheren Frequenzen abzuzeichnen, denn 1984 ging die Zahl der Logiernächte bei den ausländischen Gästen noch um 2,5% zurück.

Investitionen

Wie erwartet nahm die Investitionstätigkeit im dritten Quartal beschleunigt zu. Gemäss Nationaler Buchhaltung stiegen die realen Bau- und Ausrüstungsinvestitionen saisonbereinigt mit praktisch gleicher Wachstumsrate. Der wertmässige Auftragseingang im Wohnungsbau lag um 14% höher als im Vorjahr. Gemessen an den neubeanspruchten Baukrediten, einem mitlaufenden Indikator, dehnte sich die Bauproduktion in den beiden Monaten Oktober und November gegenüber der Vorjahresperiode wertmässig um 10% aus. Auch die Importe von Baustoffen sowie die vom Schweizerischen Baumeisterverband mitgeteilten Bauvorhaben lassen für das vierte Quartal eine ähnlich starke Expansion erwarten. Die Bautätigkeit dürfte sich immer noch hauptsächlich auf den privaten Wohnungsbau konzentrieren. Die Zeichen einer Belebung bei den Industriebauten mehren sich. Sowohl die neubezwillingten Baukredite als auch die von den eidgenössischen Arbeitsinspektoraten begutachteten Projekte nahmen im vierten Quartal zu. Gemäss den Bauprojekten expandieren vor allem die che-

Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

¹⁾ Neu- und Erweiterungsbauten

²⁾ Nicht verfügbar

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

mische und die Maschinen- und Apparateindustrie.

Die in der Nationalen Buchhaltung für das dritte Quartal ausgewiesene Zunahme der Produktionsmittel dürfte auch im vierten Quartal angehalten haben. Die Investitionsgütereinfuhren geben dafür einen Hinweis. Danach erstreckt sich die Investitionsbelegung mit Ausnahme der holzverarbeitenden Industrie auf alle Industriezweige.

Aussenhandel

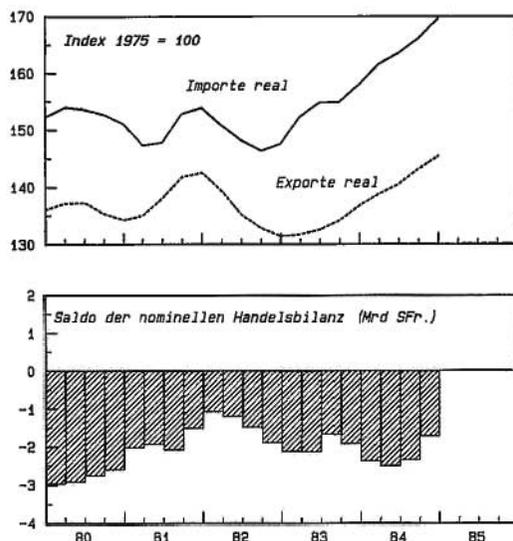
Exporte

Der anhaltende wirtschaftliche Aufschwung in wichtigen Absatzländern und die gleichzeitige Tieferebewertung des Schweizerfrankens führten auch im vierten Quartal zu einer Zunahme der Exporttätigkeit und trugen zur starken Ausweitung der Exporte im Jahr 1984 bei. Gegenüber dem Vorjahr nahmen 1984 die Ausfuhren nominal um 11,1% und real um 6,4% zu. Die Exportsteigerung konzentrierte sich vor allem auf die USA, Japan und Kanada. Die Ausfuhren nach der Bundesrepublik Deutschland erhöhten sich wertmässig mit 10,8% etwa im Rahmen der Gesamtexporte; die Exporte nach den Entwicklungsländern lagen dagegen nur um 2,7% über dem Vorjahreswert.

Die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten nahmen im Jahresvergleich mit nominal

13,1% bzw. real 9,8% am stärksten zu. Die Zunahme der Lieferungen von Konsumgütern entsprach mit 12,4% nominal und 6,4% real etwa der Entwicklung der Exporte insgesamt, während die Investitionsgüter den geringsten Anstieg auswiesen.

Alle Branchen konnten 1984 ihre Exporte steigern, wenn auch in unterschiedlichem Ausmass. Den grössten nominalen und realen Zuwachs

Grafik 10: Aussenhandel¹⁾

¹⁾ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

verzeichnete die Textil- und Bekleidungsindustrie, gefolgt von der chemischen Industrie. Die Exporte der Metallindustrie, welche im Vorjahr nominal stagniert hatten und real sogar zurückgegangen waren, wiesen 1984 wieder eine Zunahme aus, die jedoch volumenmässig deutlich unter dem Gesamtmittel lag.

Importe

Im vierten Quartal nahmen die Einfuhren sowohl nominal wie auch real kräftig zu. Diese Zunahme ging mit einer deutlichen – teilweise wechselkursbedingten – Steigerung der Importpreise im zweiten Halbjahr 1984 einher.

Die Veränderungen der Einfuhren nach Ländern im Jahre 1984 widerspiegelten teilweise die Wechselkursentwicklung. Während die Importe aus den europäischen OECD-Ländern um 15,7% zunahm, sanken die Einfuhren aus den aussereuropäischen OECD-Ländern, allen voran diejenigen aus den USA und aus Kanada, um insgesamt 2%. Die Importe aus den Entwicklungsländern nahmen 1984 gegenüber dem Vorjahr um 16,2% zu.

Die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten, von Konsumgütern und – in etwas geringem Ausmasse – von Investitionsgütern stiegen im vierten Quartal. Für das ganze Jahr 1984 betrug die Zunahme der Rohstoffe- und Halbfab-

brikateinfuhren nominal 17% und real 10,1%, während die entsprechende Erhöhung bei den Konsumgütern 13,6 bzw. 9,6% und bei den Investitionsgütern 4,4 bzw. 3,6% ausmachte.

Die wertmässige Zunahme der Güterimporte lag wesentlich über derjenigen der Güterexporte. Dies führte zu einer starken Zunahme des Handelsbilanzdefizits, das mit 8,4 Mrd. Franken im Jahr 1984 deutlich über dem Passivsaldo des Vorjahres lag.

Der Überschuss der Ertragsbilanz betrug im vierten Quartal 2,2 Mrd. Franken und im Jahr 1984 8,4 Mrd. Franken.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Der Index der Beschäftigten ging im letzten Quartal 1984 im Vergleich zum Vorquartal saisonbedingt um 2,3% zurück. In der Industrie lag er um 0,2% unter und in der Bauindustrie um 1,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Beschäftigung im Dienstleistungssektor stieg um 0,3%. Im Durchschnitt des ganzen Jahres 1984 ergab sich wiederum ein leichter Beschäftigungsrückgang. Diese Entwicklung spiegelt sich in der von 0,8% im Jahr 1983 auf 1,0% im vergangenen Jahr gestiegenen Arbeitslosenquote. Die saisonbereinigten Zahlen lassen aber eher eine Verbesserung der Arbeitsmarktsituation im vierten Quartal 1984 vermuten.

Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1981	1982	1983	1984	1984						1985
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	
Index der Beschäftigten ¹	1,0	- 1,1 ²	- 1,3	- 0,4	- 0,5	- 0,1	0,2	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{3,4}	0,2	0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2
Ganzarbeitslose ⁴	5 889	13 220	26 288	32 061	32 424	29 651	31 986	29 562	32 304	34 093	36 161
Kurzarbeiter ⁴	5 704	36 611	48 930	11 232	14 067	2 723	5 076	5 396	6 166	3 665	4 437
Offene Vollzeitstellen ⁴	11 876	6 352	5 591	6 269	6 462	6 829	6 314	6 468	6 654	5 819	6 492

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

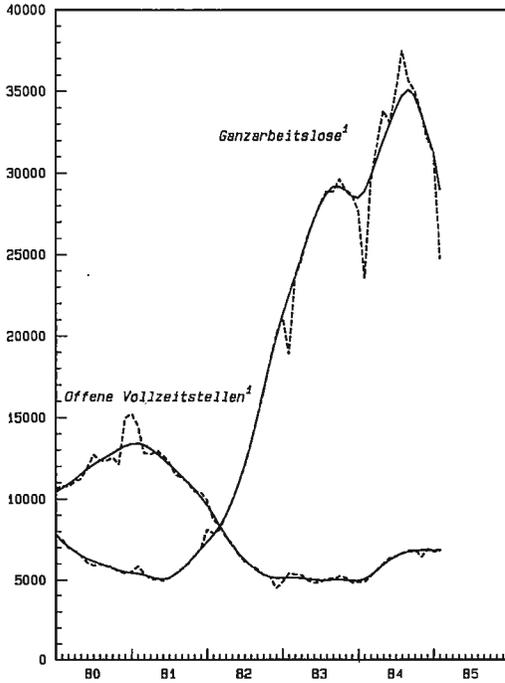
² Nach Korrektur der Verschiebung des Erhebungsmonats im Bauhauptgewerbe vom 2. auf den 3. Monat des Quartals

³ Verhältnis von Ganzarbeitslosen zur erwerbstätigen Wohnbevölkerung von 1980 in Prozent

⁴ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

Grafik 11: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und glatte Komponente
 Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Die Zahl der Ganzarbeitslosen stieg im vierten Quartal saisonbedingt an und erreichte Ende Dezember rund 34 000. Im Jahresdurchschnitt 1984 lag sie mit 32 061 um rund 6000 höher als im Vorjahr. Gleichzeitig sank die Zahl der Kurzarbeiter deutlich von 48 930 im Jahr 1983 auf 11 232, was teilweise auf die Wirkung des neuen Bundesgesetzes über die obligatorische Arbeitslosenversicherung und die Insolvenz-Entschädigung (AIVG) zurückgeführt werden kann. Die Zahl der offenen Vollzeitstellen nahm im Jahresdurchschnitt gegenüber dem Vorjahr deutlich zu.

Preise und Löhne

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im vierten Quartal 1984 um 3,0% höher als ein Jahr zuvor, und im Jahresmittel ergab sich gleich wie 1983 eine Zunahme von 2,9%. Ein Unsicherheitsfaktor für die nächste Zeit, der in den letzten

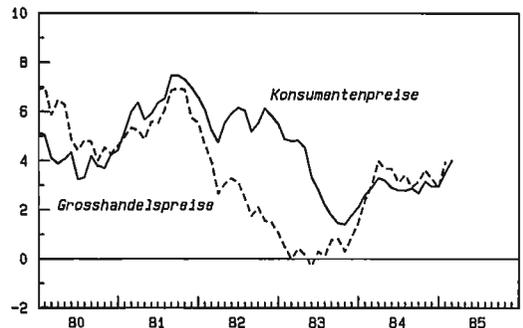
Monaten wieder mehr Gewicht gewann, bildet die Wechselkursentwicklung.

Im Januar 1985 betrug die Monatsteuerung 1,0%. Dabei handelte es sich um den grössten Indexanstieg innerhalb eines Monats seit Mai 1982. Gaben damals Mietpreiserhöhungen den Ausschlag, so war es jetzt der massive Anstieg der Heizölpreise (+9,1%) und der Preise für Gemüse, die teils wechselkursbedingt, teils als Folge der kalten Witterung extreme Ausschläge verzeichneten. Mit 0,8% fiel die Teuerung auch im Februar hoch aus. Die Jahresteuerrate erhöhte sich damit innert zweier Monate von 2,9% auf 4%.

Auf der Grosshandelsstufe stiegen die Preise zwischen dem vierten Quartal 1983 und dem vierten Quartal 1984 um 3,3% (Jahresmittel +3,2%). Die reale Tieferebewertung des Schweizerfrankens an den Devisenmärkten schlug sich in einem verhältnismässig starken Anstieg der Preise für Importwaren nieder (+4,7%). Die in den Index eingehenden Preise der Inlandwaren wurden demgegenüber nur um durchschnittlich 2,7% angehoben.

Die Arbeitnehmerverdienste lagen nach Berechnungen des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit im vierten Quartal um 1,7% höher als vor einem Jahr. Unter Berücksichtigung der Konsumteuerung ergibt sich daraus eine Reallohneinbusse von 1,3%.

Grafik 12: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat
 Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

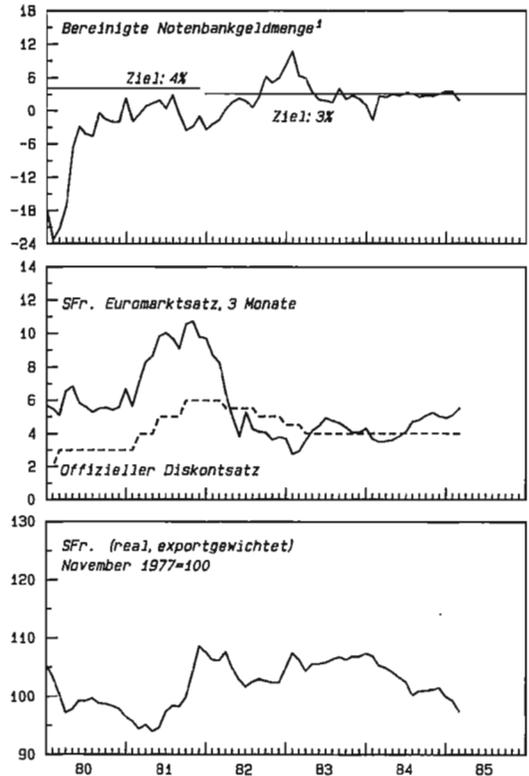
3. Der monetäre Bereich

Die Entwicklung der Geldaggregate

Im vierten Quartal weitete die Schweizerische Nationalbank die bereinigte Notenbankgeldmenge im vorgesehenen Rahmen aus. Da die Ausdehnung dieses Aggregats in den ersten drei Quartalen etwas hinter dem Ziel von 3% zurückgeblieben war, betrug die Jahreswachstumsrate für 1984 2,6% gegenüber 3,6% im Vorjahr.

Für 1985 hat die Nationalbank erneut ein Wachstumsziel von 3% für die bereinigte Notenbankgeldmenge festgelegt. Im Januar betrug sie durchschnittlich 31,8 Mrd. Franken und lag damit um 3,5% über dem Stand vor Jahresfrist. Die Höhe dieses Anstiegs erklärt sich aus einer unerwartet starken Zunahme des Notenumlaufs, die sich im Laufe des Februars zu normalisieren begann. Die Giroguthaben nahmen ihrerseits im Vorjahresvergleich um 1,6% ab.

Grafik 13: Schweiz



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

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimokredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1980	21 740	3,3	7342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	8,7	605	30 484	2,6
1983 4. Q.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1. Q.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2. Q.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 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
1984 Okt.	23 135	3,0	7852	0,7	525	30 462	2,7
1984 Nov.	23 236	2,9	8062	7,8	529	30 769	3,2
1984 Dez.	25 026	3,4	9212	5,4	1443	32 795	3,6
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

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

Tabelle 6: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1980	- 8,1	18,9	5,9
1981	- 3,2	11,2	3,7
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,8	5,8	6,3
1983 4. Q.	1,8	- 1,5	6,5
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	5,7
1984 4. Q. ²	4,0	8,6	6,3
1984 Okt.	1,7	7,3	6,2
1984 Nov.	1,3	6,7	5,2
1984 Dez. ²	9,0	11,9	7,5

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate. Revidierte Zahlen; vgl. Quartalsheft 1/1985, «Revision der Geldmengenstatistik»

² Inklusive Fürstentum Liechtenstein

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

Geldmarkt

Das Geschehen auf dem Geldmarkt stand im vierten Quartal im Zeichen der Vorbereitung des Jahresresultimos. Nachdem bis zu den Weihnachtsfeiertagen alles reibungslos verlaufen war, kam es in den letzten Tagen des Jahres zu Anspannungen, die sich in einem markanten Anstieg des Zinssatzes für Ultimogeld widerspiegeln. Ausschlaggebend war ein ungewöhnlicher Anstieg des Notenumlaufs nach Weihnachten. Die Nationalbank sah sich noch am letzten Arbeitstag des Jahres veranlasst, zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen.

Im Durchschnitt der Periode November bis Januar lagen die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank um 6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Finanzierung des zusätzlichen Liquiditätsbedarfs an den Monatsenden durch die Nationalbank erfolgte im November und Januar über den traditionellen Notenbankkredit (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten), während am Jahresende auch zusätzliche Swapkredite abgeschlossen wurden.

Die Eurofrankensätze bildeten sich von Mitte

Tabelle 7: Veränderung von wichtigen Fremdwährungskursen des Schweizer Frankens¹

	November 1984 – Februar 1985 ²		4. Quartal 1983 – 4. Quartal 1984 ³	
	nominal	real	nominal	real
US-\$	-4,2	-4,0	-14,0	-14,8
Yen	-2,0	-1,0	- 9,7	- 9,0
D-Mark	-1,0	-1,0	- 2,1	- 1,2
fFr.	-1,1	-1,2	- 1,6	- 5,0
£	0,0	+0,1	+ 3,6	+ 1,7
Lit.	-1,2	-1,7	- 0,2	- 5,8

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

² Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent

³ Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent

November bis Anfang Januar tendenziell zurück und zogen erst in der zweiten Januarhälfte und im Februar wieder deutlich an. Da die Dollarzinsen auch im Januar sanken, halbierte sich die Differenz zwischen Franken- und Dollarzinsen, die im vergangenen Jahr noch gegen 6% betragen hatte.

Parallel zur Entwicklung am Eurofrankenmarkt senkten die Grossbanken ihre Festgeldsätze zunächst per 5. November und 8. Januar um insgesamt ½ Prozentpunkt und erhöhten sie Anfang Februar in zwei Schritten um ¾ Prozentpunkt auf 5%. Die Verzinsung der eidgenössischen Geldmarkt-Buchforderungen lag in der Regel etwas unter den entsprechenden Eurofrankensätzen.

Devisenmarkt

Im Laufe der Monate November 1984 bis Februar 1985 wertete sich der Schweizerfranken gegenüber dem amerikanischen Dollar weiter ab. Der Dollar erreichte im Februar mit einem Kurs von zeitweise mehr als Fr. 2.90 einen seit über 10 Jahren nicht mehr erreichten Höchststand. Ähnlich entwickelte sich der Frankenkurs des japanischen Yen, der im Februar auf über Fr. 1.06 je 100 Yen stieg. Auch die D-Mark notierte deutlich höher als vor Jahresfrist. Einzig der Kurs des Pfundes bildete sich leicht zurück.

Der reale Frankenkurs sank im vierten Quartal im Vergleich zum Vorjahresquartal gegenüber allen

wichtigen Handelspartnern. Mit 14,8% fiel der Rückgang gegenüber den Vereinigten Staaten am stärksten aus. Der mit den Ausfuhranteilen der 15 wichtigsten Handelsländer gewichtete Index des realen Frankenkurses lag um 4,8% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Kapitalmarkt

Die Renditen am Obligationenmarkt bildeten sich in den letzten zwei Monaten des vergangenen Jahres leicht zurück. Im Januar 1985 blieben sie praktisch konstant und wuchsen im Februar wieder leicht an. Die Bewegungen waren insgesamt geringfügig, und die Schwankungsbreite betrug, gemessen an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen, im zweiten Halbjahr 1984 weniger als $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt. Die Coupons blieben weitgehend unverändert; nur im November und im Januar gelangten einige Schuldner mit Zinssätzen, die um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt über bzw. unter den in der übrigen Zeit üblichen Sätzen lagen, an den Markt.

Die seit Mai 1984 emittierten Bundesanleihen trugen alle einen Coupon von 4 $\frac{3}{4}$ %. Bei den beiden im Dezember und Januar aufgelegten Anleihen wurden aufgrund der eingegangenen Offerten Ausgabepreise von 100,5% bzw. 99,9% festgelegt, was bei Laufzeiten von 12 bzw. 15 Jahren Renditen von 4,70% und 4,76% ergab.

Die Beanspruchung des Kapitalmarkts durch Ob-

ligationen anleihen in- und ausländischer Schuldner (ohne Konversionen) betrug im vierten Quartal 4,4 Mrd. Franken (erstes bis viertes Quartal 1984: 18,1 Mrd.). Gleichzeitig wurden 1,6 Mrd. (5,8 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass sich die Nettobeanspruchung auf 2,8 Mrd. (12,3 Mrd.) belief. Davon entfielen 21% (26%) auf inländische und der Rest auf ausländische Schuldner.

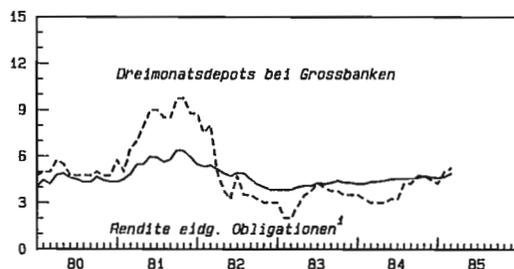
Kapitalexport

Im vierten Quartal 1984 beliefen sich die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexporte auf 9,3 Mrd. Franken, was einen Rückgang um 17% gegenüber dem Vorjahresquartal bedeutet. Die Anleihen verringerten sich gegenüber dem Vorjahresquartal um 8% auf 3,0 Mrd., die Notes-Emissionen um 17% auf 4,2 Mrd. und die Kredite um 27% auf 2,1 Mrd. Der allgemeine Rückgang dürfte zu einem wesentlichen Teil auf die zunehmende Unsicherheit über die zukünftige Wechselkursentwicklung zurückzuführen sein, die einzelne Schuldner veranlasst haben mag, mit einer beabsichtigten Verschuldung in Schweizerfranken zuzuwarten. Zum anderen spielte der Basis-effekt eine Rolle, denn im vierten Quartal 1983 hatte sich der bewilligungspflichtige Kapitalexport auf dem Jahreshöchststand bewegt.

Im Jahr 1984 lagen die bewilligten Kapitalexporte mit 40,9 Mrd. Franken leicht über dem Niveau des Vorjahres von 40,2 Mrd. Franken. Die Notes-Emissionen fielen mit 48% anteilmässig wiederum am stärksten ins Gewicht, wenn auch gegenüber dem Vorjahr ein Rückgang um 6% auf 19,5 Mrd. Franken zu verzeichnen war. Die Anleihe-emissionen nahmen um 8% zu und machten mit 11,2 Mrd. Franken 27% des gesamten bewilligten Kapitalexports aus, während die Kredite an ausländische Schuldner um 12% auf 10,3 Mrd. anstiegen und einen Anteil von 25% erreichten.

Wie schon im Vorjahr entfiel etwas mehr als die Hälfte der Notes-Emissionen auf japanische Schuldner, wobei sich die Wandelnotes angesichts der haussierenden Tokioter Börse besonderer Beliebtheit erfreuten (69%). Der Anteil der Doppelwährungsanleihen an den öffentlichen Anleihen ausländischer Schuldner lag 1984 bei 9%,

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

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 ²	11 150,4	19 463,5	8 557,9	1 770,3	40 942,1
1983 4. Q.	3 229,1	5 044,0	2 385,3	531,1	11 189,5
1984 1. Q.	3 221,5	5 682,3	2 488,4	1 010,4	12 402,6
2. Q.	2 947,9	6 134,2	2 184,7	235,6	11 502,4
3. Q.	2 022,7	3 747,0	2 035,4	241,5	8 046,6
4. Q. ²	2 958,3	4 190,0	1 869,4	259,8	9 277,5

¹ Inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

² provisorisch

verglichen mit 12% im Vorjahr. Der vergleichsweise niedrige Anteil der Kredite von 25% – 1981 beispielsweise hatte er noch 40% betragen – kann im wesentlichen durch die anhaltenden Zahlungsschwierigkeiten einer Anzahl hochverschuldeter Entwicklungsländer erklärt werden.

Nach Ländergruppen gegliedert, ergibt sich gegenüber 1983 ein leicht verändertes Bild. 1984 gingen 74% aller bewilligungspflichtigen Kapitalexporte an Industrieländer (im Vorjahr 79%) und 9% an Entwicklungsländer, womit der bei dieser Ländergruppe seit drei Jahren rückläufige Trend aufgehalten wurde. Entwicklungsorganisationen, insbesondere die Weltbank, beanspruchten 14% (gegenüber 11% im Vorjahr), die Opec-Staaten und die Staatshandelsländer die restlichen 3%. Die vermehrte Beanspruchung des Marktes durch Entwicklungsorganisationen ist Ausdruck einer Zunahme der indirekten Mittelaufnahme der Entwicklungsländer.

Bankbilanzen und Kredite

Das Wachstum der Bankbilanzen beschleunigte sich 1984. Die Beschleunigung ist dem Dollarkursanstieg zuzuschreiben. Die Bilanzsumme der 71 Banken lag Ende Dezember um 10,0% über dem Niveau von Ende 1983, während sich 1983 ein Jahreswachstum von 7,2% ergeben hatte. Unter der Annahme unveränderter Umrechnungskurse für Dollarpositionen hätte die Bilanzsumme um gut 6% zugenommen, also mit einer Zuwachsrate, die unter dem Durchschnitt der letzten Jahre liegt.

Eine starke Zunahme verzeichnete im Berichtsjahr das Fremdwährungsgeschäft. Das Jahreswachstum der Publikumsgelder in fremder Währung bezifferte sich Ende Jahr auf 30,6%; Wechselkursbereinigt betrug es rund 12%. Die Entwicklung bei den Fremdwährungen widerspiegelt sowohl das anhaltende Vertrauen der Anleger im In- und Ausland in den Dollar als auch die starke Stellung der Schweizer Banken bei der internationalen Kundschaft. Die auf der Passivseite der Bilanz neu zugeflossenen Fremdwährungen plazierte die Banken auf der Aktivseite und in Form von Krediten bei Kunden und bei Drittbanken.

Die Inlandkredite wiesen Ende Dezember ein konjunkturbedingt beschleunigtes Jahreswachstum von 9,5% auf (Dezember 1983: 6,2%). Höhere Zuwachsraten als in den Vorjahren wiesen im Inland-Frankenbereich vor allem die Baukredite, aber auch die kommerziellen Kredite und die Hypotheken auf, während der Stand der Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften gegen Ende 1984 unter das Vorjahresniveau fiel.

Die Passivseite der Bilanz wurde im Berichtsjahr stark geprägt durch die attraktiven Anlagemöglichkeiten im Dollarbereich. Der Zuwachs der Frankeneinlagen fiel infolgedessen relativ knapp aus. Die aus dem Inland stammenden *Publikumsgelder* verzeichneten Ende Dezember 1984 eine Zunahme um 9,6%; der Zufluss an Schweizerfranken aus dem Inland lag aber nur um 6,5% höher als im Vorjahr und verteilte sich einigermaßen gleichmässig auf Kassenobligationen, Festgelder und Spargelder. In der zweiten Jahreshälfte kamen die Festgeldsätze deutlich über

die Sparsätze zu liegen, so dass 1984 insgesamt nur noch knapp ein Drittel so viele Spargelder zufließen wie im Vorjahr. Das Jahreswachstum der ausländischen Publikumsgelder bezifferte sich Ende Jahr auf 18,5%.

Das Jahreswachstum der *treuhänderischen* Ein-

lagen beschleunigte sich auf 24,2% per Ende 1984 (1983: +8,5%) und fand wie üblich in erster Linie im Fremdwährungssektor (+28,2%) statt; die Frankengeschäfte weiteten sich um 4,4% aus. Die Zunahme der Treuhandverpflichtungen der Banken war überwiegend auf Einlagen aus dem Inland zurückzuführen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 8 mars 1985*

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

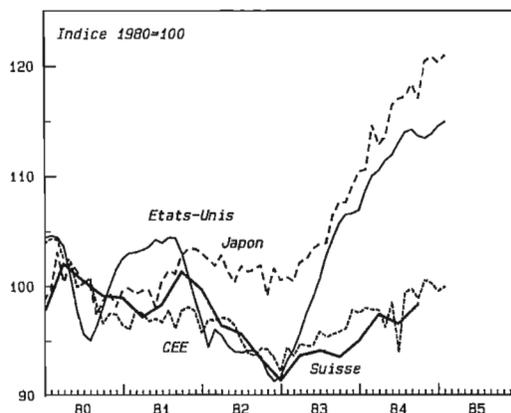
Evolution conjoncturelle

Dans les Etats membres de l'OCDE, l'amélioration de la conjoncture a pris un nouvel élan au quatrième trimestre de 1984. De fortes impulsions sont venues de la demande américaine. Le produit national brut réel s'est accru dans tous les grands pays industrialisés, et la production industrielle a augmenté vigoureusement. Aux Etats-Unis notamment, la croissance économique qui avait quasiment cessé au troisième trimestre a repris, dissipant ainsi les craintes d'un ralentissement conjoncturel dans les pays européens et au Japon. Une baisse brutale de la demande américaine aurait en effet rendu très fragile la poursuite de l'amélioration économique dans ces pays.

Pour l'année 1985, la plupart des instituts de prévisions conjoncturelles s'attendent à une croissance du produit national brut de 3% à 4% aux Etats-Unis et de quelque 5% au Japon. L'expansion sera plus faible dans les pays industrialisés européens, puisqu'elle devrait s'inscrire, selon les estimations, entre 2% et 3%. Au dehors des Etats-Unis, la demande étrangère restera, dans un premier temps, le principal soutien de la conjoncture. Toutefois, le secteur axé sur la demande intérieure devrait aussi s'animer graduellement sous l'effet de la bonne marche des exportations.

Au Japon et dans la plupart des pays industrialisés européens, la demande de biens de consommation est restée faible comparée aux

Graphique 1 : Production industrielle



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

cycles antérieurs. Son niveau relativement bas s'explique probablement par le chômage, en Europe élevé, et par l'augmentation modeste du revenu réel disponible, une conséquence en partie des nombreux demandeurs d'emploi. En 1984, les salaires nominaux ont été relevés de 5,5% en moyenne dans les pays de l'OCDE. Par rapport à l'année précédente, leur progression a ralenti de nouveau. Pour l'année en cours, la hausse des salaires nominaux faiblira vraisemblablement une fois encore dans la plupart des pays européens. En revanche, elle pourrait s'accélérer légèrement aux Etats-Unis et au Japon.

Après avoir stagné au troisième trimestre de 1984, l'emploi s'est remis à croître aux Etats-Unis et au Japon vers la fin de l'année. En Europe, il a évolué diversement: il a augmenté en République fédérale d'Allemagne, au Royaume-Uni et dans maints petits pays, alors qu'il a stagné en Italie et fléchi en France. Grâce à la progression de l'emploi, le chômage a diminué aux Etats-Unis et au Japon. Par contre, le nombre des chômeurs s'est accru dans la Com-

* Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1984 et de janvier 1985.

munauté Economique Européenne, où le taux de chômage a passé de 10,3% à la fin de 1983 à 11,3% un an plus tard.

Du troisième au quatrième trimestre, l'inflation a continué son mouvement de repli dans la zone de l'OCDE. En moyenne, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 4,9% au mois de décembre; un taux inférieur à 5% n'avait plus été observé depuis le mois d'octobre 1972. Dans les sept principaux pays industrialisés, il se chiffrait à 4,1%.

Marchés des changes

Entre les mois d'octobre 1984 et de février 1985, les marchés des changes ont été marqués une fois de plus par la revalorisation du dollar vis-à-vis de toutes les autres principales monnaies. La hausse de la monnaie américaine a été particulièrement vigoureuse face au franc suisse et à la livre sterling. Bien que l'écart se soit réduit entre les rémunérations sur le dollar et sur les autres principales monnaies, la demande de dollars est restée forte. Cette fermeté peut être attribuée notamment à l'évaluation optimiste de la conjoncture aux Etats-Unis et aux anticipations inflationnistes modérées.

La réduction du taux de l'escompte par le Système de Réserve Fédérale n'a guère eu d'effets sur les taux de change, car le marché l'avait déjà anticipée. Les interventions effectuées par plusieurs banques centrales ont freiné, tout au plus temporairement, la hausse du dollar. Vers la fin

du mois de février, l'incertitude s'est répandue sur les marchés des changes, après une phase de vive revalorisation, et quelques banques centrales ont cédé de nouveau des dollars; le cours de la monnaie américaine a alors fléchi.

Au sein du Système monétaire européen, les monnaies ont fluctué à l'intérieur des marges fixées. Au mois de février, plusieurs d'entre elles étaient proches de leur point d'intervention.

Politique économique

Vers la fin du quatrième trimestre, la croissance des agrégats monétaires s'est accélérée légèrement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Italie, mais elle a faibli, notamment au mois de décembre, en République fédérale d'Allemagne. Les agrégats ont évolué dans le cadre des limites qui avaient été fixées. Les objectifs adoptés pour 1985 ne diffèrent guère de ceux de l'année précédente ou leur sont légèrement inférieurs.

Les taux d'intérêt ont diminué quelque peu au cours du quatrième trimestre. Un revirement de tendance s'est produit toutefois en janvier; au Royaume-Uni en particulier, il a pris une ampleur spectaculaire.

La plupart des pays ont poursuivi leurs efforts en vue de réduire les déficits budgétaires. Corrigé une fois encore à la hausse, l'excédent de dépenses des comptes de l'Etat fédéral américain a continué d'engendrer de l'incertitude.

Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies

	Octobre 1984 – janvier 1985 ¹		4e trimestre 1983 – 4e trimestre 1984 ²		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar américain	–	+0,9	–	+10,3	+11,0
Yen	–0,9	+0,4	– 5,1	+ 1,8	0
Mark allemand	–1,1	–0,1	–14,1	– 2,1	– 4,7
Franc français	–1,1	0	–14,7	– 2,1	+ 0,6
Lire	–0,9	+0,1	–16,2	– 3,9	+ 1,1
Livre sterling	–2,5	–1,9	–17,2	– 8,9	– 8,8
Franc suisse	–1,9	–1,1	–16,6	– 4,7	– 5,8

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

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

Source: OCDE

Endettement international

L'endettement des pays en développement a augmenté entre le milieu de 1983 et le milieu de 1984. Le financement a été assuré en majeure partie par les banques commerciales et coordonné avec des mesures du Fonds monétaire international (FMI); la part des crédits octroyés directement par les Etats n'a cessé de s'amenuiser.

A la fin du mois de septembre, l'Argentine et le FMI ont passé un accord prévoyant un programme d'ajustement économique et l'octroi, par le FMI, d'un crédit stand-by de 1,4 milliard de dollars pour une durée de 15 mois. L'ouverture de la ligne de crédit était soumise toutefois à la condition que les banques créancières consentent à mettre des fonds supplémentaires à la disposition de l'Argentine. Dans le cadre d'une convention signée en décembre, les banques créancières se sont engagées à rééchelonner un montant de quelque 14 milliards de dollars et à octroyer 4,2 milliards de dollars de nouveaux crédits à l'Argentine. A fin décembre 1984, le FMI a alors débloqué le crédit stand-by. En outre, un montant de 2,1 milliards de dollars, représentant des crédits bilatéraux accordés par des gouvernements à l'Argentine, a été rééchelonné dans le cadre du «Club de Paris».

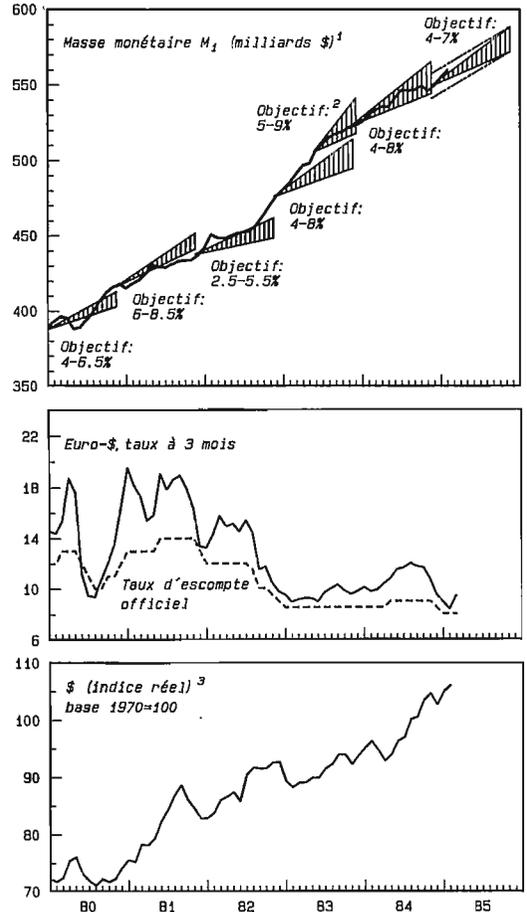
Au début du mois de décembre, le Brésil et le FMI ont signé un accord portant sur un programme d'assainissement économique pour l'année 1985. Ainsi, les négociations que le Brésil avait déjà entamées avec les banques commerciales en vue d'un rééchelonnement de sa dette ont pu s'inscrire dans un cadre plus favorable. Néanmoins, le Brésil et ses banques créancières n'étaient pas encore parvenus à un accord à la fin du mois de février.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Le *produit national brut réel* des Etats-Unis s'est accru de 6,9% en 1984; un tel taux d'expansion n'avait plus été observé depuis le début des

Graphique 2: Etats-Unis



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

² Du 2^e trimestre au 4^e trimestre 1983

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

années cinquante. La croissance s'est toutefois ralentie au cours de l'année; au quatrième trimestre, elle s'inscrivait, en taux annualisé, à 4,9%. La consommation privée a été le principal stimulant. La cadence des investissements a continué à faiblir, la construction de logements ayant même reculé légèrement. Au quatrième trimestre, la production industrielle dépassait de 6,1% son niveau de la période correspondante de 1983, et l'utilisation des capacités techniques a augmenté. Le renchérissement est resté modéré, même avec la vigueur de la croissance

économique. En moyenne, les prix à la consommation étaient supérieurs de 4,3% à leur niveau de 1983.

L'essor conjoncturel s'est traduit par une hausse sensible de l'emploi; ce dernier a progressé d'environ 4% au cours de l'année. La part des chômeurs à la population active a reculé; le rythme de la diminution a toutefois fléchi par rapport à la phase initiale de la reprise. Au quatrième trimestre, le taux de chômage s'inscrivait à 7,2%.

Grâce à la croissance vigoureuse et à la baisse que les prix des biens importés ont enregistrée du fait de la hausse du dollar, les importations ont augmenté massivement. D'une année à l'autre, le déficit de la balance commerciale américaine a passé de 69 milliards à 123 milliards de dollars, et celui de la balance des revenus s'est élevé à près de 100 milliards de dollars.

Les plus récentes estimations font état d'un déficit des finances fédérales de 222 milliards de dollars pour l'année budgétaire en cours. Le *projet de budget* pour l'exercice qui commencera au mois d'octobre 1985 prévoit une hausse nominale des dépenses de 1,5% seulement et un déficit de 180 milliards de dollars, soit 4,3% du produit national brut. Selon le plan financier à moyen terme du gouvernement américain, l'excédent de dépenses devrait être réduit pour n'atteindre plus que 80 milliards de dollars en 1990. Cet objectif sera réalisé par la seule modération des dépenses publiques, c'est-à-dire sans relèvement des impôts.

Après n'avoir augmenté que faiblement au troisième trimestre, la masse monétaire M_1 s'est accrue à une rythme plus rapide à partir de la mi-novembre; à la fin de l'année, elle était au centre de la fourchette choisie comme objectif par le *Système de Réserve Fédérale*. Au quatrième trimestre, M_1 dépassait de 5,2% son niveau de la période correspondante de 1983. Ainsi, la croissance de cet agrégat a été conforme à l'objectif fixé pour l'année 1984.

Pour les agrégats M_2 et M_3 , l'accélération de la croissance a eu lieu à partir du mois d'octobre déjà. A la fin de l'année, M_2 atteignait la limite supérieure de l'objectif, alors que M_3 était nette-

ment au-dessus. Par rapport au quatrième trimestre de 1983, M_2 a augmenté de 7,5% et M_3 , de 10%.

Au mois de février, les autorités monétaires américaines ont fixé de nouveaux objectifs pour l'année 1985. Pour M_1 , la fourchette est restée au niveau annoncé en juillet, soit entre 4% et 7%. En revanche, les objectifs par rapport aux autres agrégats ont été relevés légèrement; les autorités envisagent une augmentation de 6% à 9% pour M_2 et de 6% à 9½% pour M_3 . Quant à la croissance des crédits octroyés à des résidents, elle a été maintenue entre 8% et 11%.

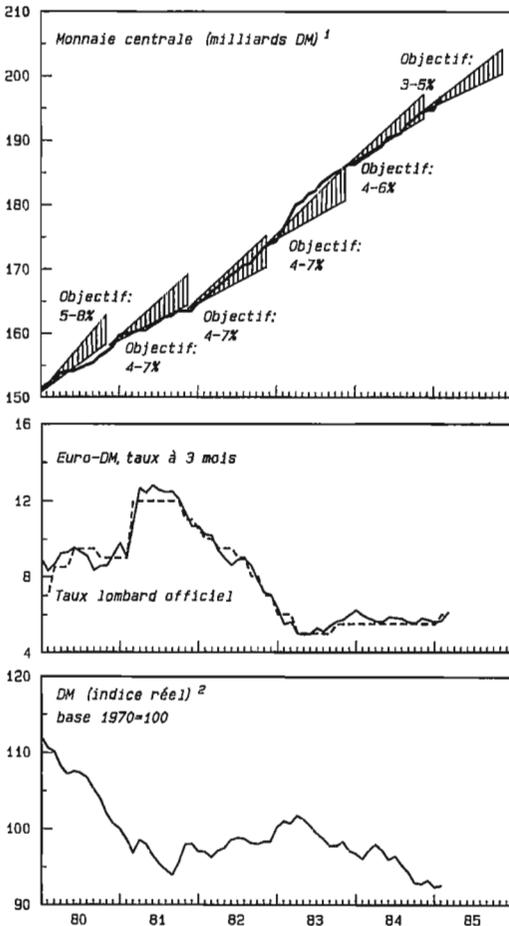
Amorcé au cours de l'automne, le recul des taux d'intérêt a continué au quatrième trimestre. Le 24 décembre, la Réserve Fédérale a ramené son taux d'escompte de 8½% à 8%. La baisse des taux d'intérêt semble toutefois avoir cessé vers la mi-janvier, et une légère tendance à la hausse est apparue à la fin de la période examinée.

République fédérale d'Allemagne

En termes réels, le *produit national brut* allemand a progressé de 2,6% en 1984. Au quatrième trimestre, sa croissance, en taux annualisé, atteignait près de 6%. La demande étrangère a été le principal soutien de la conjoncture. Elle s'est traduite non seulement par une forte hausse des exportations, mais aussi par une progression des investissements des entreprises exportatrices. D'après les projets de l'industrie, les investissements seront axés, en 1985 également, sur le secteur travaillant pour les marchés étrangers; dans les autres secteurs, en particulier dans l'industrie de la construction, les dépenses d'investissements devraient reculer. En termes réels, la croissance de la consommation privée s'est chiffrée à 0,7% en 1984; elle a marqué ainsi un léger ralentissement par rapport à l'année précédente. Selon les prévisions, la consommation privée n'augmentera que faiblement en 1985.

La production industrielle s'est accrue fortement au second semestre; au quatrième trimestre, elle dépassait de 5% le résultat observé un an auparavant. Le rythme élevé des entrées de com-

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)

mandes – en provenance de l'étranger surtout – incite à penser que la progression continuera au cours des prochains mois.

En 1984, les exportations ont enregistré une vive expansion; elles ont augmenté de 13% en valeur et 9% en volume. Quant aux importations, elles ont porté sur un volume dépassant d'un cinquième le chiffre de l'année précédente. La balance commerciale a atteint un excédent record de 54 milliards de marks, et le solde actif de la

balance des revenus s'est élevé à 18 milliards de marks.

L'emploi a progressé légèrement au second semestre. Le nombre des chômeurs partiels a reculé très nettement, alors que celui des places vacantes augmentait. Après une phase de baisse, le taux de chômage est remonté un peu au mois de janvier, à la suite avant tout des températures très basses qui ont été mesurées.

Le taux annuel moyen de renchérissement a fléchi à 2,4% en 1984, un niveau aussi bas n'avait plus été observé depuis 1969. Après avoir diminué à 1,5% en septembre, le renchérissement annuel a augmenté légèrement vers la fin de l'année pour s'inscrire à 2,1% en janvier.

Les *comptes de l'Etat fédéral* pour l'année 1984 se sont soldés par un déficit de 29 milliards de marks, un résultat plus favorable que ne le prévoyait le budget. Comme les déficits des «Länder» ont reculé sensiblement et que les communes ont enregistré un excédent de recettes, le déficit global des finances publiques s'est réduit à 48 milliards de marks; sa part au produit national brut a diminué de 3% à 2,6%.

L'expansion de la monnaie centrale a ralenti fortement au quatrième trimestre, en particulier durant le mois de décembre. Par rapport au quatrième trimestre de 1983, cet agrégat a augmenté de 4,5%, un taux conforme à l'objectif fixé entre 4% et 6%. Pour 1985, la *Banque fédérale d'Allemagne* se propose d'accroître la monnaie centrale de 3% à 5%.

Les taux à court terme, qui avaient fléchi à environ 5½% au mois de décembre, se sont raffermissés à partir de la mi-janvier; en février, ils dépassaient 6%. Cette évolution était due au ralentissement de la croissance monétaire et à l'amélioration du climat conjoncturel. Le 31 janvier, la Banque fédérale d'Allemagne a porté de 5½% à 6% son taux des avances sur nantissement.

Royaume-Uni

La croissance de l'économie britannique a faibli

au cours de l'année 1984, du fait en partie de la grève dans les charbonnages. Le *produit intérieur brut réel* a augmenté d'approximativement 2%. L'expansion, qui avait reposé essentiellement sur la consommation privée en 1983, a reçu des impulsions venant également des investissements et des exportations. Après une phase de quatre années pendant laquelle la croissance des investissements avait fortement diminué dans le domaine de l'industrie manufacturière et de la construction, les investissements bruts réels ont atteint pour la première fois un niveau dépassant celui d'avant 1979, début de la récession au Royaume-Uni. Selon une enquête effectuée par la Confederation of British Industries (CBI), la plupart des entreprises interrogées envisagent d'augmenter encore leurs dépenses d'investissement cette année.

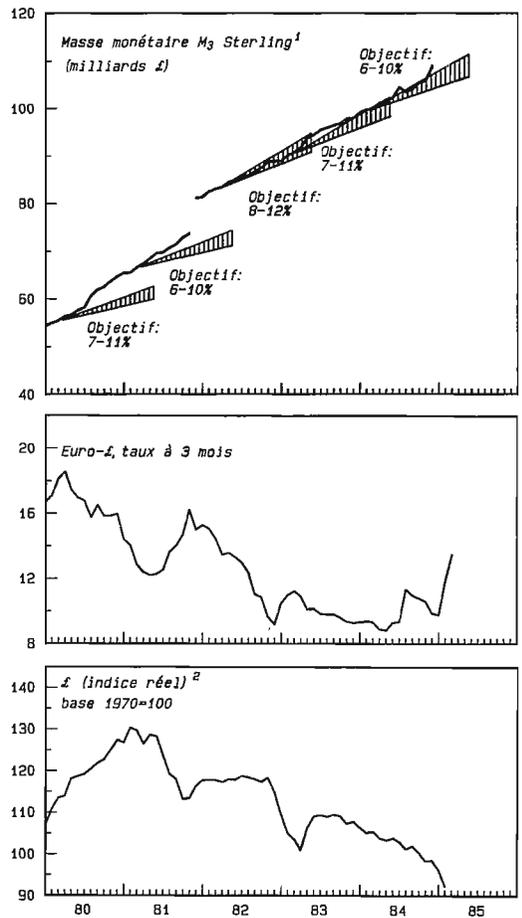
La production industrielle s'est accrue lentement durant l'année. Au quatrième trimestre, elle était supérieure de quelque 2% à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Ayant augmenté, les carnets de commandes étaient considérés, en majorité, comme normaux ou même comme supérieurs à la moyenne. Aussi la production devrait-elle croître encore au cours des prochains mois.

Le renchérissement a faibli légèrement au second semestre. S'établissant à 5% en moyenne, son taux annuel a été toutefois supérieur à celui de 1983.

L'emploi a progressé légèrement, mais l'augmentation de la population active n'a pu être résorbée. L'emploi s'est accru dans le secteur des services surtout; dans l'industrie par contre, il a diminué de nouveau. Le nombre des chômeurs a augmenté encore au mois de janvier, et le taux de chômage, qui s'inscrivait à 12,9% au quatrième trimestre, a passé à 13%.

Bien que les exportations aient enregistréé une nette hausse, la croissance toujours rapide des importations a entraîné une détérioration de la balance commerciale; le déficit, qui était de 0,7 milliard de livres en 1983, a atteint 4,1 milliards l'année suivante. Le solde actif de la balance des revenus a diminué de 2,3 milliards à 0,2 milliard de livres.

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)

L'assainissement des *finances publiques* britanniques se heurte à des difficultés croissantes. Pendant l'exercice qui prendra fin au mois de mars 1985, la croissance des dépenses a été une fois encore plus forte que prévu. Les comptes se solderont par un déficit dépassant probablement d'un milliard de livres le montant figurant au budget. Exprimé en pour-cent du produit intérieur brut, l'excédent de dépenses a diminué néanmoins de 3% à 2,5%.

Au quatrième trimestre, la base monétaire M_0 a continué de croître. Par rapport à février 1984, mois qui constitue la période de référence, M_0 a augmenté en moyenne de 6,1% en taux annualisé. La base monétaire évoluait donc au centre de la fourchette choisie comme objectif. L'expansion de M_3 sterling a été modérée en septembre et en octobre. Au mois de novembre toutefois, elle a retrouvé un cadence si rapide qu'elle dépassait de nouveau l'objectif fixé entre 6% et 10%. Etant donné l'évolution de M_0 , ce mouvement devrait rester passager et se corriger durant les prochains mois.

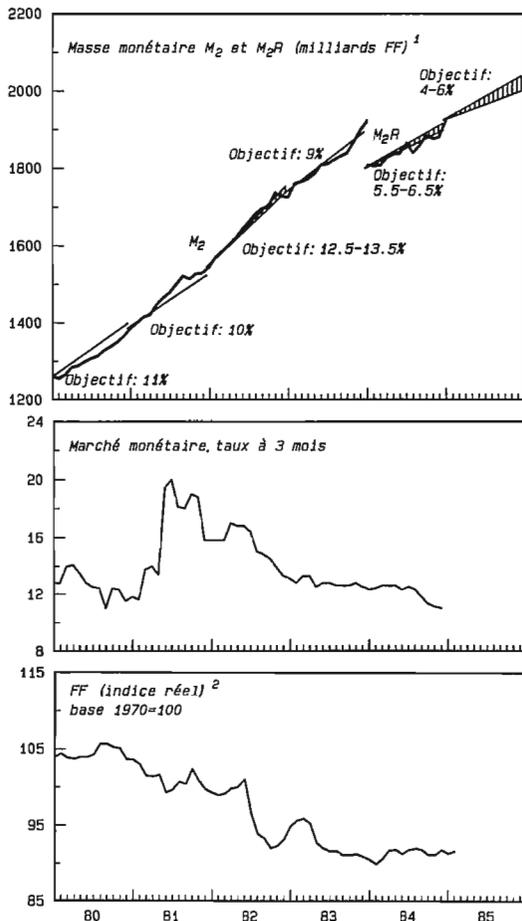
Apparu vers la fin du mois de septembre, le recul des taux d'intérêt ne s'est pas interrompu au quatrième trimestre. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois a fléchi pour s'inscrire à 9,6% à la fin de l'année. Au début de 1985 toutefois, les taux ont commencé à augmenter vigoureusement. En janvier, la rémunération des dépôts à trois mois a passé momentanément à plus de 13%. Cette escalade s'explique en partie par les efforts de la Banque d'Angleterre pour ramener la croissance monétaire à un rythme conforme à l'objectif.

France

Au second semestre, l'amélioration de la conjoncture a continué en France. En moyenne annuelle, le *produit intérieur brut réel* s'est élevé de 2,1%. Cette accélération peut être attribuée principalement à l'expansion des exportations. La consommation privée a stagné, et les investissements ont peu progressé. D'après l'enquête effectuée au mois de novembre par l'INSEE, les dépenses d'investissement de l'industrie privée ont augmenté, pour la première fois depuis 1980, en termes réels (+9%). Dans les entreprises publiques par contre, la propension à investir a reculé fortement.

Le besoin élevé de modernisation, l'amélioration des bénéfices et le jugement plus optimiste que les entreprises ont porté sur leurs perspectives de ventes incitent à penser que les investissements du secteur privé progresseront cette année également. La construction et les services figurent probablement parmi les secteurs qui resteront à l'écart de cette évolution. On s'attend

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)

aussi à une nouvelle diminution des investissements des entreprises publiques.

La hausse des exportations – près de 6% en volume – a fortement comprimé le déficit de la balance commerciale, malgré des importations accrues. Selon les dernières estimations, le déficit du commerce extérieur a été de quelque 20 milliards de francs français en 1984, contre 42 milliards l'année précédente. Comme le solde

actif de la balance des services a progressé lui aussi, la balance des revenus a été approximativement équilibrée.

L'emploi a diminué à la suite de la forte réduction du nombre des postes de travail dans l'industrie. A la fin de l'année, on comptait 2,4 millions de chômeurs, soit 10,6% de la population active.

De nouveaux progrès ont été enregistrés dans la lutte contre l'inflation. Le taux annuel de renchérissement a passé de 9,3% à la fin de 1983 à 6,7% un an plus tard. Le gouvernement s'est fixé pour objectif de le ramener à 4,5% à la fin de l'année en cours.

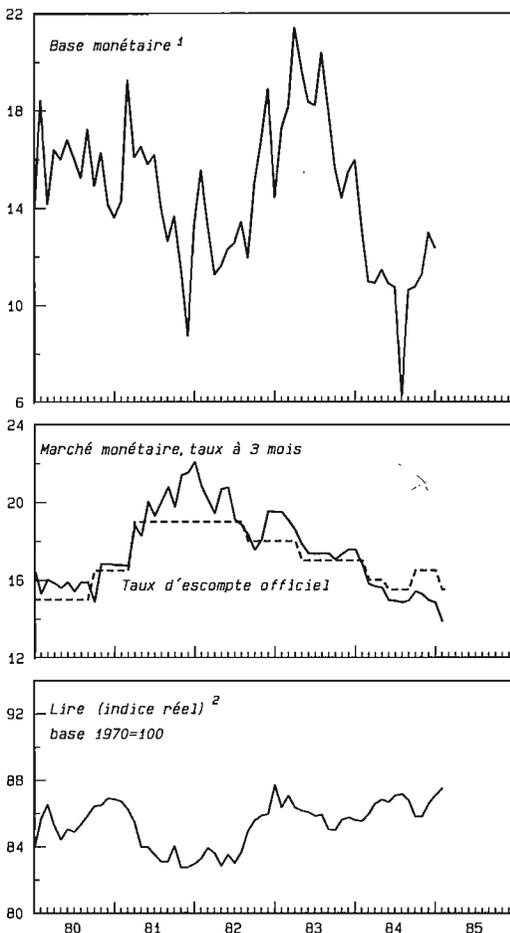
Le déficit des *comptes de l'Etat* s'est chiffré à 145 milliards de francs français, soit environ 3,3% du produit intérieur brut. Pour l'année en cours, le budget prévoit une hausse nominale des dépenses de 6% et un allègement de la charge fiscale.

La politique monétaire française a été conforme à l'objectif adopté au début de 1984. La Banque de France suit l'évolution de la masse monétaire M_2R . Au cours des onze premiers mois de 1984, cet agrégat a augmenté de 5,9% en taux annualisé, rythme qui s'inscrit dans la fourchette fixée entre 5,5% et 6,5%. Les taux d'intérêt, que les autorités françaises estimaient trop élevés depuis quelque temps déjà, ont baissé à la fin de l'été sous l'effet d'un assouplissement temporaire de la politique monétaire. Une nouvelle étape a été franchie au début de 1985, lorsque la Banque de France a ramené son taux d'intervention sur le marché monétaire de 10,75% à 10,5%. Cette réduction, qui était la sixième depuis le mois de mai 1984, a amené les banques à abaisser de 12% à 11,5% leur taux de base. Les rémunérations servies sur les dépôts sont restées inchangées. Sur l'euro-marché, les taux ont poursuivi leur lent recul; la rémunération des dépôts à trois mois a diminué d'un quart de point pour s'établir à 10 $\frac{3}{4}$ % à fin janvier.

Italie

Après trois années de récession, l'Italie a enregistré en 1984 un accroissement de 2,7% du *produit intérieur brut réel*. Ainsi, l'amélioration de

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)

la conjoncture a été plus tardive en Italie que dans les autres grands pays industrialisés. En données corrigées des variations saisonnières, la production industrielle a augmenté aux deuxième et troisième trimestres; puis a fléchi de 2,5% au cours des trois derniers mois de l'année.

Les exportations ont été le principal soutien de la conjoncture. Dans le courant de l'année, la demande intérieure s'est raffermie visiblement. Toutefois, la consommation privée n'a progressé

que faiblement et la croissance des investissements est restée modeste par rapport aux précédentes phases de reprise.

L'amélioration de la conjoncture a entraîné une forte progression des importations, et le déficit de la balance commerciale a passé à 19 000 milliards de liras, soit 3,2% du produit intérieur brut.

L'emploi a stagné, et le taux de chômage a augmenté en moyenne annuelle de 9,9% à 10,4% en 1984.

Des progrès substantiels ont été réalisés dans la lutte contre l'inflation. Le taux annuel moyen de renchérissement a fléchi de 15% en 1983 à 10,8% l'année suivante. Au mois de janvier 1985, les prix dépassaient de 8,6% le niveau observé un an auparavant. Ce recul a été favorisé notamment par la modification du système d'indexation des salaires et par les mesures prises pour modérer le renchérissement dans le secteur public.

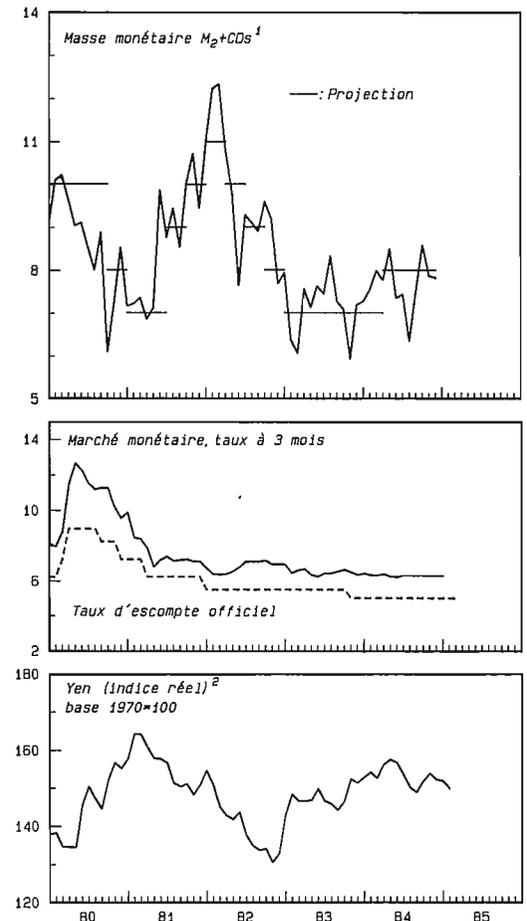
En 1984, les *comptes de l'Etat* se sont soldés par un déficit de 95 000 milliards de liras. L'excédent de dépenses, qui correspond à peu près au montant prévu au budget, représente un peu moins de 16% du produit intérieur brut. Cette part a diminué légèrement par rapport à l'année précédente.

Aux mois de novembre et décembre, la base monétaire dépassait de 12,8% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1983. Par rapport aux mois précédents, la croissance de la masse monétaire s'est accélérée légèrement. Après une hausse au mois de septembre, les taux à court terme ont fléchi; le rendement des bons du Trésor à six mois a diminué de 15,4% à la mi-octobre à 14% à la mi-janvier. Aussi la *Banque d'Italie* a-t-elle réduit son taux de l'escompte, le 4 janvier 1985, de 16½% à 15½%.

Japon

Le *produit national brut réel* s'est accru de 5,5% en 1984, contre 3,4% l'année précédente. Cet

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)

essor peut être attribué principalement à la vigoureuse progression des exportations vers les Etats-Unis. Le ralentissement de l'expansion économique américaine, au second semestre, a influé sur l'économie japonaise. La consommation privée et les investissements ont augmenté, après avoir stagné en 1983; les impulsions internes n'ont cependant pas compensé le fléchissement de la demande étrangère. Par conséquent, la croissance de la production industrielle

a ralenti elle aussi au second semestre. En moyenne annuelle, elle dépassait de quelque 11% son niveau de 1983.

En 1984, le rythme d'expansion des exportations (15,8%) a atteint approximativement le double de celui des importations (8%). Aussi la balance commerciale japonaise a-t-elle enregistré un excédent record de 44 milliards de dollars, contre 31,4 milliards en 1983. Si le solde actif est resté proche de 10 milliards de dollars par rapport aux partenaires commerciaux européens, il a passé de 12 milliards à 33 milliards de dollars vis-à-vis des Etats-Unis. La balance des revenus s'est soldée par un excédent de 35 milliards de dollars, soit 3% du produit national brut.

Le vigoureux essor économique a amélioré l'emploi. S'établissant à 2,7% en moyenne, le taux de chômage a été néanmoins légèrement supérieur

à celui de l'année précédente. Quant au taux de renchérissement, il a augmenté un peu par rapport à 1983 puisqu'il a passé à 2,2%.

Pour l'exercice qui commencera le 1er avril 1985, la *politique budgétaire* japonaise reste axée sur la réduction du déficit public. Les dépenses devraient s'accroître de 3,7% en termes nominaux. Pour augmenter les recettes, il est prévu d'instaurer un impôt sur les revenus des capitaux placés à l'étranger.

Durant les mois d'août à octobre, la masse monétaire $M_2 + CD$ dépassait de quelque 8% son niveau de la période correspondante de 1983; sa progression était conforme à l'objectif de 8% que la *Banque du Japon* a fixé pour les troisième et quatrième trimestres de 1984. Sur le marché monétaire, le taux des dépôts à trois mois s'inscrivait à 6,3%.

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

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

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

	1982	1983	1984	1984						1985a)
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis	9,7	9,6	7,5	7,5	7,5	7,2	7,3	7,1	7,2	7,3
Rép. féd. d'Allemagne	7,7	9,2	9,2	9,2	9,3	9,1	9,2	9,1	9,0	9,2
Royaume-Uni b)	11,5	12,3	12,7	12,6	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	13,0
France b, d)	8,9	8,9	10,2	10,4	10,4	10,5	10,4	10,5	10,6	10,7
Italie b)	9,1	9,9	10,4	11,0c)	9,6c)	10,1c)	10,1	-	-	-
Japon	2,4	2,6	2,7	2,7	2,8	2,7	2,8	2,6	2,6	2,4
Suisse	0,4	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	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)			
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	-11,2	-41,6	-100,0	-9,7	-12,0	-17,2	-19,7	-24,7	-32,9	-
Rép. féd. d'Allemagne	3,3	3,3	5,6	0,7	-0,0	0,7	0,8	-0,2	1,6	3,4
Royaume-Uni	8,3	4,4	0,2	-0,1	1,4	0,7	0,7	-0,5	-0,7	0,6
France	-11,6	-3,5	-0,1	-1,0	0,3	0,3	-1,3b)	0,1b)	0,5b)	-0,6b)
Italie	-5,5	0,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-
Japon	6,8	20,8	35,0	6,3	6,9	6,2	4,8	9,8	8,9	-
Suisse	4,0	3,4	3,6	0,5b)	0,6b)	1,0b)	1,0b)	1,0b)	0,7b)	0,9b)

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

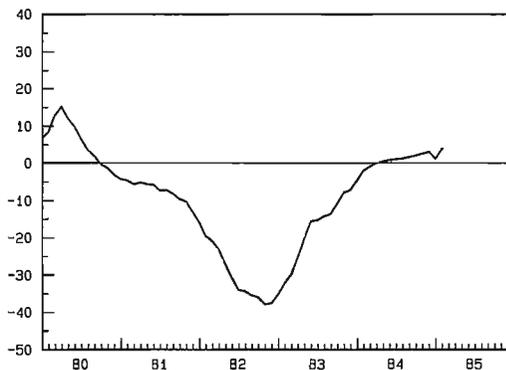
1. Aperçu

Au quatrième trimestre, la conjoncture a continué à bénéficier d'impulsions favorables. Tant la production industrielle que le produit intérieur brut ont poursuivi leur progression. Bien que leur croissance ait faibli au cours de l'année, les exportations sont restées le principal moteur de l'expansion économique. Les tendances qui ressortent des enquêtes conjoncturelles permettent d'envisager les prochains mois avec un optimisme prudent en ce qui concerne la production et les entrées de commandes. Le léger recul que l'indicateur «marché des affaires dans l'industrie» a enregistré au mois de décembre est probablement de nature passagère. Il semble, et plusieurs prévisions vont dans ce sens, que la croissance sera stimulée dorénavant un peu moins par les exportations et davantage par les composantes de la demande intérieure, telles la consommation et les investissements en biens d'équipement. Depuis quelques mois, les importations de biens d'investissement sont nettement orientées à la hausse. Le chiffre d'affaires du commerce de détail tend lui aussi à augmenter légèrement. En outre, la conjoncture s'accompagne d'une amélioration substantielle des bénéfices des entreprises.

L'emploi, qui avait stagné au troisième trimestre, a progressé durant les trois derniers mois de l'année. Le nombre des chômeurs complets et celui des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ont continué à diminuer en données corrigées des variations saisonnières. Pour la première fois depuis des années, les entreprises ont estimé que leur personnel n'était pas en surnombre au quatrième trimestre. Les places vacantes ont augmenté ainsi que la part des heures supplémentaires au total des heures travaillées.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale ajustée a évolué conformément à l'objectif. En moyenne, elle dépassait de 3,1% son niveau de la même période de 1983. S'établissant à 2,6% en 1984, son taux moyen de croissance a été légèrement inférieur à l'objectif, fixé à 3%. Sur le

Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ Série lissée

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

marché des euro-francs, les taux à court terme se sont inscrits entre 5½% et 4¾% au quatrième trimestre; ils étaient donc généralement supérieurs aux taux du marché des capitaux. A partir de la mi-janvier, les rémunérations ont eu tendance à hausser sur le marché des euro-francs.

Le taux annuel de renchérissement a fluctué autour de 3% au quatrième trimestre. Toutefois, d'après l'enquête effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises s'attendent à une hausse sensible des prix d'achat au cours des prochains mois et envisagent de majorer nettement leurs prix de vente en Suisse et à l'étranger.

Au quatrième trimestre, le cours du franc pondéré par les exportations était inférieur, tant en termes réels que nominaux, au niveau observé un an auparavant. Le franc suisse s'est déprécié face à toutes les principales monnaies, à l'exception de la livre sterling; ce mouvement a continué pendant les mois de janvier et de février.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Au troisième trimestre, la production industrielle dépassait de 5% environ le niveau de la période

correspondante du même trimestre de l'année précédente. En données corrigées des variations saisonnières, elle a augmenté également par rapport au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a connu la même évolution, avec toutefois des taux d'expansion un peu moins élevés.

Le produit intérieur et la production industrielle ont continué leur progression au quatrième trimestre. Selon un indicateur avancé du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la production augmentera encore, quoique modestement, au premier trimestre de 1985. La croissance a été sensiblement plus élevée dans les branches travaillant pour l'exportation – l'industrie des machines et l'horlogerie notamment avaient ressenti fortement les effets de l'affaiblissement de la conjoncture – que dans les secteurs de l'industrie axés sur la demande intérieure. Les stocks de produits finis, qui avaient été réduits au cours des mois précédents, n'étaient pas considérés généralement comme nettement trop élevés.

Les entreprises ont accru leurs capacités techniques au fur et à mesure de l'augmentation de leur production, de sorte que le taux d'utilisation est resté à 84% au troisième comme au quatrième trimestre. Il était ainsi de trois points inférieur au taux record atteint en 1980.

Tant dans les entreprises à vocation exportatrice que dans celles qui travaillent surtout pour le marché suisse, les entrées de commandes ont stagné en données corrigées des variations saisonnières; néanmoins, elles dépassaient très

nettement le résultat observé un an auparavant. Au cours des prochains mois, on s'attend à un accroissement des entrées de commandes, du fait notamment de la faiblesse du franc suisse.

Consommation privée

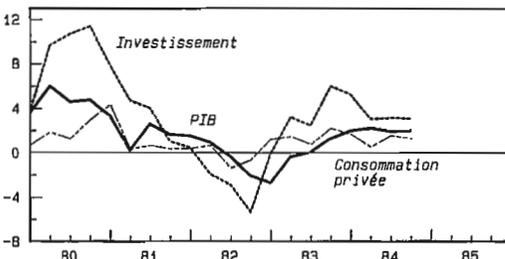
La consommation privée de biens et de services s'est raffermie au quatrième trimestre. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a dépassé les prévisions. L'enquête mensuelle, menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a montré toutefois un affaiblissement de sa croissance. Au quatrième trimestre, les importations de biens de consommation durables ont continué leur vive progression; en termes réels, elles dépassaient de quelque 29% leur niveau des trois derniers mois de 1983.

Dans le secteur du tourisme, la demande s'est accrue par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente. Une forte hausse du nombre des nuitées dans les hôtels et les établissements de cure a été enregistrée au début de l'hiver. D'après les informations en provenance des régions touristiques, le taux d'occupation des hôtels a été vraisemblablement assez élevé pendant la saison d'hiver 1984/85. Si le nombre des nuitées de la clientèle étrangère a diminué de 2,5% en 1984, un revirement de tendance semble se produire.

Investissements

Comme prévu, les investissements se sont accélérés au troisième trimestre. Dans le domaine des biens d'équipement comme dans celui de la construction, ils ont augmenté, selon les données de la comptabilité nationale, à peu près au même rythme en termes réels, après correction des variations saisonnières. En valeur, les entrées de commandes concernant la construction de logements dépassaient de 14% le niveau observé un an auparavant. Selon l'indicateur concomitant que constituent les crédits de construction nouvellement utilisés, la production de cette industrie s'est accrue de 10%, en valeur, d'octobre et novembre 1983 aux mêmes mois de l'année suivante. Les importations de matériaux

Graphique 9: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à la période précédente
Source: Office fédéral de la statistique

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

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

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

² Non disponible

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

de construction et les projets de construction, annoncés par la Société suisse des entrepreneurs, traduisent également une forte expansion au quatrième trimestre. Dans cette industrie, l'activité devrait rester concentrée principalement sur la construction privée de logements. Les signes de reprise se multiplient dans le secteur des constructions industrielles; tant les crédits nouvellement ouverts que les projets soumis à l'expertise de l'inspecteur fédéral du travail ont augmenté au quatrième trimestre. Les projets de construction ont été plus nombreux, en particulier pour l'industrie chimique ainsi que celle des machines et appareils.

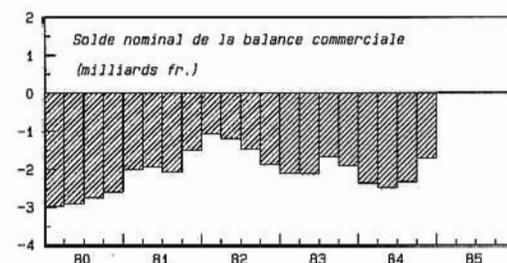
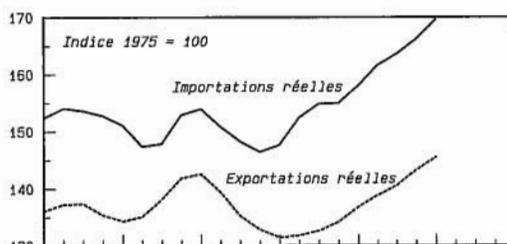
L'extension des moyens de production, qui ressort de la comptabilité nationale pour le troisième trimestre, devrait avoir continué au quatrième trimestre. Les importations de biens d'équipement le laissent supposer; selon ces données, l'accélération des investissements touche toutes les branches industrielles, à l'exception de l'industrie du bois.

Commerce extérieur

Exportations

L'essor économique qui caractérise plusieurs importants partenaires commerciaux de la Suisse et la dépréciation du franc ont entraîné une nouvelle hausse des exportations au quatrième trimestre; pour l'ensemble de l'année, les exporta-

tions ont ainsi augmenté fortement. Par rapport à 1983, les ventes à l'étranger se sont accrues de 11,1% en valeur et de 6,4% en volume. Les livraisons aux Etats-Unis, au Japon et au Canada ont enregistré des taux de croissance particulièrement élevés. Les exportations vers la République fédérale d'Allemagne ont progressé de 10,8% en valeur, soit à peu près au même rythme que l'ensemble des ventes à l'étranger.

Graphique 10: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

L'augmentation des livraisons dans les pays en développement s'est chiffrée à 2,7% seulement.

Les exportations de matières premières et produits semi-ouvrés ont enregistré la plus forte expansion annuelle, soit 13,1% en valeur et 9,8% en volume. Celles de biens de consommation ont augmenté de 12,4% en valeur et de 6,4% en volume, des taux proches de ceux qui ont été observés pour l'ensemble. La progression la plus faible a eu lieu dans les biens d'équipement.

En 1984, toutes les branches ont pu accroître leurs exportations, quoique à des degrés divers. C'est l'industrie des textiles et de l'habillement qui a bénéficié de la croissance la plus importante, en valeur et en volume. L'industrie chimique occupe le deuxième rang. Les ventes à l'étranger de l'industrie des métaux, qui avaient stagné en valeur et même reculé en volume en 1983, se sont redressées, mais leur taux de croissance, en volume, est resté très inférieur à la moyenne.

Importations

Au quatrième trimestre, les importations ont progressé vigoureusement, tant en valeur qu'en volume. Il convient de relever que les prix à l'importation ont augmenté nettement, au second semestre, à la suite en partie de l'évolution des cours de change.

Les changements qui se sont produits en 1984 dans la structure par pays des importations suisses ont été en partie le reflet de l'évolution sur les marchés des changes. Les importations en provenance des pays européens de l'OCDE se sont accrues de 15,7%; par contre, nos achats dans les pays non européens de l'OCDE – Etats-Unis et Canada en particulier – ont fléchi de 2% globalement. Les pays en développement ont pu augmenter de 16,2% leurs ventes en Suisse.

Les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés, celles de biens de consommation et, dans une moindre mesure, celles de biens d'équipement ont progressé au quatrième trimestre. En 1984, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-ouvrés ont haussé de 17% en valeur et de 10,1% en volume, ceux de biens de consommation de 13,6% et de 9,6%, et ceux de biens d'équipement de 4,4% et de 3,6%.

En valeur, les importations de marchandises ont été très supérieures aux exportations. Le déficit de la balance commerciale s'est donc accru fortement, passant à 8,4 milliards de francs en 1984.

L'excédent de la balance des revenus a atteint 2,2 milliards de francs au quatrième trimestre et 8,4 milliards de francs pour l'ensemble de l'année (chiffres provisoires).

Tableau 4: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1981	1982	1983	1984	1984						1985
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	
Indice de l'emploi ¹	1,0	-1,1 ²	-1,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,2	-	-	-	-
Taux de chômage ^{3, 4}	0,2	0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2
Chômeurs ⁴	5 889	13 220	26 288	32 061	32 424	29 651	31 986	29 562	32 304	34 093	36 161
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ⁴	5 704	36 611	48 930	11 232	14 067	2 723	5 076	5 396	6 166	3 665	4 437
Offres d'emploi à plein temps ⁴	11 876	6 352	5 591	6 269	6 462	6 829	6 314	6 468	6 654	5 819	6 492

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² Après correction du fait que le mois de relevé dans le secteur principal de la construction a été déplacé du 2e au 3e mois du trimestre

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

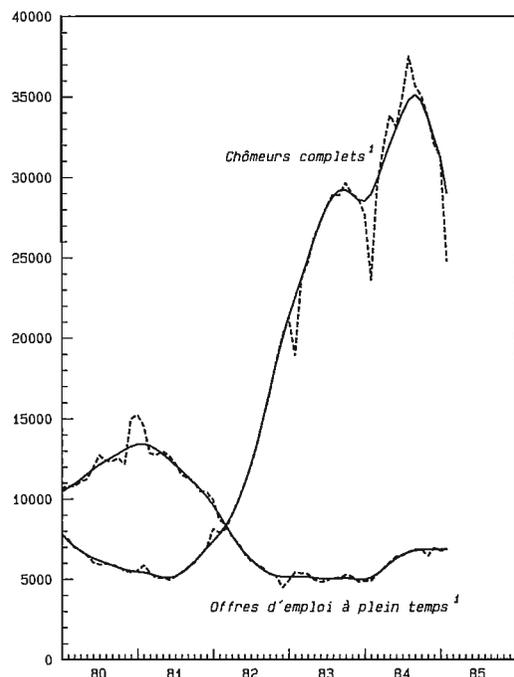
⁴ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Emploi et marché du travail

Après correction des variations saisonnières, l'indice de l'emploi a diminué de 2,3% du troisième au quatrième trimestre. Par rapport au dernier trimestre de 1983, il a reculé de 0,2% dans l'industrie et augmenté de 1,6% dans la construction. Une progression de 0,3% a été enregistrée dans le secteur des services. En moyenne annuelle, l'emploi a fléchi de nouveau légèrement. Cette évolution a influé sur le taux de chômage, qui a augmenté de 0,8% en 1983 à 1,0% en 1984. Cependant, les données corrigées des variations saisonnières traduisent une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail au quatrième trimestre de 1984.

Après correction des variations saisonnières, le nombre des chômeurs complets s'est accru au quatrième trimestre. On comptait 34 000 chô-

Graphique 11: Marché du travail



¹ Données cvs avec composante lissée

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

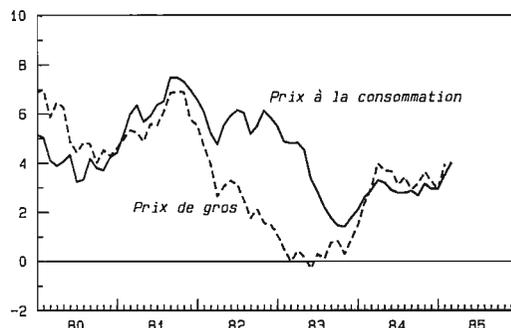
meurs complets à la fin du mois de décembre et, en moyenne annuelle, 32 061, soit 6000 de plus qu'en 1983. Simultanément, le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail s'est sensiblement réduit; en moyenne annuelle, il a passé de 48 930 en 1983 à 11 232 en 1984. Cette baisse peut être partiellement attribuée à l'entrée en vigueur de la nouvelle loi fédérale sur l'assurance chômage obligatoire et l'indemnité en cas d'insolvabilité (LACI). Le nombre annuel moyen des offres d'emplois à plein temps a augmenté nettement par rapport à l'année précédente.

Prix et salaires

Au quatrième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 3,0% le niveau observé un an auparavant. En moyenne annuelle, le renchérissement s'est inscrit à 2,9%, soit au même taux que l'année précédente. L'évolution sur les marchés des changes constitue un facteur d'incertitude pour le proche avenir; ce facteur n'a cessé de se renforcer au cours des derniers mois.

En janvier 1985, le taux de renchérissement s'est chiffré à 1,0%. Il s'agit de la plus forte progression mensuelle depuis le mois de mai 1982. A cette époque, elle avait été due à la hausse de loyers. Cette fois, elle s'explique par le net relèvement des prix de l'huile de chauffage

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

(9,1%) et des légumes, dû en partie aux fluctuations de change et en partie au froid rigoureux de l'hiver. En février, avec 0,8%, la hausse des prix a été à nouveau forte. Le rythme annuel a ainsi passé en deux mois de 2,9% à 4%.

Les prix de gros ont augmenté de 3,3% (3,2% en moyenne annuelle) entre le quatrième trimestre de 1983 et la période correspondante de 1984. La baisse réelle du franc suisse sur les marchés des changes s'est traduite par une hausse relativement forte des prix des marchandises importées (4,7%). En revanche, les produits suisses inclus dans cet indice n'ont renchéri que de 2,7% en moyenne.

Selon des calculs de l'OFIANT, les gains des travailleurs dépassaient en moyenne de 1,7%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant. Compte tenu de la hausse des prix à la consommation, les salaires réels ont fléchi de 1,3%.

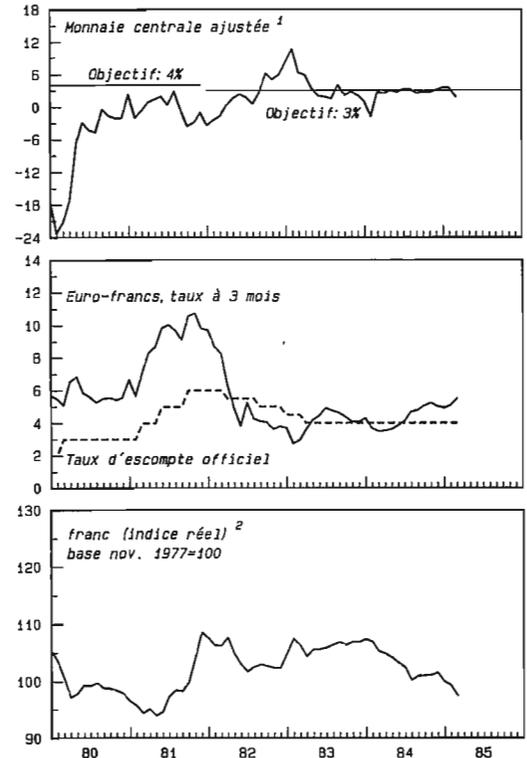
3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au quatrième trimestre, la Banque nationale a accru la monnaie centrale ajustée dans les limites prévues. L'expansion de cet agrégat ayant été, au cours des trois premiers trimestres, un peu inférieure à l'objectif de 3%, la croissance annuelle de la monnaie centrale ajustée n'a atteint que 2,6% en 1984, contre 3,6% en 1983.

Pour 1985, la Banque nationale a fixé de nouveau à 3% l'objectif d'expansion de la monnaie centrale ajustée. Totalisant 31,8 milliards de francs en moyenne en janvier 1985, cette dernière a progressé de 3,5% en l'espace d'un an. La hausse s'explique par une soudaine et vigoureuse progression des billets en circulation, qui

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
1980	21 740	3,3	7342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	8,7	605	30 484	2,6
1983 4e trim.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1er trim.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2e trim.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 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
1984 oct.	23 135	3,0	7852	0,7	525	30 462	2,7
1984 nov.	23 236	2,9	8062	7,8	529	30 769	3,2
1984 déc.	25 026	3,4	9212	5,4	1443	32 795	3,6
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

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

Tableau 6: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1980	- 8,1	18,9	5,9
1981	- 3,2	11,2	3,7
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,8	5,8	6,3
1983 4e trim.	1,8	- 1,5	6,5
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	5,7
1984 4e trim. ²	4,0	8,6	6,3
1984 oct.	1,7	7,3	6,2
1984 nov.	1,3	6,7	5,2
1984 déc. ²	9,0	11,9	7,5

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes. Chiffres révisés; voir «Révision de la Statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985

² Y compris la Principauté de Liechtenstein

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

s'est toutefois atténuée dans le courant du mois de février. Pour leur part, les avoirs en comptes de virements n'ont augmenté que de 1,6% d'une année à l'autre.

Marché monétaire

Au quatrième trimestre, les préparatifs liés à l'échéance annuelle ont marqué l'évolution du marché monétaire. Si un climat de détente a régné jusqu'à Noël, des tensions ont surgi durant les derniers jours de l'année, engendrant un relèvement prononcé des rémunérations servies sur les fonds destinés à franchir le cap de l'échéance. La croissance inhabituelle des billets en circulation, qui a eu lieu après Noël, a joué un rôle déterminant à cet égard. La Banque nationale s'est donc vue contrainte de fournir des liquidités supplémentaires le dernier jour ouvrable de l'année.

De novembre à janvier, les avoirs que les banques, le commerce et l'industrie entretiennent en comptes de virements à l'institut d'émission ont été, en moyenne, de 6% supérieurs à leur niveau de la même période de 1983. En vue des échéances de novembre et de janvier, la Banque nationale a fourni des liquidités supplémentaires en accordant des crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse). A la fin de l'année, elle a conclu en outre de nouveaux swaps.

Sur le marché des euro-francs, les taux d'intérêt se sont orientés à la baisse entre la mi-novembre et le début du mois de janvier. Ce n'est que dans la seconde quinzaine de janvier qu'un vigoureux mouvement contraire s'est amorcé. Comme les taux servis sur les placements en dollars ont aussi diminué en janvier, l'écart entre les rémunérations des dépôts en francs et en dollars s'est réduit de moitié, après avoir encore atteint près de 6% en 1984.

Parallèlement à l'évolution des rémunérations sur le marché des euro-francs, les grandes banques ont abaissé à deux reprises (5 novembre et 8 janvier) d'un demi point le taux des dépôts à terme fixe; puis, au début du mois de février, elles l'ont porté, en deux étapes, à 5%. Le rendement des créances comptables à court terme sur la Confédération s'est inscrit, en général, légèrement au-dessous des taux appliqués sur le marché des euro-francs.

Marché des changes

Durant la période considérée, le franc suisse a continué de baisser par rapport au dollar. Dépassant par moments fr. 2.90 en février, le dollar a atteint son niveau record depuis plus de dix ans. Face au yen japonais, le franc s'est aussi déprécié; en février, 100 yens valaient en effet plus de fr. 1.06. Quant au cours du mark allemand, il était également beaucoup plus élevé qu'un an auparavant. Seule la livre sterling a reculé par rapport au franc.

Tableau 7: Variations du franc suisse¹

	Du mois de novembre au mois de février 1985 ²		Du 4e trimestre 1983 au 4e trimestre 1984 ³	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel
\$	-4,2	-4,0	-14,0	-14,8
Yen	-2,0	-1,0	- 9,7	- 9,0
Mark all.	-1,0	-1,0	- 2,1	- 1,2
Franc fran.	-1,1	-1,2	- 1,6	- 5,0
Livre sterl.	0,0	+0,1	+ 3,6	+ 1,7
Lire	-1,2	-1,7	- 0,2	- 5,8

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

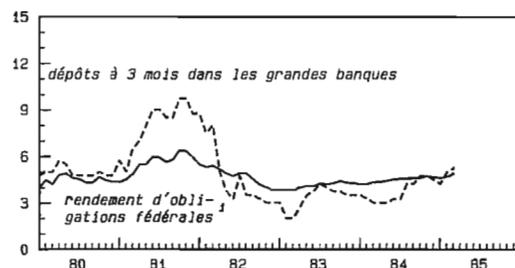
Comparé au dernier trimestre de 1983, le cours réel du franc a fléchi durant le quatrième trimestre face aux monnaies de nos principaux partenaires commerciaux. La dépréciation la plus forte (14,8%) a été enregistrée face au dollar. Le cours moyen du franc, pondéré par les exportations vers nos quinze principaux partenaires commerciaux, était, en termes réels, de 4,8% inférieur à son niveau observé au quatrième trimestre de 1983.

Marché des capitaux

Sur le marché des obligations, les rendements ont légèrement reculé au cours des deux derniers mois de 1984. En janvier, ils n'ont presque pas varié, mais se sont accrus un peu, en février. Leurs mouvements ayant été minimes dans l'ensemble, leur marge de fluctuation, mesurée au rendement moyen des obligations fédérales, a été de moins d'un quart de point au second semestre. Les coupons sont restés en grande partie inchangés; en novembre et en janvier, quelques débiteurs ont lancé toutefois des emprunts à des taux supérieurs ou inférieurs d'un quart de point à ceux des emprunts ordinaires émis pendant le reste du semestre.

Depuis le mois de mai 1984, tous les emprunts de la Confédération ont été assortis d'un coupon de 4¾%. Sur la base des souscriptions reçues, les prix d'émission des emprunts émis en dé-

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.

cembre et en janvier ont été fixés à 100,5% et à 99,9%. Ces emprunts ayant des durées de 12 et 15 ans, leurs rendements se sont établis à 4,70% et à 4,76%.

Le prélèvement d'argent frais demandé au marché par l'émission publique d'emprunts (sans les conversions) s'est chiffré à 4,4 milliards de francs au quatrième trimestre (1984: 18,1 milliards). Comme les remboursements se sont élevés à 1,6 milliards (5,8 milliards), le montant net prélevé a totalisé 2,8 milliards (12,3 milliards). La part des débiteurs suisses représentait 21% (26%).

Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux, délivrées par la Banque nationale au quatrième trimestre de 1984, ont porté sur 9,3 milliards de francs, soit 17% de moins qu'au quatrième trimestre de 1983. Le montant des emprunts a passé à 3 milliards de francs, celui des placements de «notes» à 4,2 milliards et celui des crédits à 2,1 milliards. Par rapport au trimestre correspondant de 1983, ces montants ont diminué de 8%, 17% et 27% respectivement. Ce recul général semble dû, pour une large part, à une incertitude croissante quant à l'évolution des cours de change, ce qui a incité un certain nombre de débiteurs à ajourner leurs projets d'emprunter sur le marché suisse. D'autre part, l'effet de base a aussi joué un rôle, car les exportations de capitaux soumises à autorisation avaient at-

teint un niveau record au dernier trimestre de 1983.

Totalisant 40,9 milliards en 1984, les exportations de capitaux soumises à autorisation ont légèrement dépassé leur niveau de 1983 (40,2 milliards). Avec 48%, la part des «notes» est restée la plus importante, malgré un recul de 6%. Ces placements se sont chiffrés à 19,5 milliards de francs. Les émissions d'emprunts ont augmenté de 8% pour atteindre 11,2 milliards, soit 27% des exportations totales de capitaux soumises à autorisation. Quant aux crédits accordés à des débiteurs étrangers, ils ont progressé de 12% pour s'élever à 10,3 milliards de francs ou à 25% de l'ensemble des exportations de capitaux.

Comme en 1983, un peu plus de la moitié des placements de «notes» ont été effectués pour le compte de débiteurs japonais. Etant donné la tendance à la hausse notée à la bourse de Tokyo, les titres convertibles (69%) ont reçu un accueil particulièrement favorable. La part des emprunts à deux monnaies au total des émissions publiques des débiteurs étrangers a diminué de 12% en 1983 à 9% l'année suivante. Les crédits ont vu leur part passer de 40% en 1981 à 25% en 1984; cette baisse est due principalement aux difficultés de paiement persistantes d'une certain nombre de pays en développement fortement endettés.

La répartition par pays des exportations de capitaux montre une situation légèrement différente par rapport à 1983. Du total des exportations de

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 ²	11 150,4	19 463,5	8 557,9	1 770,3	40 942,1
1983 4e trim.	3 229,1	5 044,0	2 385,3	531,1	11 189,5
1984 1er trim.	3 221,5	5 682,3	2 488,4	1 010,4	12 402,6
2e trim.	2 947,9	6 134,2	2 184,7	235,6	11 502,4
3e trim.	2 022,7	3 747,0	2 035,4	241,5	8 046,6
4e trim. ²	2 958,3	4 190,0	1 869,4	259,8	9 277,5

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

² Chiffres provisoires

capitaux soumises à autorisation, 74% revenaient aux pays industrialisés (1983: 79%), 9% aux pays en développement, le mouvement de baisse engagé depuis trois ans ayant ainsi été enrayé, 14% aux organisations internationales de développement (1983: 11%), en particulier à la Banque mondiale, et 3% aux pays de l'OPEP et aux économies à planification centralisée. Ce recours accru au marché de la part des organisations internationales est le reflet de la croissance du recueil indirect de fonds des pays en développement.

Bilans bancaires et crédits

La croissance des bilans bancaires s'est accélérée en 1984. Cette évolution s'explique principalement par la hausse du dollar. A la fin de l'année, la somme des bilans des 71 banques dépassait de 10% celle de la fin du mois de décembre 1983, alors que sa croissance annuelle avait été de 7,2% en 1983. Si le cours du dollar était resté constant, le total des bilans aurait progressé de 6%.

Les opérations en monnaies étrangères ont augmenté fortement au cours de 1984. L'expansion annuelle des fonds de la clientèle libellés en monnaies étrangères s'est inscrite à 30,6% ou à 12%, abstraction faite des variations de change. L'évolution des dépôts en monnaies étrangères traduit à la fois la confiance des investisseurs suisses et étrangers dans le dollar et la forte attraction que les banques suisses exercent sur la clientèle internationale. Les banques ont placé sous la forme de crédits à la clientèle et à des banques tierces les fonds en monnaies étrangères qu'elles ont recueillis durant la période considérée.

La croissance annuelle des crédits à la clientèle suisse s'est accélérée sous l'effet de la conjoncture et atteignait 9,5% à la fin du mois de décembre (décembre 1983: 6,2%). Parmi les crédits en francs accordés à la clientèle suisse, les crédits de construction, les crédits commerciaux et les prêts hypothécaires ont enregistré des taux de croissance supérieurs à ceux des années précédentes. En revanche, les crédits octroyés à des collectivités de droit public se sont établis au-dessous du niveau de la fin de 1983.

Durant la période considérée, les possibilités attrayantes de placement en dollars ont fortement influé sur l'évolution du passif. De ce fait, l'afflux des fonds libellés en francs a été assez peu abondant. En 1984, les fonds de la clientèle suisse ont augmenté de 9,6% et ceux en francs suisses de 6,5% seulement. Ces derniers se répartissaient à peu près également entre les obligations de caisse, les dépôts à terme fixe, et les fonds d'épargne. Au second semestre, les taux des dépôts à terme fixe se sont inscrits nettement au-dessus des rémunérations servies sur les fonds d'épargne, de sorte que les dépôts d'épargne recueillis en 1984 n'ont représenté qu'à peine un tiers de ceux de 1983. La croissance annuelle des fonds de la clientèle étrangère s'élevait à 18,5% à la fin du mois de décembre.

L'expansion des *affaires fiduciaires* s'est accélérée pour atteindre 24,2% en 1984 (1983: 8,5%), les opérations en monnaies étrangères ayant, comme de coutume, enregistré la plus forte croissance (28,2%). Quant aux opérations en francs, elles ont progressé de 4,4%. La croissance des engagements fiduciaires s'explique en grande partie par l'afflux des placements de la clientèle suisse.

Revision der Geldmengenstatistik

1. Die Schweizerische Geldmengenstatistik

Die Schweizerische Nationalbank publiziert seit 1973 Zahlen über die Entwicklung der Geldmenge. Die veröffentlichten statistischen Reihen beginnen im Jahr 1950. Im Einklang mit der geldtheoretischen Literatur wie auch mit der Praxis zahlreicher anderer Länder berechnet die Nationalbank nebst der Notenbankgeldmenge drei unterschiedlich weit gefasste Geldaggregate: M_1 , M_2 , M_3 . Die Notenbankgeldmenge besteht aus den von der Notenbank geschaffenen Zahlungsmitteln (Noten sowie Giro Guthaben von Banken, Handel und Industrie bei der SNB). M_1 , M_2 und M_3 messen demgegenüber in unterschiedlicher Abgrenzung die Zahlungsmittel in der Hand des Publikums. Die Geldmenge im engeren Sinne (M_1) umfasst jene finanziellen Aktiva, die mit minimalen Transaktionskosten als anerkannte Zahlungsmittel verwendet werden können (Bargeldumlauf, Postscheckguthaben sowie von Inländern gehaltene Sichteinlagen). Die Geldmenge im weiteren Sinne (M_2) umfasst neben M_1 noch die als «Quasigeld» bezeichneten, vorübergehend fest angelegten Zahlungsmittel (im wesentlichen von Inländern gehaltene Termineinlagen). Die Geldmenge M_3 schliesslich enthält zusätzlich zu M_2 die Spareinlagen, d. h. diejenigen potentiellen Zahlungsmittel, die als eine Art Vermögensanlage gehalten werden.

2. Anlass und Umfang der Revision

Die zur Geldmengenberechnung notwendigen Informationen bezieht die Nationalbank zum grössten Teil aus Ihrer Bankenstatistik. Ursprünglich musste sie sich auf vier, nach unterschiedlichen Gesichtspunkten erhobene statistische Grundlagen stützen. Diese Erfassungsmethode befriedigte mit der Zeit immer weniger, so dass sich die Nationalbank 1975 zu einer ersten Revision der Geldmengenstatistik¹ entschloss. Die Berechnung der Geldmengen beruht seitdem – dank der im selben Jahr wesentlich erweiterten Bankenstatistik – auf nur noch zwei, miteinander

konsistenten Erhebungen. Aufgrund der Bilanzen der 71 monatlich berichtenden Banken² werden provisorische Monatswerte auf das gesamte Bankensystem hochgerechnet. Anhand der Halbjahresbilanzen aller Banken werden diese Werte nachträglich überprüft und korrigiert.

Seit Ende 1984 erhebt die Schweizerische Nationalbank ihre Bankenstatistik nach einem neuen, im Vergleich zu der 1975 eingeführten Erhebung nochmals wesentlich umfassenderen Konzept³. Dieses Konzept bringt auch zwei Neuerungen in der Geldmengenberechnung. Erstens liefert es neu monatliche Daten aller Banken und Finanzgesellschaften⁴. Zweitens erstreckt sich die Bankenstatistik nun auch auf das Fürstentum Liechtenstein, womit sie erstmals das gesamte schweizerische Währungsgebiet⁵ umfasst.

Der Einbezug Liechtensteins bedeutet statistisch gesehen einen Bruch mit der Vergangenheit. Damit dennoch längerfristig ausgerichtete Untersuchungen möglich sind, hat die SNB deshalb für Dezember 1984 die Werte der einzelnen Reihen sowohl nach dem alten als auch nach dem neuen Erhebungsmodus berechnet. Dadurch lassen sich die neuen Geldmengenreihen mit den zugehörigen alten Reihen verknüpfen.

¹ siehe: Revision der Geldmengenstatistik, Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Heft Nr. 8, August 1975. Ferner wurde die Berechnung der Notenbankgeldmenge (früher: Monetäre Basis) 1982 revidiert; siehe: Zur Revision der monetären Statistik: Die neuen Daten für die schweizerische Notenbankgeldmenge, Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Heft Nr. 2, Februar 1982

² ursprünglich 72 Banken

³ Das Konzept wurde vorgestellt in: Revision und Ausbau der Bankenstatistik, In: Geld, Währung und Konjunktur (Quartalsheft SNB), 1/1984, S. 52–53

⁴ genauer: aller Institute mit einer Bilanzsumme von 20 Mio. Franken und darüber

⁵ Die Ausdehnung der schweizerischen Währungshoheit auf das Fürstentum Liechtenstein erfolgte offiziell durch den Währungsvertrag Schweiz–Liechtenstein vom 19. Juni 1980; vgl. dazu Klausner, P. (1984), Der schweizerisch-liechtensteinische Währungsvertrag und die Reform des liechtensteinischen Gesellschaftsrechts. Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft der SNB, Nr. 2, S. 64–71.

Anlässlich der Umstellung der Geldmengenstatistik auf eine vollständigere Grundlage bietet sich die Gelegenheit, zwei seit längerer Zeit bekannte Mängel der Geldmengenreihen zu beseitigen. Erstens wird die Geldmenge M_1 korrigiert um die bisher teilweise in ihr enthaltenen Gehaltskontibestände. Zweitens werden Einlagen in fremder Währung aus den einzelnen Geldaggregaten eliminiert. Beide Korrekturen lassen sich ab Juni 1975 (dem Zeitpunkt der letzten Revision) durchführen, wobei für jenen Monat die ursprünglichen und die korrigierten Werte berechnet wurden, damit eine Verknüpfung der Werte möglich ist.

Die revidierte Geldmengenstatistik umfasst damit drei Zeitabschnitte

- (1) Januar 1950 bis Mai 1975
- (2) Juni 1975 bis November 1984
- (3) Dezember 1984 und folgende

Im Abschnitt (1) bleiben die bisher veröffentlichten Werte gültig. Im Abschnitt (2) werden die bisherigen Reihen um die Gehaltskonti und um die Fremdwährungseinlagen korrigiert. Im Abschnitt (3) schliesslich ist zusätzlich Liechtenstein in die Geldmengenstatistik einbezogen.

Die revidierten Geldmengen Zahlen von Juni 1975 bis Dezember 1984 sind in Tabelle 2 publiziert. Die einzelnen Revisionspunkte werden im folgenden detaillierter besprochen.

3. Einbezug des Fürstentums Liechtenstein

Die Ausdehnung der Geldmengenstatistik auf Liechtenstein hat zwei Folgen. Erstens gelten liechtensteinische Banken in der Bankenstatistik der SNB fortan als Schweizer Banken. Die bei ihnen gehaltenen Einlagen (von Schweizern und von Liechtensteinern) werden deshalb automatisch zu den entsprechenden Geldaggregaten gezählt. Zweitens gelten Liechtensteiner (Nichtbanken) neu als Inländer, so dass ihre Einlagen bei Schweizer Banken ebenfalls neu zu den einzelnen Geldmengen zählen.

Die Vergrößerung der einzelnen Geldaggregate, die sich aus dem Einbezug der liechtensteinischen Banken ergibt, lässt sich anhand der Bilanzen der liechtensteinischen Banken genau

bezeichnen. Sie beträgt, je nach Aggregat, zwischen einem halben (M_1) und zwei Prozent (M_3).

Die Vergrößerung der Geldaggregate infolge der statistischen «Umwandlung» der Liechtensteiner von Ausländern in Inländer lässt sich hingegen lediglich abschätzen. Bekannt ist der Umfang der Einlagen von Liechtensteinern bei Schweizer Banken per Ende Juni 1984 aufgrund der an jenem Datum letztmals nach dem alten Prinzip (Liechtenstein = Ausland) erhobenen Halbjahresbilanzen der Schweizer Banken. Jene Halbjahresbilanzen enthalten die zur Geldmengenberechnung notwendige Aufteilung der Einlagen nach Sicht-, Termin- und Spareinlagen; was hingegen fehlt, ist eine Trennung nach Franken und Fremdwährungen. Der für die Geldmengenstatistik relevante Frankenanteil der Einlagen von Liechtensteinern muss also geschätzt werden. Zum Zweck dieser Schätzung wurde die Annahme getroffen, die von Liechtensteinern bei Schweizer Banken gehaltenen Einlagen wiesen dieselbe Währungszusammensetzung auf wie die entsprechenden von Schweizern gehaltenen Einlagen. Die aufgrund dieser Annahme berechneten Frankeneinlagen von Liechtensteinern bei Schweizer Banken liegen, je nach Einlageart, zwischen null (Spareinlagen) und sechs Prozent (Sichteinlagen) der von Schweizern gehaltenen Einlagen.

4. Bereinigung um die Gehaltskontibestände

In der Zeit von 1960 bis 1975 führten die meisten Banken als neue Einlageform das Gehaltskonto (auch: Lohn-, Salär-, Privatkonto) ein. Kennzeichen des Gehaltskontos sind seine hohe Liquidität einerseits und die den Spareinlagen entsprechende Verzinsung andererseits. Als Folge dieser attraktiven Bedingungen wuchsen die Bestände auf den Gehaltskonti überdurchschnittlich rasch. Für die Geldmengenstatistik ergab sich insofern ein Problem, als die Banken diese Einlagen nicht nur uneinheitlich verbuchten, sondern die gewählte Verbuchungsweise im Lauf der Zeit teilweise auch wechselten. In der Regel wurden Gehaltskonti von Sichteinlagen auf Spar- und Depositenkonti umgebucht. Als Folge der Umbuchungen konnten dieselben Einlagen bei derselben Bank in der Geldmengenstatistik einmal als

Teil von M_1 und einmal nur als Teil von M_3 erscheinen. Die Grössenordnung dieses Problems geht aus der folgenden Zusammenstellung hervor:

Tabelle 1: Verbuchung der Gehaltskonti

Ende	Sichteinlagen	Spareinlagen	Total
1975	34%	66%	100%
1983	11%	89%	100%

Im Interesse einer konsistenten Geldmengenstatistik sind die Gehaltskonti einheitlich zu behandeln. Empirische Untersuchungen⁶ deuten darauf hin, dass die Gehaltskonti aufgrund ihres Verhaltens eher zu den Spareinlagen als zu den Sichteinlagen und zu M_1 gezählt werden sollten. Die Geldmenge M_1 (und demzufolge M_2) wird deshalb neu ab Juni 1975 ohne Gehaltskonti berechnet. M_1 wird durch den Ausschluss der Gehaltskonti um drei Prozent, M_2 um eineinhalb Prozent vermindert. M_3 bleibt von dieser Veränderung unberührt, da dieses Aggregat schon bisher die gesamten Gehaltskonti umfasste.

5. Die Eliminierung der Fremdwährungseinlagen

Idealerweise sollten die Geldaggregate nur Anlagen in Schweizer Franken enthalten. Dies gilt besonders in Zeiten flexibler Wechselkurse; bei festen Wechselkursen können Guthaben in fremden Währungen als sehr enge Substitute zu Frankenanlagen betrachtet werden. Grundsätzlich sind jedoch Fremdwährungseinlagen keine schweizerischen Zahlungsmittel; auch weist ihre Entwicklung ein anderes zyklisches Muster auf als diejenige der entsprechenden Frankeneinlagen.

Bisher waren inländische Fremdwährungseinlagen (auf Sicht und auf Termin) im «Quasigeld», und damit in M_2 und in M_3 enthalten. Geringfügige Fremdwährungsbeträge erschienen ferner in den zu den Spareinlagen zählenden Depositions- und Einlageheften, d. h. in M_3 . Mit der Revision werden diese Einlagen ab Juni 1975 aus dem «Quasigeld» und aus den Spareinlagen ausgeschieden. M_2 und M_3 werden dadurch ab diesem Datum um durchschnittlich 15% bzw. 7% verringert.

⁶ vgl. Birchler U. W. Gehaltskonti und Geldstatistik, erscheint demnächst in: Geld, Währung und Konjunktur (Quartalsheft SNB)

Tabelle 2 / Tableau 2: Entwicklung der Geldmenge – Evolution de la masse monétaire

in Millionen Franken – en millions de francs

Monatsende	Bargeld- umlauf	Sicht- einlagen ¹	Geld- menge M_1	Quasigeld ²	Geld- menge M_2	Spar- einlagen	Geld- menge M_3
Fin de mois	Numéraire en circulation	Dépôts à vue ¹	Masse monétaire M_1	Quasi- monnaie ²	Masse monétaire M_2	Dépôts d'épargne	Masse monétaire M_3
	1	2	3	4	5	6	7
1975							
Juni – Juin (alt)	16 683	27 171	43 854	26 242	70 096	69 051	139 147
Juni – Juin	16 683	26 072	42 755	20 285	63 040	70 135	133 175
Juli – Juillet	16 388	25 411	41 799	19 924	61 723	70 788	132 511
Aug. – Août	16 159	25 068	41 227	19 508	60 735	71 569	132 304
Sep. – Sep.	16 264	25 821	42 085	19 377	61 462	72 025	133 487
Okt. – Oct.	16 334	26 355	42 689	19 647	62 336	72 624	134 960
Nov. – Nov.	16 860	27 174	44 034	18 634	62 668	73 787	136 455
Dez. – Déc.	17 528	28 491	46 019	18 663	64 682	76 665	141 347

¹ Ohne Edelmetalle. – Sans métaux précieux.

² Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken. – Dépôts à terme en francs suisses de résidents.

Monatsende	Bargeld- umlauf	Sicht- einlagen ¹	Geld- menge M ₁	Quasigeld ²	Geld- menge M ₂	Spar- einlagen	Geld- menge M ₃
Fin de mois	Numéraire en circulation	Dépôts à vue ¹	Masse monétaire M ₁ (Kol. – col. 1+2)	Quasi- monnaie ²	Masse monétaire M ₂ (Kol. – col. 3+4)	Dépôts d'épargne	Masse monétaire M ₃ (Kol. – col. 5+6)
	1	2	3	4	5	6	7
1976							
Jan. – Jan.	16 537	28 415	44 952	18 048	63 000	78 242	141 242
Feb. – Fév.	16 494	27 082	43 576	18 314	61 890	79 367	141 257
März – Mars	16 451	28 487	44 938	18 177	63 115	79 649	142 764
April – Avril	16 529	28 889	45 418	18 367	63 785	80 120	143 905
Mai – Mai	16 664	28 518	45 182	18 078	63 260	80 794	144 054
Juni – Juin	16 682	29 931	46 613	17 296	63 909	80 744	144 653
Juli – Juillet	16 405	29 105	45 510	17 420	62 930	81 599	144 529
Aug. – Août	16 466	28 532	44 998	17 114	62 112	82 362	144 474
Sep. – Sep.	16 641	28 934	45 575	16 883	62 458	82 814	145 272
Okt. – Oct.	16 712	29 271	45 983	16 634	62 617	83 556	146 173
Nov. – Nov.	17 163	29 625	46 788	15 950	62 738	84 354	147 092
Dez. – Déc.	18 072	31 458	49 530	15 755	65 285	86 891	152 176
1977							
Jan. – Jan.	17 089	30 899	47 988	15 992	63 980	88 482	152 462
Feb. – Fév.	17 326	30 269	47 595	15 216	62 811	89 703	152 514
März – Mars	17 341	30 574	47 915	16 102	64 017	90 061	154 078
April – Avril	17 439	30 585	48 024	16 462	64 486	90 761	155 247
Mai – Mai	17 433	29 568	47 001	17 890	64 891	91 110	156 001
Juni – Juin	17 559	30 481	48 040	18 946	66 986	90 713	157 699
Juli – Juillet	17 197	29 244	46 441	20 046	66 487	91 170	157 657
Aug. – Août	17 197	28 941	46 138	19 781	65 919	91 789	157 708
Sep. – Sep.	17 408	29 739	47 147	20 040	67 187	92 228	159 415
Okt. – Oct.	17 272	30 961	48 233	19 625	67 858	93 033	160 891
Nov. – Nov.	17 673	31 146	48 819	18 447	67 266	94 208	161 474
Dez. – Déc.	18 616	32 460	51 076	18 437	69 513	96 163	165 676
1978							
Jan. – Jan.	17 702	33 265	50 967	17 296	68 263	97 576	165 839
Feb. – Fév.	18 025	33 799	51 824	16 514	68 338	98 975	167 313
März – Mars	18 150	27 223	55 373	15 729	71 102	99 259	170 361
April – Avril	18 252	37 173	55 425	16 050	71 475	100 122	171 597
Mai – Mai	18 193	36 804	54 997	16 391	71 388	100 652	172 040
Juni – Juin	18 398	36 535	54 933	17 430	72 363	100 694	173 057
Juli – Juillet	18 025	34 116	52 141	17 792	69 933	101 384	171 317
Aug. – Août	18 134	35 633	53 767	16 494	70 261	101 993	172 254
Sep. – Sep.	18 396	36 911	55 307	15 901	71 208	102 433	173 641
Okt. – Oct.	18 437	40 227	58 664	14 570	73 234	103 242	176 476
Nov. – Nov.	19 157	41 406	60 563	13 115	73 678	104 360	178 038
Dez. – Déc.	20 587	42 284	62 871	13 273	76 144	106 429	182 573
1979							
Jan. – Jan.	19 412	43 280	62 692	12 406	75 098	107 776	182 874
Feb. – Fév.	19 452	42 953	62 405	11 946	74 351	109 154	183 505
März – Mars	19 682	43 846	63 528	12 746	76 274	109 702	185 976
April – Avril	19 672	41 267	60 939	15 041	75 980	110 448	186 428
Mai – Mai	19 690	39 004	58 694	16 661	75 355	110 931	186 286
Juni – Juin	19 904	39 669	59 573	17 682	77 255	110 255	187 510
Juli – Juillet	19 587	39 648	59 235	18 596	77 831	110 873	188 704
Aug. – Août	19 788	38 039	57 827	18 856	76 683	111 453	188 136
Sep. – Sep.	20 025	38 158	58 183	19 432	77 615	111 886	189 501

¹ Ohne Edelmetalle. – Sans métaux précieux.² Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken. – Dépôts à terme en francs suisses de résidents.

Monatsende	Bargeld- umlauf	Sicht- einlagen ¹	Geld- menge M ₁	Quasigeld ²	Geld- menge M ₂	Spar- einlagen	Geld- menge M ₃
Fin de mois	Numéraire en circulation	Dépôts à vue ¹	Masse monétaire M ₁	Quasi- monnaie ²	Masse monétaire M ₂	Dépôts d'épargne	Masse monétaire M ₃
	1	2	(Kol. – col. 1+2) 3	(Kol. – col. 3+4) 4	(Kol. – col. 3+4) 5	(Kol. – col. 3+4) 6	(Kol. – col. 5+6) 7
Okt. – Oct.	20 081	39 010	59 091	20 648	79 739	112 188	191 927
Nov. – Nov.	20 738	38 375	59 113	22 351	81 464	111 700	193 164
Dez. – Déc.	21 418	37 356	58 774	26 904	85 678	112 226	197 904
1980							
Jan. – Jan.	20 475	36 030	56 505	31 457	87 962	111 418	199 380
Feb. – Fév.	20 610	34 858	55 468	34 125	89 593	111 011	200 604
März – Mars	20 538	34 380	54 918	38 091	93 009	109 072	202 081
April – Avril	20 394	33 426	53 820	39 728	93 548	107 760	201 308
Mai – Mai	20 266	33 121	53 387	38 762	92 149	106 606	198 755
Juni – Juin	20 325	34 663	54 988	37 316	92 304	105 467	197 771
Juli – Juillet	19 979	33 151	53 130	38 320	91 450	104 947	196 397
Aug. – Août	20 231	32 483	52 714	37 537	90 251	105 269	195 520
Sep. – Sep.	20 213	34 983	55 196	37 613	92 809	105 349	198 158
Okt. – Oct.	20 256	35 430	55 686	38 437	94 123	105 144	199 267
Nov. – Nov.	20 894	35 760	56 654	37 363	94 017	105 915	199 932
Dez. – Déc.	22 056	36 942	58 998	38 321	97 319	107 391	204 710
1981							
Jan. – Jan.	20 782	34 931	55 713	39 758	95 471	108 427	203 898
Feb. – Fév.	20 821	33 150	53 971	41 745	95 716	108 610	204 326
März – Mars	20 692	33 805	54 497	44 413	98 910	107 311	206 221
April – Avril	20 631	33 553	54 184	46 809	100 993	106 371	207 364
Mai – Mai	20 668	32 042	52 710	48 076	100 786	105 869	206 655
Juni – Juin	20 555	33 478	54 033	49 917	103 950	103 957	207 907
Juli – Juillet	20 220	31 715	51 935	52 706	104 641	102 822	207 463
Aug. – Août	20 313	30 520	50 833	52 583	103 416	102 798	206 214
Sep. – Sep.	20 264	32 253	52 517	53 579	106 096	101 641	207 737
Okt. – Oct.	20 162	31 657	51 819	55 392	107 211	100 605	207 816
Nov. – Nov.	20 459	32 505	52 964	54 298	107 262	100 501	207 763
Dez. – Déc.	21 304	33 986	55 290	53 087	108 377	101 449	209 826
1982							
Jan. – Jan.	20 425	31 051	51 476	55 084	106 560	101 401	207 961
Feb. – Fév.	20 514	30 861	51 375	55 939	107 314	102 031	209 345
März – Mars	20 331	33 076	53 407	55 031	108 438	101 393	209 831
April – Avril	20 400	33 710	54 110	54 353	108 463	102 294	210 757
Mai – Mai	20 578	33 974	54 552	50 073	104 625	104 873	209 498
Juni – Juin	20 583	35 547	56 130	48 045	104 175	105 103	209 278
Juli – Juillet	20 251	33 674	53 925	48 813	102 738	106 004	208 742
Aug. – Août	20 499	33 314	53 813	47 639	101 452	107 315	208 767
Sep. – Sep.	20 862	36 021	56 883	46 535	103 418	109 263	212 681
Okt. – Oct.	21 005	36 919	57 924	45 478	103 402	111 227	214 629
Nov. – Nov.	21 364	38 554	59 918	43 197	103 115	113 312	216 427
Dez. – Déc.	22 498	38 889	61 387	40 490	101 877	117 578	219 455
1983							
Jan. – Jan.	21 215	38 468	59 683	38 778	98 461	120 912	219 373
Feb. – Fév.	21 320	37 749	59 069	37 592	96 661	123 821	220 482
März – Mars	21 535	39 275	60 810	37 152	97 962	125 433	223 395
April – Avril	21 391	38 066	59 457	37 783	97 240	127 235	224 475
Mai – Mai	21 272	38 050	59 322	38 372	97 694	127 973	225 667

¹ Ohne Edelmetalle. – Sans métaux précieux.

² Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken. – Dépôts à terme en francs suisses de résidents.

Monatsende	Bargeld- umlauf	Sicht- einlagen ¹	Geld- menge M ₁	Quasigeld ²	Geld- menge M ₂	Spar- einlagen	Geld- menge M ₃
Fin de mois	Numéraire en circulation	Dépôts à vue ¹	Masse monétaire M ₁ (Kol. – col. 1+2)	Quasi- monnaie ²	Masse monétaire M ₂ (Kol. – col. 3+4)	Dépôts d'épargne	Masse monétaire M ₃ (Kol. – col. 5+6)
	1	2	3	4	5	6	7
Juni – Juin	21 355	38 297	59 652	40 194	99 846	126 354	226 200
Juli – Juillet	21 048	35 908	56 956	42 181	99 137	126 544	225 681
Aug. – Août	21 029	35 811	56 840	42 099	98 939	127 035	225 974
Sep. – Sep.	21 300	37 794	59 094	42 129	101 223	127 368	228 591
Okt. – Oct.	21 167	38 072	59 239	41 332	100 571	127 589	228 160
Nov. – Nov.	21 541	39 563	61 104	40 073	101 177	129 114	230 291
Dez. – Déc.	22 610	39 516	62 126	39 980	102 106	132 508	234 614
1984							
Jan. – Jan.	21 514	39 051	60 565	40 617	101 182	133 660	234 842
Feb. – Fév.	21 562	38 272	59 834	40 584	100 418	135 152	235 570
März – Mars	21 727	39 557	61 284	41 232	102 516	135 476	237 992
April – Avril	21 612	39 263	60 875	42 452	103 327	135 656	238 983
Mai – Mai	21 697	39 307	61 004	42 513	103 517	136 112	239 629
Juni – Juin	21 822	39 668	61 490	43 021	104 511	135 123	239 634
Juli – Juillet ³	21 509	38 025	59 534	44 786	104 320	134 662	238 982
Aug. – Août ³	21 641	37 001	58 642	45 302	103 944	134 764	238 703
Sep. – Sep. ³	21 866	38 114	59 980	46 584	106 564	134 916	241 480
Okt. – Oct. ³	21 672	38 589	60 261	47 618	107 879	134 374	242 253
Nov. – Nov. ³	22 231	39 686	61 917	46 073	107 990	134 284	242 274
Dez. – Déc. ³	23 729	41 795	65 524	42 655	108 179	136 974	245 153
Dez. – Déc. ³ (neu) ⁴	23 639	44 033	67 726	46 537	114 263	138 034	252 297

¹ Ohne Edelmetalle. – Sans métaux précieux.

² Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken. – Dépôts à terme en francs suisses de résidents.

³ Provisorische Angaben. – Chiffres provisoires.

⁴ Inklusive Fürstentum Liechtenstein. – Y compris la Principauté de Liechtenstein.

Révision de la statistique monétaire

1. La statistique monétaire suisse

Depuis 1973, la Banque nationale suisse publie des données sur l'évolution des agrégats monétaires pour la période postérieure à 1949. A l'instar de la littérature consacrée à la théorie monétaire et de nombreux autres pays, la Banque nationale distingue quatre séries. Outre la monnaie centrale, elle calcule trois autres agrégats répondant à des définitions plus larges, soit M_1 , M_2 et M_3 . La monnaie centrale englobe les moyens de paiement créés par l'institut d'émission (billets en circulation et avoirs des banques, du commerce et de l'industrie en comptes de virements à la BNS). M_1 , M_2 , et M_3 reflètent les moyens de paiement qui, selon divers critères, sont à la disposition du public. La masse monétaire au sens étroit (M_1) groupe les actifs financiers qui, avec un coût de transaction minimal, peuvent être utilisés comme moyen de paiement reconnu (numéraire en circulation, avoirs en comptes de chèques postaux et dépôts à vue des résidents). La masse monétaire au sens large (M_2) comprend, outre M_1 , la quasi-monnaie, soit les moyens de paiement immobilisés temporairement (pour l'essentiel, les dépôts à terme détenus par des résidents). Quant à la masse monétaire M_3 , elle englobe, outre M_2 , les dépôts d'épargne, soit des moyens de paiement virtuels qui sont détenus comme un placement de fortune.

2. Motif et portée de la révision

La Banque nationale tire de la statistique bancaire la plupart des données nécessaires au calcul des agrégats monétaires. Au début, elle devait se baser sur quatre statistiques dressées à des fins diverses. Comme cette méthode de calcul était de moins en moins satisfaisante, la Banque nationale décida de procéder, en 1975, à une première révision¹ de la statistique monétaire; cette révision avait été rendue possible par une sensible extension de la statistique bancaire. Le calcul des agrégats monétaires ne reposait alors plus que sur deux enquêtes parfaite-

ment compatibles. A partir des bilans des 71 banques² qui remettaient chaque mois des données, des valeurs mensuelles provisoires étaient établies pour l'ensemble du système bancaire. Ces valeurs étaient contrôlées et corrigées à l'aide des bilans semestriels de toutes les banques.

A la fin de l'année 1984, la Banque nationale a révisé et étendu encore la statistique bancaire³. Ce remodelage a apporté deux modifications dans le calcul des agrégats monétaires. En effet, des données mensuelles sont fournies maintenant par toutes les banques et les sociétés financières⁴ et la statistique bancaire a été étendue à la Principauté de Liechtenstein; pour la première fois, la statistique bancaire englobe ainsi l'ensemble de la zone monétaire suisse⁵.

Sur le plan statistique, l'incorporation du Liechtenstein entraîne une rupture dans les séries. Afin de permettre des analyses portant sur le moyen ou le long terme, la Banque nationale a calculé, selon l'ancienne et la nouvelle méthode, les valeurs des séries à fin décembre 1984. Ainsi, il est possible de raccorder les nouvelles séries sur les agrégats monétaires aux anciennes.

¹ Voir Révision de la statistique concernant la masse monétaire, annexe au Bulletin mensuel de la Banque nationale suisse, fascicule no 8, août 1975. En outre, le mode de calcul de la monnaie centrale (auparavant: base monétaire) a été révisé en 1982; voir Révision de la statistique monétaire suisse: Les nouvelles données sur la monnaie de banque centrale, annexe au Bulletin mensuel de la Banque nationale suisse, fascicule no 3, mars 1982.

² Initialement 72 banques

³ Voir Révision et extension de la statistique bancaire, Monnaie et conjoncture (bulletin trimestriel de la BNS), 1/1984, p. 54 et 55

⁴ Plus précisément: tous les établissements dont le total du bilan atteint au moins 20 millions de francs.

⁵ L'extension de la souveraineté monétaire suisse à la Principauté de Liechtenstein repose sur l'accord monétaire conclu le 19 juin 1980 entre la Confédération suisse et la Principauté de Liechtenstein; voir Klausner P. (1984), Der schweizerisch-liechtensteinische Währungsvertrag und die Reform des Liechtensteinischen Gesellschaftsrechts. Monnaie et conjoncture, bulletin trimestriel de la BNS, 2/1984, p. 64-71

L'adoption d'une base plus complète pour la statistique monétaire a offert l'occasion d'éliminer également deux imperfections connues depuis un certain temps déjà. Les avoirs en comptes-salaires, inclus en partie dans la masse monétaire M_1 , ont été exclus entièrement de cet agrégat. En outre, les dépôts à vue et à terme en monnaies étrangères n'entrent plus dans la définition des agrégats monétaires. Ces deux adaptations ont été apportées dans les séries à compter de juin 1975, mois auquel remonte la précédente révision de la statistique; pour ce mois, les anciennes et les nouvelles données ont été calculées afin de permettre le raccordement des séries.

La statistique monétaire révisée comprend ainsi les trois périodes suivantes:

- (1) de janvier 1950 à mai 1975
- (2) de juin 1975 à novembre 1984
- (3) à partir de décembre 1984

Les données publiées jusque-là pour la première période restent valables. Pour la deuxième période, les anciennes séries ont été corrigées afin de donner une solution homogène aux avoirs en comptes-salaires et d'éliminer les dépôts en monnaies étrangères. Dans la troisième période, les séries sur les agrégats monétaires englobent la Principauté de Liechtenstein.

Le tableau 2, page 53, contient les données révisées pour la période allant de juin 1975 à décembre 1984. Les changements apportés dans le cadre de la révision sont commentés ci-dessous.

3. Principauté de Liechtenstein

L'incorporation de la Principauté de Liechtenstein dans la statistique monétaire entraîne deux conséquences. Les banques établies dans la Principauté sont considérées dorénavant comme des banques suisses dans la statistique bancaire. Les dépôts qu'elles ont reçus de résidents en Suisse et au Liechtenstein entrent donc automatiquement dans les agrégats monétaires concernés. En outre, les personnes et sociétés domiciliées dans la Principauté – le secteur non bancaire – sont considérées elles aussi comme des résidents; leurs dépôts dans des banques

suisses sont donc inclus dans les agrégats monétaires.

L'accroissement enregistré par les agrégats monétaires à la suite de l'incorporation des banques liechtensteinoises peut être déterminé avec précision sur la base des bilans de ces établissements. Selon l'agrégat, il varie entre un demi (M_1) et deux pour-cent (M_3).

Par contre, l'accroissement dû au fait que les personnes et les sociétés domiciliées au Liechtenstein sont maintenant des résidents dans la statistique doit être estimé. Le volume des dépôts détenus dans les banques suisses par des personnes et sociétés domiciliées dans la Principauté est connu grâce aux bilans semestriels des banques suisses; à fin juin 1984, ces bilans ont été dressés pour la dernière fois selon l'ancien principe (personnes et sociétés domiciliées au Liechtenstein = non-résidents). Les bilans semestriels donnent la répartition des dépôts par catégories – dépôts à vue, dépôts à terme et dépôts d'épargne –, mais ces postes ne sont pas ventilés selon la monnaie. La part des dépôts effectués en francs par des personnes et sociétés domiciliées dans la Principauté doit donc être estimée, puisque seule cette part entre dans la statistique monétaire. L'estimation a été faite à l'aide de l'hypothèse suivante: la répartition par monnaies des diverses catégories de dépôts détenus dans les banques suisses par des personnes et sociétés domiciliées dans la Principauté est la même que celle des dépôts effectués par des résidents en Suisse. Calculés sur la base de cette hypothèse, les dépôts en francs détenus par des personnes et sociétés domiciliées au Liechtenstein s'élèvent, selon les postes, entre zéro (dépôts d'épargne) et six pour-cent (dépôts à vue) des dépôts détenus par des personnes et sociétés domiciliées en Suisse.

4. Ajustement afférent aux comptes-salaires

Entre 1960 et 1975, la plupart des banques ont introduit une nouvelle possibilité de placement, les comptes-salaires. Appelés également comptes privés ou comptes personnels, ces comptes bénéficient d'une rémunération égale à

celle des dépôts d'épargne et offrent un degré élevé de liquidité. En raison de ces conditions attrayantes, les fonds déposés sur les comptes-salaires ont augmenté à un rythme supérieur à la moyenne. Sous l'angle de la statistique monétaire, un problème s'est posé dans la mesure où les banques n'ont pas comptabilisé ces fonds de façon homogène, mais aussi parce que nombre d'entre elles ont modifié la méthode de comptabilisation au cours des années. En règle générale, les comptes-salaires ont été comptabilisés de moins en moins parmi les dépôts à vue et de plus en plus parmi les dépôts d'épargne ou les comptes de dépôt. Ainsi, les comptes-salaires d'une même banque ont figuré pendant une période dans M_1 , puis dans M_3 uniquement. Le tableau ci-dessous permet de mieux cerner l'importance de ce problème:

Tableau 1 : Comptabilisation des comptes-salaires

A la fin de l'année	Dépôts à vue	Dépôts d'épargne	Total
1975	34%	66%	100%
1983	11%	89%	100%

En vue de dresser une statistique monétaire cohérente, il est nécessaire d'adopter une solution homogène pour les comptes-salaires. Des études empiriques⁶ tendent à montrer que les comptes-salaires, de par leur nature, s'apparentent davantage aux dépôts d'épargne qu'aux dépôts à vue et à M_1 . Par conséquent, la masse monétaire M_1 et, partant, M_2 ne comprennent plus, depuis le mois de juin 1975, les comptes-salaires. Cette exclusion entraîne une diminution de 3% pour M_1 et de 1 1/2% pour M_2 . Quant à M_3 , elle reste inchangée, étant donné que l'ensemble des comptes-salaires était déjà compris dans cet agrégat.

5. Exclusion des dépôts en monnaies étrangères

L'idéal est que les agrégats monétaires englobent uniquement des dépôts en francs suisses. Cette règle est valable tout particulièrement dans un système de changes flottants. Sous un régime de changes fixes, les avoirs en monnaies étrangères peuvent être considérés toutefois comme très aisément substituables aux fonds en francs suisses. En Suisse cependant, les dépôts en monnaies étrangères ne sont en principe pas des moyens de paiement. En outre, leur évolution suit un cycle différent de celui des dépôts en francs suisses.

Jusqu'à-là, les dépôts à vue et à terme détenus en monnaies étrangères par des résidents étaient compris dans la quasi-monnaie et, partant, dans M_2 et M_3 . En outre, de petits montants en monnaies étrangères figuraient dans les livrets et carnets de dépôts, donc dans les dépôts d'épargne et dans M_3 . Dans le cadre de la présente révision, ces dépôts ont été exclus, depuis le mois de juin 1975, de la quasi-monnaie et des dépôts d'épargne. Les masses monétaires M_2 et M_3 diminuent ainsi en moyenne de 15% et de 7%.

⁶ Voir Birchler U. W., Gehaltskonti und Geldstatistik, à paraître prochainement dans Monnaie et conjoncture (bulletin trimestriel de la BNS).

Die Inflationsbekämpfung als Aufgabe der schweizerischen Geldpolitik

Georg Rich*

1. Einleitung

Der Übergang zu freischwankenden Wechselkursen im Januar 1973 wird allgemein als Wendepunkt in der Geschichte der schweizerischen Geldpolitik betrachtet. Dank der Aufgabe des Fixkurssystems gewann die Nationalbank die Möglichkeit, die Geldmenge wirksam zu kontrollieren und einen entscheidenden Beitrag zur Inflationsbekämpfung zu leisten. Von allem Anfang an wurde die Geldmengenpolitik primär in den Dienst der Inflationsbekämpfung gestellt. Die Nationalbank war bestrebt, durch eine graduelle Verringerung des Geldmengenwachstums die am Konsumentenpreisindex gemessene Inflationsrate von über 10% im Jahre 1973 auf Null zu senken. Die Meinung der Nationalbank, wonach die Preisniveaustabilität das Hauptziel der Geldpolitik darstellen sollte, war auch in der Öffentlichkeit weitgehend unbestritten.

Obwohl sich die Nationalbank seit 1973 nach Kräften bemüht, die Inflation durch eine strikte Kontrolle der Geldmenge aus der Welt zu schaffen, hat sie trotz beachtlicher Erfolge das von ihr angestrebte Ziel der Preisniveaustabilität noch nicht vollständig erreicht. Der Grund für die Divergenz zwischen den Absichten der Nationalbank und der tatsächlichen Preisentwicklung liegt nicht in einem mangelnden Willen, der Inflation mit allen verfügbaren Mitteln zu begegnen. Vielmehr ist die Nationalbank mit einer Reihe von Sachzwängen und technischen Problemen konfrontiert, die ihre geldpolitische Handlungsfreiheit einschränken. Im folgenden möchte ich mich mit den Schwierigkeiten befassen, die einer stabilitätsorientierten Geldpolitik im Wege stehen. Drei Probleme, die der an einem stabilen

Preisniveau interessierte Geldpolitiker zu lösen hat, scheinen mir besonders wichtig:¹

- Wahl eines geeigneten geldpolitischen Indikators,
- geldpolitische Zielkonflikte,
- ausserwirtschaftlich bedingte Einschränkungen der geldpolitischen Handlungsfreiheit.

2. Wahl eines geeigneten Indikators

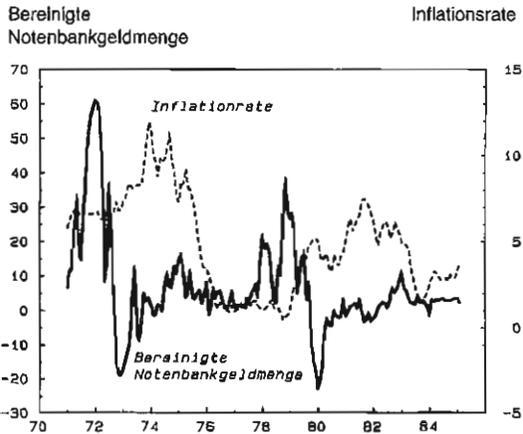
Eine strikte Kontrolle der Geldmenge wäre ein völlig sinnloses Unterfangen, wenn nicht eine enge Beziehung zwischen der Geldmengenentwicklung und der grundlegenden geldpolitischen Zielvariablen, d.h. dem Preisniveau, existierte. In bezug auf die Schweiz besteht kaum ein Zweifel, dass Preis- und Geldmengenentwicklung eng miteinander verknüpft sind. Wie Grafik 1 zeigt, können zumindest seit den frühen siebziger Jahren zyklische und längerfristige Bewegungen der Inflationsrate weitgehend durch Veränderungen des Wachstums der bereinigten Notenbankgeldmenge (Notenumlauf und Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank, bereinigt um die ultimobedingten Spitzen der Nationalbank-Refinanzierungskredite an die Geschäftsbanken) erklärt werden. Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn die bereinigte Notenbankgeldmenge durch die Geldmenge M_1 ersetzt wird. Ferner illustriert Grafik 1, dass die zyklischen Wendepunkte der Inflationsraten den entsprechenden Wendepunkten im Geldmengenwachstum mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren

* Direktor und Leiter des Bereichs Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank. Überarbeitete Fassung eines Referats, gehalten am fünften Treffen von Ökonomenprofessoren in Bern, November 1984. Den Herren U. Kohl und O. Landmann möchte ich für wertvolle Anregungen danken.

¹ Die Frage, weshalb ein stabiles Preisniveau ein volkswirtschaftlich sinnvolles Ziel darstellt, bildet nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung. Siehe Baltensperger und Böhm (1983, Kap.3) für eine ausgezeichnete Darstellung der volkswirtschaftlichen Kosten der Inflation.

² Das von Grafik 1 gezeichnete Bild wird durch ökonometrische Studien bestätigt. Siehe Buomberger und Müller (1983), Wasserfallen (1983), Koellreuter und Kugler (1984), Genberg und Swoboda (1984).

Grafik 1: Geldmengenwachstum und Inflation¹



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

folgen. Geldmengenpolitische Massnahmen der Nationalbank wirken sich somit nicht sofort auf das Preisniveau aus.²

Da sich die künftige Preisentwicklung aufgrund des gegenwärtigen Geldmengenwachstums recht gut prognostizieren lässt, betrachtet die Nationalbank die bereinigte Notenbankgeldmenge als einen zuverlässigen geldpolitischen Indikator. Das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge gibt eine Antwort auf die Frage, ob die Nationalbank eine expansive oder restriktive Geldpolitik verfolgt. Obwohl nach unserer Meinung gegenwärtig kein besserer Indikator existiert, muss betont werden, dass auch er dem Geldpolitiker keine perfekte Orientierungshilfe bietet. Jedes Urteil über die Zweckmässigkeit des von der Nationalbank verfolgten Kurses ist mit einer gewissen Fehlermarge behaftet und kann sich im nachhinein – wenn alle klüger sind – als Fehlurteil erweisen. Ich möchte die Schwierigkeiten, die bei der Wahl eines geldpolitischen Indikators auftreten können, an einem Beispiel illustrieren.

Seit einiger Zeit sind in der Schweiz Bestrebungen im Gange, den Zahlungsverkehr unter den Banken auf eine elektronische Basis umzustellen. Das neue Zahlungssystem, das die Banken

gemeinsam mit der Nationalbank entwickeln und den gut deutschen Namen Swiss Interbank Clearing (SIC) trägt, soll im Laufe des Jahres 1986 eingeführt werden. Mit grosser Wahrscheinlichkeit wird das SIC den Banken ermöglichen, die für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs benötigten Giro Guthaben bei der Nationalbank zu verringern. Anders ausgedrückt: Wir rechnen damit, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld infolge dieser Innovation im schweizerischen Finanzsektor zurückgehen wird. Sollten unsere Voraussetzungen zutreffen, würde die Einführung des SIC die Indikatorfunktion der Notenbankgeldmenge zumindest vorübergehend beeinträchtigen. Eine SIC-bedingte Drosselung der Geldnachfrage würde nämlich das Preisniveau gleicherweise beeinflussen wie eine Lockerung der Geldpolitik. Die Nationalbank müsste daher die Nachfrage-senkung durch eine entsprechende Verringerung des Geldangebots kompensieren, um das von ihr angestrebte Ziel eines stabilen Preisniveaus nicht zu gefährden. Stellte die Nationalbank bei der Festlegung ihres Kurses ausschliesslich auf das Wachstum der Notenbankgeldmenge ab, ohne die Möglichkeit einer SIC-bedingten Verschiebung der Geldnachfrage in Rechnung zu stellen, würde sie die Gefahr eines geldpolitischen Fehlentscheides heraufbeschwören.

Für die Probleme, die der Geldpolitik aus der Einführung des SIC erwachsen, gibt es meines Erachtens keine Patentlösung. Grundsätzlich kann die Möglichkeit SIC-bedingter Nachfrageverschiebungen auf zwei Arten in das geldpolitische Kalkül einbezogen werden. Einerseits ist es denkbar, dass die Nationalbank an der bereinigten Notenbankgeldmenge als Zielgrösse festhält, bei der Zielvorgabe jedoch die von ihr erwarteten SIC-bedingten Nachfrageverschiebungen berücksichtigt. Diese Nachfrageverschiebungen lassen sich wahrscheinlich nicht zuverlässig voraussagen, so dass sich die Nationalbank im Falle von Fehlprognosen die Möglichkeit von Zielabweichungen vorbehalten müsste. Andererseits könnte die Nationalbank zumindest vorübergehend die Notenbankgeldmenge als Zielgrösse aufgeben und wie während der Periode 1975–78 ein Wachstumsziel für die Geldmenge M_1 , die von der Einführung des SIC nicht wesentlich betroffen wäre, fixieren. Diese zweite Lösung

hätte allerdings den Nachteil, dass sich die Geldmenge M_1 weniger präzise steuern lässt als die Notenbankgeldmenge.

Die mit der Einführung des neuen Zahlungssystems verknüpften Schwierigkeiten sollen nicht dramatisiert werden. Schon gar nicht soll der Eindruck entstehen, eine wirksame Bekämpfung der Inflation werde dadurch verunmöglicht. Es geht lediglich darum, zu zeigen, welche technischen Probleme die Nationalbank bei der Festlegung ihres geldpolitischen Kurses zu lösen hat.

3. Geldpolitische Zielkonflikte

Für die Nationalbank ist Preisniveaustabilität das oberste Ziel der Geldpolitik. Dies bedeutet jedoch nicht, dass sie der Entwicklung von Produktion und Beschäftigung keine Beachtung schenkt. Sie ist sich durchaus bewusst, dass Inflationsbekämpfung über eine Verminderung des Geldmengenwachstums einen vorübergehenden Rückgang von Produktion und Beschäftigung zur Folge haben kann. Ein temporärer Anstieg der Arbeitslosigkeit ist der Preis, den die Gesellschaft für die Wiedererlangung eines inflationsfreien Umfeldes zu bezahlen hat. Da sich die Inflationsbekämpfung zumindest in der kurzen Frist nicht mit dem Wunsch auf eine möglichst hohe Beschäftigung in Einklang bringen lässt, steht die Nationalbank vor einem geldpolitischen Zielkonflikt, für den es keine allseits befriedigende Lösung gibt. Sie kann diesen Zielkonflikt höchstens etwas entschärfen, indem sie versucht, das Ziel der Preisniveaustabilität in einer Art und Weise zu erreichen, die möglichst wenig Arbeitsplätze kostet. Aus diesem Grunde zieht sie eine graduelle Verringerung des Geldmengenwachstums einer Schocktherapie als Mittel der Inflationsbekämpfung vor. Mit einer Schocktherapie könnte wahrscheinlich die Inflation rascher auf Null gesenkt werden als mit einem graduellen Vorgehen, gleichzeitig würde jedoch das Risiko negativer Beschäftigungseffekte erhöht.

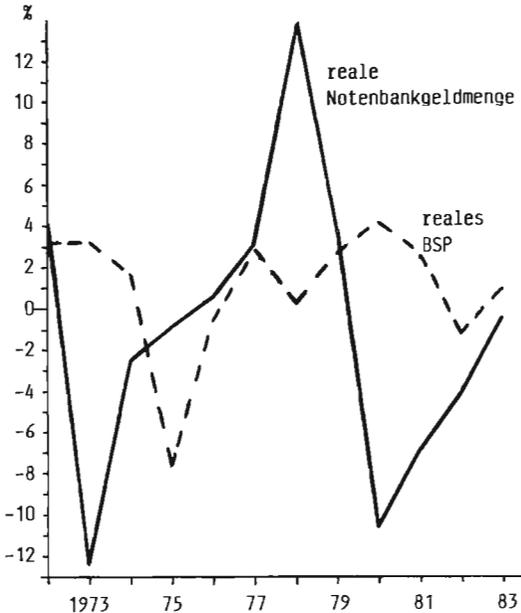
Obwohl die Nationalbank bei der Festlegung ihrer Geldmengenziele auf die Beschäftigungslage Rücksicht nimmt, hat sie nie versucht, über eine expansive Geldpolitik neue Arbeitsplätze zu

schaffen. Wir sind überzeugt, dass die Geldpolitik als Mittel der Arbeitsbeschaffung untauglich ist. Bestenfalls üben geldmengenpolitische Massnahmen eine vorübergehende Wirkung auf die Beschäftigung aus. Die Nationalbank kann jedoch die Beschäftigung nicht permanent erhöhen, auch wenn sie die Geldquelle noch so reichlich fliessen lässt. Eine temporäre Verbesserung der Beschäftigungslage muss zudem um den Preis einer dauernden Erhöhung der Inflation erkaufte werden. Technisch ausgedrückt: Wir glauben nicht, dass in der Schweiz langfristig eine Phillips-Kurve mit negativer Steigung existiert.

Unsere Meinung, wonach die schweizerische Geldpolitik die Realwirtschaft beeinflusst, beruht nicht auf wissenschaftlich gesicherten Erkenntnissen, sondern stützt sich auf die Beobachtung, dass nach 1973 auf eine zyklische Veränderung der realen Geldmenge regelmässig eine entsprechende zyklische Veränderung des realen Bruttosozialprodukts folgte (Grafik 2). Damit sei nicht behauptet, dass die Gründe für den schweizerischen Konjunkturzyklus ausschliesslich in der Geldpolitik zu suchen seien. Wir sind vielmehr der Ansicht, Auslandsinflüsse seien hauptsächlich für die konjunkturellen Schwankungen des realen Bruttosozialprodukts verantwortlich.

Da unsere These über eine Beziehung zwischen realem BSP und Geldpolitik auf wissenschaftlich schwachen Füßen steht, begrüssen wir die Bestrebungen, im Rahmen des Nationalen Forschungsprogramms Nr.9 die Wirkungen geldpolitischer Massnahmen auf die Realwirtschaft empirisch zu untersuchen. In diesem Zusammenhang seien vor allem die Studien von Koellreuter und Kugler (1984), Genberg und Swoboda (1984) sowie Brunner und Wasserfallen (1984) erwähnt. Soweit aufgrund der bisher erzielten Ergebnisse überhaupt ein abschliessendes Urteil gefällt werden kann, scheinen die ersten zwei Studien unsere These zumindest schwach zu stützen, während Brunner und Wasserfallen überhaupt keinen Zusammenhang zwischen realem BSP und Notenbankgeldmenge erkennen können. Somit liefert die Wissenschaft vorerhand keine eindeutige Antwort auf die Frage, ob von der Geldpolitik realwirtschaftliche Wirkungen ausgehen.

Grafik 2:
Reale Notenbankgeldmenge¹ und reales BSP
 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)



¹ Reale bereinigte Notenbankgeldmenge (Nominalwerte, berechnet als Jahresdurchschnitt aus Tageswerten, dividiert durch die entsprechenden Jahreswerte des BSP-Deflators).

Angesichts der Meinungsverschiedenheiten zwischen den an den drei NFP-Projekten beteiligten Forschern sehe ich vorläufig keine Notwendigkeit, unsere Auffassungen über die realwirtschaftlichen Wirkungen geldpolitischer Massnahmen zu revidieren, zumal die Studien von Brunner und Wasserfallen Fragen aufwerfen, die mich an der Gültigkeit ihrer Resultate zweifeln lassen. Wasserfallen (1983, S.36) vertritt die auch von der Nationalbank geteilte Meinung, wonach eine Änderung der Notenbankgeldmenge das Preisniveau mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren beeinflusst. Ferner behauptet er, keine realen Wirkungen von Geldmengenänderungen nachweisen zu können. Diese Aussage ist insofern fragwürdig, als zumindest die reale Geldmenge vorübergehend auf geldpolitische Massnahmen reagieren muss, weil sich gemäss Wasserfallen das Preisniveau nur langsam den Bewegungen der nominellen Geldmenge anpasst. Weshalb Schwankungen

der realen Geldmenge alle anderen realen Grössen unbeeinflusst lassen sollten, ist nicht einseitig.³

4. Aussenwirtschaftlich bedingte Einschränkungen der geldpolitischen Handlungsfreiheit

Obschon die Nationalbank unter dem gegenwärtigen System flexibler Wechselkurse in der Lage ist, die Notenbankgeldmenge ziemlich präzise zu steuern, ist ihre geldpolitische Handlungsfreiheit nicht von allen aussenwirtschaftlichen Zwängen befreit. Zwar bedeutet die enge Verflechtung der Schweiz mit der Weltwirtschaft nicht mehr, dass die Nationalbank einem Inflationsschub – wie unter dem Fixkurssystem – weitgehend machtlos gegenübersteht. Aussenwirtschaftliche Einflüsse komplizieren jedoch die Geldmengensteuerung insofern, als sie sich in unerwünschten und schwer kontrollierbaren Wechselkursschwankungen äussern können.

Die Nationalbank bekam die Grenzen ihrer Handlungsfreiheit vor allem im Jahre 1978 zu spüren, als sie infolge einer unerwartet massiven nominellen und realen Aufwertung des Schweizerfrankens in einen gravierenden geldpolitischen Zielkonflikt geriet. Aus der Sicht der Inflationsbekämpfung war der Höhenflug des Frankens willkommen, da er über eine Verringerung der Frankenpreise international gehandelter Güter die Wirkungen der restriktiven schweizerischen Geldpolitik auf das inländische Preisniveau verstärkte. Andererseits höhnte er die internationale Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Industrie aus, da die Frankenpreise international gehandelter Güter im Verhältnis zu den inländischen Produktionskosten zurückgingen. Im Sommer 1978 hatte sich die Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Industrie in einem Aus-

³ Wasserfallen (1985, Kap. 12) weist zwar anhand eines Modells überzeugend nach, dass auch unter der Annahme rationaler Erwartungen das Preisniveau mit zeitlicher Verzögerung auf Geldmengenänderungen reagieren kann. Das Modell erklärt jedoch nicht, weshalb eine Veränderung des realen Geldangebots den realen Sektor der Wirtschaft unberührt lässt. Das Fehlen realer Wirkungen von Geldmengenänderungen wird vielmehr angenommen.

mass verschlechtert, das Befürchtungen auf einen drastischen Beschäftigungseinbruch wach werden liess. Daher beschloss die Nationalbank im Herbst 1978, ihr Geldmengenziel vorübergehend durch ein Wechselkursziel zu ersetzen. Die Folgen dieses geldpolitischen Kurswechsels sind bekannt: Die Stabilisierung des Wechselkurses war mit einer Aufblähung der Notenbankgeldmenge verbunden, welche die Teuerung von neuem anheizte (Grafik 1).

Verschiedene Indizien wiesen damals darauf hin, dass der geldpolitische Zielkonflikt durch eine wechselkursbedingte Erhöhung der schweizerischen Geldnachfrage verstärkt wurde. Wir vermuteten, die Nachfrage nach M_1 , die seit 1975 als geldpolitische Zielgrösse gedient hatte, reagiere stark auf Änderungen der Wechselkurs-erwartungen. Eine Zunahme des erwarteten Frankenkurses veranlasse die Anleger, Auslandaktiven in inländische zinstragende Aktiven und inländisches Geld umzuwandeln. Die wechselkursbedingte Steigerung der Nachfrage nach M_1 , die bei der Festlegung des Geldmengenziels nicht berücksichtigt worden war, sei gleichbedeutend mit einer Verschärfung der Geldpolitik, welche die negativen Wirkungen der Frankenhause auf die Beschäftigung unnötig verstärke. Wir vertraten auch die Meinung, die Nachfrage nach Notenbankgeld reagiere weniger empfindlich auf Änderungen der Wechselkurs-erwartungen als die Nachfrage nach M_1 . Dies war einer der Gründe, weshalb die Nationalbank im Jahre 1980 zu einem Ziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge überging (Schweizerische Nationalbank, 1980, S. 7f; Rich und Schiltknecht, 1980, S. 167–69).⁴

Obwohl die These einer wechselkursbedingten Verschiebung der Geldnachfrage damals einleuchtend schien, zweifle ich heute an ihrer Stichhaltigkeit, da gewichtige theoretische Einwände gegen sie vorgebracht werden können. Diese Einwände lassen sich anhand eines einfachen Geldmarktmodells erläutern. Im folgenden untersuche ich zuerst die Wirkungen von Wechselkursänderungen auf den Geldmarkt und behandle anschliessend die Frage, ob die Handlungsfreiheit der Nationalbank durch wechselkurspolitische Massnahmen erweitert werden kann.

4.1. Wechselkurs und Geldmarkt: eine theoretische Analyse

Das Modell beruht auf der Annahme, dass das nominelle Angebot an Notenbankgeld (M) exogen und durch die Nationalbank bestimmt ist. Die reale Geldnachfrage (L) hänge negativ vom Nominalzins (r) und positiv vom Realeinkommen (y) ab. Ferner unterstelle ich eine negative Beziehung zwischen der realen Geldnachfrage und der erwarteten Rendite auf Auslandaktiven, d. h., die inländischen Anleger betrachten inländisches Geld sowie inländische und ausländische zinstragende Aktiven als Substitute:

$$L = L(r, e, y); L_1, L_2 < 0; L_3 > 0. \quad (1)$$

L_i ($i = 1, 2, 3$) symbolisiert die partielle Ableitung von L nach dem Argument i . Einfachheitshalber nehme ich an, dass im Ausland nur eine Währung, d. h. der Dollar, besteht und alle Auslandaktiven auf Dollar lauten. Somit gilt für die erwartete Rendite auf Auslandaktiven:

$$e = r_f + [E(\pi) - \pi]/\pi. \quad (2)$$

Diese setzt sich zusammen aus dem als exogen unterstellten ausländischen Zinssatz (r_f) und der erwarteten Veränderungsrate des Wechselkurses, der als Frankenpreis des Dollars definiert wird. $E(\pi)$ und π bezeichnen den erwarteten bzw. aktuellen Kurs des Dollars.

Sofern sich der Geldmarkt im Gleichgewicht befindet, gilt:

$$M/P = L. \quad (3)$$

Das Preisniveau (P) entspreche dem geometrischen Mittel der Preisindizes international und ausschliesslich im Inland gehandelter Güter:

$$P = (\pi P_f)^{1-\alpha} P_d^\alpha \quad (4)$$

P_f bezeichnet den durchschnittlichen Dollarpreis international gehandelter Güter, der als exogene Variable behandelt wird. Der entsprechende Frankenpreis ist gleich dem Produkt aus dem Wechselkurs und P_f . P_d symbolisiert den Durchschnittspreis der Inlandgüter.

⁴ Ein anderer Grund lag in der Tatsache, dass die Notenbankgeldmenge präziser gesteuert werden kann als M_1 .

Aus Gleichungen (1) bis (4) ist ersichtlich, dass Wechselkursänderungen den Geldmarkt über zwei Kanäle beeinflussen können. Das reale Geldangebot hängt vom Frankenpreis international gehandelter Güter ab, der wiederum auf Schwankungen des aktuellen Wechselkurses reagiert, während die reale Geldnachfrage eine Funktion der erwarteten Rendite auf Auslandaktiven ist. Das Modell lässt somit die Möglichkeit zu, dass Änderungen der Wechselkurserwartungen die Geldnachfrage beeinflussen.

Um die Stichhaltigkeit der von der Nationalbank vertretenen These zu überprüfen, nehme ich an, dass der erwartete Dollarkurs aus irgendwelchen Gründen plötzlich sinkt. Da ich mich darauf beschränke, die kurzfristigen Wirkungen einer Änderung von $E(\pi)$ zu untersuchen, können Realeinkommen und Preis der Inlandgüter als exogene Grössen behandelt werden. Erfahrungsgemäss reagieren y und P_d nur mit grosser zeitlicher Verzögerung auf Änderungen des erwarteten Wechselkurses und andere monetäre Störungen. Gleichungen (1) bis (4) deuten darauf hin, dass eine Verringerung von $E(\pi)$ zu einer Senkung der erwarteten Rendite auf Auslandaktiven führt, die wiederum mit einer Erhöhung der realen Geldnachfrage und des inländischen Zinssatzes verbunden ist. Der Wechselkursbedingte Zinsanstieg beeinflusst die Schweizer Wirtschaft in derselben Weise wie eine Verschärfung der inländischen Geldpolitik.

Diese Aussage ist allerdings nur so lange gültig, als die Verringerung von $E(\pi)$ den aktuellen Dollarkurs unverändert lässt. Sinkt π infolge der Änderung der Wechselkurserwartungen, so müssen zwei Bedingungen erfüllt sein, damit der inländische Zinssatz steigt:

Zum einen kann die Senkung der erwarteten Rendite auf Auslandaktiven nur zu einer Erhöhung des inländischen Zinssatzes führen, wenn Kapital aus dem Ausland in die Schweiz fliesst. Eine gleichzeitige Verringerung von e und Zunahme von r veranlasst die inländischen Anleger, ausländische in zinstragende inländische Aktiven umzuwandeln. Sieht die Nationalbank von Interventionen am Devisenmarkt ab, kann der Bestand an Auslandaktiven jedoch höchstens aus zwei Gründen fallen:

- Die Verringerung des aktuellen Dollarkurses schmälert die internationale Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft, was sich in einer Passivierung der Ertragsbilanz äussert. Das Ertragsbilanzdefizit wiederum wird durch einen Kapitalzufluss aus dem Ausland kompensiert. In der kurzen Frist ist jedoch nicht damit zu rechnen, dass die Abnahme von π den Ertragsbilanzsaldo wesentlich beeinflusst, da die realen Handelsströme – wie das Realeinkommen – nur mit zeitlicher Verzögerung auf monetäre Störungen reagieren.⁵
- Der Rückgang des aktuellen Dollarkurses vermindert den Frankenwert der auf Dollar lautenden Auslandaktiven. Dies setzt allerdings voraus, dass die Schweiz gegenüber dem Ausland als Netto-Gläubiger auftritt, d.h. die auf fremde Währung lautenden Auslandaktiven die entsprechenden Passiven übersteigen. Wäre die Schweiz ein Netto-Schuldner, so würde der Rückgang von π den Frankenwert der Auslandschuld verringern, was einem Kapitalabfluss ins Ausland gleichkäme. Da die Schweiz zweifelsohne als Netto-Gläubiger zu betrachten ist, besteht durchaus die Möglichkeit, dass sich der Bestand an Auslandaktiven wechselkursbedingt verringert.

Zum anderen weltet sich das reale Geldangebot infolge des Rückgangs von π und der damit verbundenen Abnahme des inländischen Preisniveaus aus. Die Zunahme des realen Geldangebots wiederum drückt auf den inländischen Zinssatz. Je stärker das inländische Preisniveau auf Dollarkursänderungen reagiert (d.h. je geringer α), um so grösser ist die Wahrscheinlichkeit einer Senkung des inländischen Zinssatzes.

Da die Wirkung einer Verringerung von $E(\pi)$ auf den inländischen Zinssatz von der Reaktion des aktuellen Wechselkurses abhängt, wird π im folgenden als endogene Grösse behandelt. In An-

⁵ Allerdings besteht die Möglichkeit, dass der Ertragsbilanzsaldo auch in der kurzen Frist durch Wechselkursänderungen beeinflusst wird. Werden die Importe vornehmlich in ausländischer Währung und die Exporte in Schweizerfranken fakturiert, so kann sich die Ertragsbilanz bei einem Rückgang von π vorübergehend verbessern, da der Frankenwert der Importe sinkt (sog. J-Kurven-Effekt). In diesem Falle ist die Abnahme von π jedoch mit einer Erhöhung des Bestandes an Auslandaktiven verbunden.

lehnung an den Portfolio-Ansatz in der Wechselkursstheorie sei angenommen, dass die Funktion des Dollarkurses in der kurzen Frist darin besteht, den Markt für Auslandaktiven im Gleichgewicht zu halten. Lauten die schweizerischen Auslandaktiven ausschliesslich auf Dollar, so gilt die folgende Gleichgewichtsbedingung:

$$A\pi/P = N(r, e); N_1 < 0, N_2 > 0. \quad (5)$$

Die reale Nachfrage privater Inländer nach Auslandaktiven (N) hänge negativ vom inländischen Zinssatz und positiv von der erwarteten Rendite auf solchen Aktiven ab. Der Ausdruck $A\pi/P$ symbolisiert das reale Angebot.⁶ Der Dollarwert der Auslandaktiven (A), der sich nur im Falle von Ertragsbilanzüberschüssen und -defiziten verändern kann, sei eine positive exogene Variable.⁷ Gleichung (5) lässt die Möglichkeit zu, dass das reale Angebot an Auslandaktiven durch Wechselkursänderungen beeinflusst wird.

Die Gleichungen (1) bis (5) bestimmen die endogenen Variablen L, r, e, π und P . Im folgenden untersuche ich lediglich die Wirkungen einer Senkung von $E(\pi)$ auf den inländischen Zinssatz und den aktuellen Wechselkurs. Dabei nehme ich an, dass im ursprünglichen Gleichgewichtszustand $E(\pi), \pi, P_f$ und P_d gleich Eins sind. Werden die fünf Gleichungen total nach $E(\pi)$ differenziert sowie nach $dr/dE(\pi)$ und $d\pi/dE(\pi)$ aufgelöst, so ergibt sich:

$$d\pi/dE(\pi) = (L_2N_1 - L_1N_2)/J > 0, \quad (6)$$

$$dr/dE(\pi) = [\alpha AL_2 + (1-\alpha)MN_2]/J \geq 0. \quad (7)$$

wobei

$$J = -L_1(\alpha A + N_2) - N_1[(1-\alpha)M - L_2] > 0. \quad (8)$$

Gemäss den Gleichungen (6) bis (8) sinkt der aktuelle Dollarkurs bei einer Verringerung von $E(\pi)$ unzweideutig, während der inländische Zinssatz steigen oder zurückgehen kann. Wie aus Gleichung (7) ersichtlich ist, bildet $A > 0$ eine notwendige – jedoch nicht hinreichende – Bedingung für eine Zunahme des inländischen Zinssatzes. Nur in diesem Falle ist es möglich, dass die Verringerung von $E(\pi)$ von einem Kapitalzufluss aus dem Ausland begleitet ist.⁸

Gleichung (7) kann auch in einer etwas anderen Form geschrieben werden, welche die Bedin-

gungen für eine Zunahme des inländischen Zinssatzes klarer zum Ausdruck bringt. Zu diesem Zweck seien die folgenden, im ursprünglichen Gleichgewichtszustand geltenden Halbbelastizitäten (ε) definiert:

$$\varepsilon(L, e) = L_2/L = L_2/M < 0, \quad (9)$$

$$\varepsilon(N, e) = N_2/N = N_2/A > 0. \quad (10)$$

Ausdruck (9) beispielsweise zeigt die prozentuale Veränderung der realen Geldnachfrage bei einer Erhöhung der erwarteten Rendite auf Auslandaktiven um einen Prozentpunkt. Durch Einsetzen von Gleichungen (9) und (10) in (7) erhält man:

$$dr/dE(\pi) = AM[\alpha\varepsilon(L, e) + (1-\alpha)\varepsilon(N, e)]/J. \quad (11)$$

Aus Gleichung (11) lassen sich zwei Bedingungen ableiten, die erfüllt sein müssen, damit eine Verringerung von $E(\pi)$ den inländischen Zinssatz erhöht:

- Das Gewicht der international gehandelten Güter im Preisindex sollte relativ gering sein.
- Die Halbbelastizität der realen Geldnachfrage in bezug auf e sollte einen verhältnismässig hohen Wert aufweisen.

Obwohl für die in Gleichung (11) enthaltenen Parameter keine präzisen Angaben vorliegen, bezweifle ich, dass im Falle der Schweiz diese beiden Bedingungen erfüllt sind. In einer kleinen offenen Volkswirtschaft wie derjenigen der Schweiz darf angenommen werden, dass Wechselkursänderungen den Preisindex deutlich beeinflussen. Zudem steht die These, wonach die schweizerische Geldnachfrage stark auf Änderungen von e reagiert, empirisch auf schwachen Füßen. Insbesondere die Nachfrage nach No-

⁶ Ich vernachlässige Anlagen von Ausländern in der Schweiz. Die aus dem Modell gezogenen Schlüsse bleiben unverändert, wenn ein Teil der Auslandaktiven auf Schweizerfranken lautet.

⁷ Reagiert die Nationalbank auf den Rückgang von π mit Dollarkäufen am Devisenmarkt, wird eine weitere Voraussetzung für einen Kapitalzufluss in die Schweiz geschaffen. Die offiziellen Devisenkäufe sind mit einer entsprechenden Verringerung der von privaten Inländern gehaltenen Auslandaktiven verbunden, d.h. A geht zurück.

⁸ Bei negativen Werten von A besteht keine Gewähr für ein stabiles Gleichgewicht auf den Finanzmärkten. Vgl. Henderson und Rogoff (1982) für eine Diskussion der durch negative Werte von A verursachten Stabilitätsprobleme.

tenbankgeld und M_1 wird grösstenteils durch die inländischen Zinssätze, das Preisniveau und das reale Bruttosozialprodukt bestimmt (Schlitzknecht, 1974; Vital, 1978; Kohli, 1984). Die Wechselkurschwankungen üben bestenfalls einen untergeordneten Einfluss auf die Geldnachfrage aus (Rich und Béguelin, 1985).

Entgegen der von der Nationalbank im Jahre 1978 vertretenen Auffassung zieht somit eine Verringerung des erwarteten Dollarkurses mit grosser Wahrscheinlichkeit eine Senkung des inländischen Zinsniveaus nach sich und wirkt auf die schweizerische Wirtschaft wie eine Lockerung der Geldpolitik. Anders ausgedrückt: Der Geldmarkt erfüllt die Funktion eines automatischen Stabilisators, der die durch unerwünschte Wechselkursbewegungen verursachten volkswirtschaftlichen Schäden mildert. Die in diesem Aufsatz propagierte These steht im Einklang mit der Beobachtung, dass die Frankenhausse von 1977 und 1978 von einem Rückgang der inländischen Zinssätze begleitet war.

Die Erkenntnis, wonach der Geldmarkt eine stabilisierende Rolle spielt, darf allerdings nicht zum Schluss verleiten, dass der von der Nationalbank im Jahre 1978 vollzogene Kurswechsel unangebracht war. Die stabilisierende Wirkung des Geldmarktes war nicht stark genug, um die schweizerische Wirtschaft vor einem wechselkursbedingten Beschäftigungseinbruch zu bewahren. Dennoch erleichtert der im Geldmarkt eingebaute Stabilisator die Bestrebungen der Nationalbank, die inländische Wirtschaft von den Folgen unerwünschter Wechselkurschwankungen abzuschirmen. Dank der stabilisierenden Rolle des Geldmarktes braucht sie nicht auf alle unerwünschten Ausschläge des Wechselkurses mit einer Änderung des geldpolitischen Kurses zu reagieren. Eine Kursänderung ist nur bei schweren Störungen am Devisenmarkt angezeigt.

4.2. Geldmengen- oder Wechselkurspolitik?⁹

Die bisherigen Ausführungen zeigen, dass die geldpolitische Handlungsfreiheit der Nationalbank durch unerwünschte Wechselkurschwankungen eingeschränkt werden kann. Die Nationalbank nimmt jedoch diese Begrenzung ihrer

Handlungsfreiheit nicht tatenlos hin. Sie versucht vielmehr, ihren Aktionsradius durch eine flexible Gestaltung ihrer Geldmengenpolitik auszuweiten. Obschon sie sich vornehmlich an der Entwicklung der Notenbankgeldmenge orientiert, vertritt sie nicht die Meinung, die Geldmengenziele müssten jederzeit auf Biegen oder Brechen erreicht werden. Falls übermässige Wechselkurschwankungen der schweizerischen Wirtschaft schwere Schäden zufügen, ist sie bereit, vom Geldmengenziel abzuweichen oder auf eine Zielvorgabe überhaupt zu verzichten. Eine Aufgabe des Geldmengenziels wird jedoch nur in Betracht gezogen, wenn der Devisenmarkt – wie im Jahre 1978 – völlig ausser Rand und Band gerät.

Trotz Ihrer flexiblen Haltung gelingt es der Nationalbank nicht immer, eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldmengenpolitik mit den Bestrebungen zu einer Verringerung der Wechselkurschwankungen in Einklang zu bringen. Geldpolitische Zielkonflikte können insbesondere auftreten, wenn die Nationalbank versucht, gleichzeitig die Geldmenge und den Wechselkurs zu steuern. Aus diesen Zielkonflikten bietet sich kein bequemer Ausweg an. Setzt die Nationalbank den Akzent auf die Geldmengenpolitik und versucht sie Abweichungen vom Geldmengenziel so gering als möglich zu halten, so besteht nur ein kleiner Spielraum zur Beeinflussung des Wechselkurses. Die Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit zeigen nämlich, dass der Wechselkurs nicht primär auf die von Woche zu Woche oder Monat zu Monat ergriffenen geldpolitischen Massnahmen reagiert, sondern auf die Erwartungen hinsichtlich des von der Nationalbank mittel- oder langfristig verfolgten Kurses. Daher üben Devisenmarktinterventionen und ähnliche Massnahmen keinen grossen Einfluss auf den Wechselkurs aus, solange sie sich lediglich in vorübergehenden Abweichungen vom Geldmengenziel äussern und keinen fundamentalen geldpolitischen Kurswechsel signalisieren.¹⁰ Legt die Nationalbank umgekehrt ein

⁹ Leicht veränderte Fassung von Teil IV in Rich (1983).

¹⁰ Für eine skeptische Beurteilung der Wirksamkeit von Devisenmarktinterventionen siehe ebenfalls Bridel und Schlitzknecht (1982). Auch eine fundamentale Änderung der Geldpolitik braucht den Wechselkurs nicht sofort zu beeinflussen, solange die Öffentlichkeit nicht an die Permanenz der Änderung glaubt.

Wechselkursziel fest, so läuft sie Gefahr, die Kontrolle über die Notenbankgeldmenge zu verlieren.

In der öffentlichen Debatte zur schweizerischen Geldpolitik wird gelegentlich die Meinung vertreten, die Nationalbank könne mit Hilfe neutralisierter Devisenmarktinterventionen den Frankenkurs in der von ihr angestrebten Richtung beeinflussen, ohne unerwünschte Veränderungen der Notenbankgeldmenge in Kauf nehmen zu müssen. Häufig wird dieser Vorschlag mit der Empfehlung verbunden, die Nationalbank solle den realen Wechselkurs des Schweizerfrankens stabil halten. Auf diese Weise könne das Ziel der Preisniveaustabilität erreicht werden, ohne die internationale Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft massgeblich zu beeinträchtigen.¹¹ Die Zweckmässigkeit von neutralisierten Interventionen wird im folgenden kurz besprochen.

Versucht die Nationalbank – wie im Jahre 1978 – einer übermässigen Frankenaufwertung zu begegnen, so könnte sie die Wirkungen von Devisenmarktinterventionen auf die Notenbankgeldmenge neutralisieren, indem sie nicht nur Devisen erwirbt, sondern gleichzeitig zinstragende Frankenaktiven verkauft. Da sie die Devisenkäufe nicht durch Ausgabe von inländischem Notenbankgeld finanziert, könnte sie den Frankenkurs auf ein von ihr festgelegtes Niveau reduzieren, ohne vom Geldmengenziel abweichen zu müssen.¹²

Die Nationalbank hat in den vergangenen Jahren gelegentlich mit neutralisierten Interventionen experimentiert. Ein vermehrter Einsatz dieses wechselkurspolitischen Instruments würde keine grossen technischen Probleme aufwerfen. Die Nationalbank hält zwar in ihrem Portefeuille nur bescheidene Bestände an inländischen Obligationen und anderen zinstragenden Frankenaktiven. Sie besitzt jedoch reichliche Devisenreserven, die am Terminmarkt abgesichert sind (sogenannte Swaps). Da die kursgesicherten Devisenreserven effektiv zinstragende Frankenaktiven darstellen, kann die Nationalbank neutralisierte Interventionen vornehmen, indem sie den kursgesicherten Anteil an ihren gesamten Devisenreserven verändert. Möchte sie einer übermässigen

Frankenaufwertung Herr werden, hat sie die Möglichkeit, nicht kursgesicherte Devisen am Markt zu erwerben und in entsprechendem Umfang die kursgesicherten Reserven zu verringern.¹³ Würden die kursgesicherten Devisenreserven durch die Interventionen erschöpft, so wäre die Nationalbank zudem ermächtigt, eigene Schuldverschreibungen auszugeben, um die Devisenkäufe zu finanzieren. Bei einer Frankenschwäche könnte die Nationalbank umgekehrt nicht kursgesicherte in kursgesicherte Devisen umwandeln. In diesem Falle wären die Interventionsmöglichkeiten allerdings durch die vorhandenen nicht kursgesicherten Devisenreserven begrenzt.

Die Zusammensetzung des Nationalbank-Portefeuilles bietet offensichtlich genügend Spielraum für neutralisierte Interventionen. Dennoch wäre es verfehlt, diese als Patentlösung bei geldpolitischen Zielkonflikten zu betrachten. Neutralisierte Interventionen können nämlich die Wechselkursentwicklung nicht wesentlich beeinflussen, wenn kursgesicherte und nicht kursgesicherte Fremdwährungsaktiven für die privaten Anleger enge Substitute darstellen. Neutralisierte Interventionen widerspiegeln sich in einer entsprechenden Strukturänderung der privaten Portefeuilles. Betrachten die privaten Investoren die beiden Anlagearten als gleichwertig, sind keine starken Zins- und Wechselkursanpassungen notwendig, um sie zu einer Änderung der Zusammensetzung ihrer Portefeuilles zu bewegen.

Die wechselkurspolitische Schlagkraft neutralisierter Interventionen hängt somit vom Ausmass der Substituierbarkeit kursgesicherter und nicht

¹¹ Würdiger ist ein prominenter Befürworter einer auf die Stabilisierung des realen Wechselkurses ausgerichteten Geldpolitik. Er ist allerdings nicht der Meinung, die Nationalbank solle der Geldmengenpolitik völlig den Rücken kehren (1981, S. 253 und 262f).

¹² Für eine sorgfältige theoretische Analyse der kurz- und langfristigen Wirkungen neutralisierter Interventionen vgl. Niehans (1981).

¹³ Die Nationalbank erwirbt kursgesicherte Devisen, indem sie fremde Währungen am Kassamarkt kauft und gleichzeitig einen entsprechenden Betrag am Terminmarkt veräussert. Eine Umwandlung von kursgesicherten in nicht kursgesicherte Devisen ist gleichbedeutend mit einem reinen Terminkauf von fremden Währungen. Reine Termingeschäfte der Nationalbank können daher ebenfalls als neutralisierte Interventionen betrachtet werden.

kursgesicherter Fremdwährungsaktiven ab. Obwohl sich die Wissenschaft intensiv mit der Frage der Substituierbarkeit befasst, ist sie noch nicht zu eindeutigen Schlüssen gelangt.¹⁴ Da zuverlässige Informationen über das Ausmass der Substituierbarkeit dieser beiden Anlagearten fehlen, besteht für die Nationalbank vorderhand kein Anlass, den neutralisierten Interventionen einen prominenten Platz in ihrem geldpolitischen Instrumentarium einzuräumen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass weder die Wissenschaft noch die Praxis Patentrezepte anbieten, die der Nationalbank ermöglichen würden, gleichzeitig das Preisniveau und den Wechselkurs zu stabilisieren. Die von der Nationalbank seit 1975 verfolgte pragmatische Geldmengenzpolitik hat sicher ihre Mängel; überzeugende Alternativen zur bisherigen Politik existieren jedoch nicht. Insgesamt ist die Nationalbank mit den Ergebnissen ihrer Geldpolitik zufrieden. Auch wenn sie das Ziel der Preisniveaustabilität noch nicht vollständig erreicht hat, gelang es ihr, die schweizerische Teuerungsrate während der letzten zehn Jahre auf einem im Vergleich zu den meisten anderen Ländern niedrigen Niveau zu halten.

Literatur

- Baltensperger, E. und Böhm, P. (1983), «Geldmengenzpolitik und Inflationskontrolle. Möglichkeiten, Kosten, flankierende Massnahmen». Erstellt im Auftrag der Kommission für Konjunkturfragen. Hochschule St. Gallen.
- Bridel, P. und Schiltknecht, K. (1982), «Devisenmarktinterventionen als Mittel der Wechselkursstabilisierung?». In: Ehrlicher, W. und Simmert, D.B. (Hrsg.), *Geld- und Währungs-zpolitik In der Bundesrepublik Deutschland*. Beiheft zu Kredit und Kapital, S. 525-35.
- Brunner, K. und Wasserfallen, W. (1984), «Rationale Erwartungen und der Einfluss von wirtschaftspolitischen Massnahmen». Unveröffentlichtes Manuskript. Universität Bern.
- Buomberger, P. und Müller, B. (1983), «Geldmenge, Wechselkurs und Inflation». *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 2, S. 40-50.
- Frankel, J.A. (1982), «In search of the exchange risk premium: A six-currency test assuming mean-variance optimization». *Journal of International Money and Finance*, Dezember.
- Genberg, H. und Swoboda, A.K. (1984), «External influences, exchange-rate regimes and the Swiss economy». Unveröffentlichtes Manuskript. Institut universitaire de hautes études internationales, Genf.
- Henderson, D.W. und Rogoff, K. (1982), «Negative net foreign asset positions and stability in a world portfolio balance model». *Journal of International Economics* 13, S. 85-104.
- Koellreuter, C. und Kugler, P. (1984), «Auswirkungen von wirtschaftspolitischen Massnahmen: Ergebnisse aus dem Projekt «Der Einfluss der ausländischen Wirtschaftsentwicklung auf die schweizerische Volkswirtschaft». Unveröffentlichtes Manuskript. Basler Arbeitsgruppe für Konjunkturforschung, Universität Basel.
- Kohli, U. (1984), «La demande de monnaie en Suisse». *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 4, S. 64-70.
- Niehans, J. (1981), «Volkswirtschaftliche Wirkungen alternativer geldpolitischer Instrumente in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft». In: Ehrlicher, W. und Richter, R. (Hrsg.) *Probleme der Währungspolitik*. Berlin.
- Rich, G. (1983), «Weltwirtschaftliche Verflechtung und geldpolitische Handlungsfähigkeit der Schweiz». *Schweizerisches Jahrbuch für politische Wissenschaft*, Bern, S. 271-91.
- Rich, G. und Béguelin, J.P. (1985), «Swiss monetary policy in the 1970s and 1980s. An experiment in pragmatic monetarism». In: Brunner, K. (Hrsg.), *Lessons of monetary experiences from the 1970s* (im Erscheinen begriffen).
- Rich, G. und Schiltknecht, K. (1980), «Targeting the monetary base - the Swiss approach». In: *Bank for International Settlements. The monetary base approach to monetary control*. Basel.
- Schiltknecht, K. (1974), «An econometric model for the financial sector of Switzerland». Unveröffentlichtes Manuskript. Economic Research Unit of the University of Pennsylvania. Schweizerische Nationalbank. (1980), Geschäftsbericht.
- Vital, Ch. (1978), *Geldnachfragegleichungen für die Schweiz*. Diss. Zürich.
- Wasserfallen, W. (1983), «Gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge in der Schweiz - Eine empirische Anwendung der Hypothese rationaler Erwartungen». In: Schelbert-Syfrig, H. und Inderbitzin, W. (Hrsg.), *Konjunktur und Wechselkursentwicklung*. Diessenhofen. S. 19-86.
- (1985), «Makroökonomische Untersuchungen mit rationalen Erwartungen. Empirische Analysen für die Schweiz». Bern (im Erscheinen begriffen).
- Würgler, H. (1981), «Impressionen zur Problematik der Wechselkurspolitik bei flexiblen Wechselkursen insbesondere gewonnen am Fall der Schweiz». In: Woll, A. (Hrsg.), *Internationale Anpassungsprozesse*. Berlin.

¹⁴ Die theoretische Analyse von Niehans (1981) gibt keine Antwort auf diese Frage, da das Ausmass der Substituierbarkeit nur anhand empirischer Untersuchungen bestimmt werden kann. Relevant für diese Frage ist hingegen die umfangreiche Literatur über die Effizienz der Devisenmärkte. Bilden kursgesicherte und nicht kursgesicherte Fremdwährungsaktiven vollkommene Substitute, so müssen diese beiden Anlagearten tendenziell gleiche Erträge abwerfen. Die Mehrheit der Forscher neigt gegenwärtig der Ansicht zu, dass die Erträge auf kursgesicherten und nicht kursgesicherten Fremdwährungsaktiven systematisch voneinander abweichen können. Möglicherweise enthält der Ertrag auf nicht kursgesicherten Aktiven eine Riskoprämie. Vgl. z.B. Frankel (1982).

Der Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank 1939–45

Robert Vogler*

1. Einleitung

Die Goldpolitik der Schweizerischen Nationalbank während des Zweiten Weltkriegs ist seit jeher ein umstrittenes Thema der schweizerischen Wirtschaftspolitik. Zwischen 1939 und 1945 erwarb die Nationalbank von der Deutschen Reichsbank Gold in Milliardenhöhe. Ins Kreuzfeuer der Kritik – vor allem seitens der Alliierten – gerieten diese Transaktionen weniger wegen ihres Umfanges, sondern deshalb, weil bereits während des Kriegs der Verdacht bestand, dass das deutsche Gold teilweise aus den von Deutschland besetzten Gebieten stammte und von der Reichsbank unter grobem Verstoss gegen das Völkerrecht requiriert worden war.

Wichtige Dokumente zur Goldpolitik der Nationalbank in jener Zeit werden im Archiv der Nationalbank aufbewahrt. Da jedoch eine Sperrfrist von 35 Jahren gilt, waren diese Akten lange Zeit der Öffentlichkeit nicht zugänglich gewesen. Diese Frist ist inzwischen abgelaufen.

In jüngerer Zeit befassen sich verschiedene Forscher mit wirtschaftspolitischen Fragen der Kriegszeit, wobei auch die Rolle der Nationalbank kritisch untersucht wird. Dies war denn auch für die Nationalbank der Anlass, ihre aus jener Zeit stammenden Akten aufzuarbeiten. Beim vorliegenden Bericht handelt es sich um eine vom Archivar der Nationalbank verfasste Studie, die einige Aspekte der Goldfrage, soweit sie aus den Akten hervorgehen, beleuchtet.

Was die Rolle der Nationalbank während des Weltkriegs anbelangt, so gewinnt man aus den Akten den Eindruck, die Bankleitung habe ihre Aufgabe im Krieg unpolitisch erfüllt und der

Reichsbank gegenüber eine naive Gutgläubigkeit an den Tag gelegt. In welchem Ausmass dies tatsächlich der Fall war und inwieweit das Direktorium in der damaligen äusserst schwierigen Lage unangenehmen Fragen mangels brauchbarer Alternativen aus dem Weg gegangen ist, dürfte schwer zu beurteilen sein.

2. Bedeutung und Ausmass der Goldzessionen an die Nationalbank

Am 16. Mai 1946 verabschiedete das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank den Bericht über «den Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank während des Weltkrieges 1939–45» (SNB, 1946a). Er diente als Informationsgrundlage für die Vorbereitung der Beratungen im Parlament über die Genehmigung des Finanzabkommens von Washington, das die Entschädigungsansprüche der Alliierten gegenüber der Schweiz regelte¹. Gleichzeitig stellt er einen Versuch zur Rechtfertigung der Goldgeschäfte der Nationalbank mit der Reichsbank dar.

Aus dem Bericht geht hervor, dass die Reichsbank zwischen September 1939 und Mai 1945 Goldsendungen nach der Schweiz im Betrag von 1,638 Milliarden Franken veranlasste, hauptsächlich über ihr Depot in Bern, das sie im Mai 1940 eröffnet hatte.

An die Nationalbank verkaufte die Reichsbank Gold im Betrag von 1,209 Milliarden Franken. Das restliche Gold in der Höhe von 428 Millionen Franken liess sie an die Bank für Internationalen

* Robert Vogler, Historiker, war vom Herbst 1982 bis Herbst 1984 Archivar bei der SNB. Die Redaktion hat seinen im Sommer 1984 verfassten Bericht gekürzt und mit einer Einleitung versehen.

¹ Das Finanzabkommen wurde im Mai 1946 zwischen der Schweiz und den Regierungen von Frankreich, Grossbritannien und den Vereinigten Staaten abgeschlossen und am 27. Juni 1946 von den eidgenössischen Räten genehmigt. Vgl. auch Abschnitt 5.

Zahlungsausgleich (BIZ) sowie an andere Notenbanken, die bei der SNB über ein Golddepot verfügten, überweisen (SNB, 1946a, S.15). Goldverkäufe der Nationalbank an die Reichsbank fanden praktisch nicht statt, sieht man von einem Betrag von 19,5 Millionen Franken ab (SNB, 1946a, Anlage Nr.1). Zeitlich erstreckten sich die Goldverkäufe der Reichsbank an die Nationalbank hauptsächlich vom vierten Quartal 1941 bis Anfang 1944. Dies entspricht dem Zeitraum der fast vollständigen Einschliessung der Schweiz durch Deutschland. Pro Quartal betrug sie zwischen 70 und 140 Millionen Franken (SNB, 1946a, S. 16).

Die Deutsche Reichsbank verkaufte das Gold an die Schweizerische Nationalbank vor allem aus zwei Motiven: Einmal zur Erfüllung deutscher Verpflichtungen in der Schweiz, soweit sie ausserhalb des Verrechnungssystems (Clearing) mit der Schweiz abzuwickeln waren². Zum anderen gelangte sie durch die Goldverkäufe in den Besitz von Schweizer Franken; diese verwendete sie zu Zahlungen an Drittländer, die bezüglich der Annahme deutschen Goldes höchste Zurückhaltung übten. Es handelte sich dabei vor allem um die portugiesische, die spanische und die rumänische Zentralbank³. In dem Masse, als diese Zentralbanken ihrerseits die Schweizer Franken bei der Nationalbank in Gold umtauschten, wirkte die Schweizerische Nationalbank als eigentliche Golddrehscheibe. Nicht auszuschliessen ist, dass diese Länder die Schweizer Franken teilweise auch zum Kauf schweizerischer Güter verwendeten. In diesem Fall hätten die deutschen Goldverkäufe indirekt der schweizerischen Exportfinanzierung gedient⁴.

Die Goldverkäufe der Alliierten, insbesondere der Vereinigten Staaten, an die Nationalbank überstiegen diejenigen der Reichsbank zwischen 1939 und 1945 zwar um einiges. Während Frankreich für 189 Millionen und Grossbritannien für 673 Millionen Franken Gold abgaben, betrug die Verkäufe der USA 2,242 Milliarden Franken. Die Goldverkäufe der Amerikaner spielten sich zeitlich jedoch hauptsächlich von Mitte 1944 an ab, zu einem Zeitpunkt, wo die deutschen Goldverkäufe bereits auf ein tiefes Niveau abgesunken waren. Der Kriegsverlauf widerspiegelte sich somit auch im Goldgeschäft der Parteien.

3. Die Frage des Raubgoldes

Vom völkerrechtlichen Standpunkt aus war an der Rechtmässigkeit von Goldtransaktionen sowohl mit Deutschland als auch mit den Alliierten kaum zu zweifeln. Als aber im Juni 1943 in der englischen Zeitung «Financial News» ein Artikel des international bekannten Währungsspezialisten Paul Einzig erschien, bekam die Goldfrage eine andere Dimension. Einzig, der Bezug auf eine Erklärung der Alliierten vom 5. Januar 1943 nahm, schrieb:

“Under the terms of that declaration, all transfers of the property of conquered countries to owners of different nationality are invalid, even if the property is acquired by purchase, and even if the buyers are neutral. This means that neutral central banks will be called upon to restore to their rightful owners the gold they acquired from Germany during the war. As the Reichsbank's own gold reserve was very small at the outbreak of the war, and is now about the same, the assumption is that any gold acquired by neutral central banks since September, 1939, is looted gold” (zitiert in SNB, 1946a, Beilage zu Anlage IV). Damit spielte Einzig auf das belgische Gold an.

Im Herbst 1940 befand sich ein grosser Teil des französischen, belgischen und polnischen Goldes im westafrikanischen Dakar. In Zusammenarbeit mit der Vichy-Regierung wurden in der Zeit zwischen Dezember 1941 und Mai 1942 auf

² Im Jahre 1934 hatte die Schweiz mit Deutschland ein Verrechnungsabkommen abgeschlossen, das vorbehältlich der im Abkommen vereinbarten Ausnahmen den gesamten Zahlungsverkehr zwischen der Schweiz und Deutschland erfasste. Bald nach Beginn des Krieges setzte Deutschland in zähen Verhandlungen mit der Schweiz Warenkäufe durch – es ging vor allem um Rüstungsgüter –, die sich grossenteils ausserhalb des Verrechnungsabkommens abspielten. Im Laufe des Krieges geriet Deutschland gegenüber der Schweiz immer mehr in Zahlungsrückstand. In den zwei grossen eigentlichen Kriegswirtschaftsabkommen vom August 1940 und Juli 1941 gewährte die Schweiz Deutschland je einen Clearing-Kredit in der Höhe von 150 bzw. 850 Mio. Franken (Homburger, 1970, S. 24f.). Vgl. auch Vogler (1983).

³ Portugal und Spanien waren für Deutschland wegen der strategisch wichtigen Wolfram- und Manganvorkommen von besonderer Bedeutung. Vgl. auch Boelcke (1977).

⁴ Zwischen 1939 und 1945 verkaufte die Nationalbank an Portugal Gold in der Höhe von 507 Millionen Franken, an Spanien und Rumänien in der Höhe von 185 Millionen bzw. 112 Millionen Franken. (SNB, 1946a, S. 14).

abenteuerlichen Wegen – auf afrikanischen Flussbooten, auf Kamelrücken durch die Sahara und schliesslich mit dem Flugzeug nach Marseille – über 300 t Gold nach dem unbesetzten Frankreich zurückgebracht. In erster Linie handelte es sich dabei um belgisches Gold (Boelcke, 1977, S.305). Berlin verlangte von der Banque de France die Auslieferung des belgischen Goldes. Als dies Gouverneur Fournier verweigerte, wurde er durch Boisanger abgelöst⁵. In der Folge wurden grosse Teile dieses Goldes durch die Preussische Münze umgeschmolzen und mit Stempeln der Vorkriegsjahre versehen. Über das umgeschmolzene Gold wurde genau Buch geführt und eine bestimmte Menge davon anschliessend der Schweizerischen Nationalbank verkauft⁶.

Der Artikel von Paul Einzig und verschiedene andere Publikationen in der angelsächsischen Presse waren von entsprechenden Warnungen in Sendungen englischer Radiostationen begleitet. Dass es sich dabei nicht um alliierte Propaganda handeln konnte, zeigten die Reaktionen der Nationalbank. Bereits im Juli 1943 wurde im Bankausschuss die Frage aufgeworfen, wie weit die Nationalbank mit der Annahme deutschen Goldes gehen könne⁷. Die Auffassung des Präsidenten des Direktoriums, Ernst Weber, die Schweiz sei gezwungen, Gold von ausländischen Staaten anzunehmen, da sie eine Goldwährung besitze, wurde nicht einhellig geteilt. Vor allem der Präsident des Bankrates, Gottlieb Bachmann, wies darauf hin, dass die Frage «heute mehr denn je politischen Charakter» habe. Dazu müsse sich aber der Bundesrat äussern. Gerüchte, wonach die Schwedische Reichsbank kein Gold aus Deutschland mehr entgegennehme, konnte man aus erster Hand entkräften. Die Schweden liessen durch Gouverneur Ivar Rooth mitteilen, dass sie nach wie vor deutsches Gold akzeptieren würden. Rooth führte dazu aus: «Persönlich bin ich aber der Meinung, dass grösste Vorsicht angebracht ist...»⁸.

Daraufhin suchte die Nationalbank Rückendeckung beim Bundesrat. In einem an Bundesrat Wetter gerichteten Schreiben orientierte das Direktorium den Bundesrat am 9. Oktober 1943 über die Goldabgaben der Reichsbank (SNB, 1946a, Anlage IV). Interessant in diesem Schrei-

ben ist der Hinweis, dass hohe Beamte der Vereinigten Staaten gegenüber dem ständigen Vertreter der SNB in Washington, Direktor Pfenninger, erklärt hatten, «die Nationalbank müsse sich bei ihren Transaktionen mit der Reichsbank bewusst sein, dass es sich um gestohlenen Eigentum handeln könne, und dürfe sich nicht einfach auf den guten Glauben berufen». Der von Direktoriumspräsident Weber und dem Vorsteher des III. Departements, Alfred Hirs, unterzeichnete Brief enthält ausserdem die ausdrückliche Feststellung, es sei der Nationalbank bis jetzt nie notifiziert worden, dass die Deutschen Gold gestohlen hätten, wenn auch andererseits die Vermutung nicht von der Hand zu weisen sei, dass es sich um Gold handle, das aus den besetzten Gebieten stamme. Die Requisition von Gold aber sei ein Recht, das einer Besatzungsmacht nach den Bestimmungen des Völkerrechts zustehe. Im weiteren kündigte das Direktorium an, dass es anlässlich einer Besprechung mit dem Reichsbank-Vizepräsidenten Emil Puhl den Wunsch geäussert habe, die Goldabgaben nicht weiter auszudehnen, sondern eher einzuschränken. Im Antwortschreiben vom 19. November 1943, das vom Vorsteher des Finanz- und Zolldepartements, Bundesrat Wetter, unterzeichnet war, unterstrich der Bundesrat, dass er einstimmig mit der von der Nationalbank bisher geübten Praxis einverstanden sei, es aber namentlich begrüsse, «wenn entsprechend Ihrem eigenen Bestreben diese Goldübernahmen für die Zukunft sich in eher bescheidenerem Rahmen bewegen» (SNB, 1946a, Anlage V).

⁵ SNB, Bankausschuss-Protokoll Nr. 10, 26./27. 8. 1943. Boisanger wurde nach dem Krieg vor Gericht gestellt.

⁶ Im Januar 1946 erhielt die Nationalbank von der Banque Nationale de Belgique eine Liste von Goldbarren der Preussischen Münze. Es handelt sich um die ungeschmolzenen ehemaligen belgischen Barren, die anschliessend der SNB durch die Reichsbank verkauft worden waren. Unter dem Druck der Alliierten musste die Nationalbank ihre Barrenbestände kontrollieren und mit der Liste vergleichen. Man stellte bis auf einige wenige Fälle Übereinstimmung fest (SNB, 1946b und c).

⁷ SNB, Bankausschuss-Protokoll Nr. 9, 22./23. 7. 1943.

⁸ SNB, Bankausschuss-Protokoll Nr. 12, 23./24. 9. 1943. Utz (1980) misst der Aussage des Reichswirtschaftsministers Funk in den Nürnberger Prozessen mehr Gewicht bei als derjenigen des schwedischen Notenbankgouverneurs. Funk behauptete, Schweden habe sich geweigert, deutsches Gold entgegenzunehmen. Diese Aussage wird durch den Brief von Rooth an die Nationalbank eindeutig widerlegt.

Die Nationalbank hatte sich somit die Richtigkeit ihrer Handlungen von höchster Stelle bestätigen lassen. Dass zu diesem Zeitpunkt dennoch gewisse Bedenken bestanden, lässt sich etwa aus einem Protokoll des Bankausschusses herauslesen: «Die Schwierigkeiten wachsen mit dem Umfang der Goldzessionen Deutschlands»⁹.

Am 22. Februar 1944 erliess das amerikanische Schatzamt eine Warnung in Form einer Deklaration, die auch der Schweiz offiziell übermittelt wurde. Das Schatzamt gab bekannt, die Achsenmächte würden ungesetzliche Beschlagnahmungen, insbesondere von Gold, in den besetzten Gebieten vornehmen. "In view of the foregoing facts and considerations, the United States formally declares that it does not and will not recognize the transference of title to the looted gold which the Axis at any time holds or disposed of in world markets" (SNB, 1946a, Anlage VI/1).

Dieser offiziellen Ankündigung folgte eine Pressekampagne in einschlägigen Zeitungen, so in der «Financial Times» vom 24. Februar 1944, der «Stock Exchange Gazette» vom 26. Februar 1944 und im «Economist» vom 26. Februar 1944.

Im Hinblick auf diese Pressekampagne verfasste das Rechtsbüro der Nationalbank im April 1944 zuhanden des Direktoriums einen Bericht über die Goldoperationen der Schweizerischen Nationalbank¹⁰. In den Schlussfolgerungen wurden folgende Massnahmen in Betracht gezogen: Eine erhebliche Reduktion des Umfangs der weiter zu tätigen Käufe, die Forderung einer verbindlichen, generellen und schriftlichen Erklärung der Reichsbank betreffend ihr einwandfreies – gegebenenfalls auch nachweisbares – Eigentum an dem der Nationalbank zu liefernden Gold, eine Beschränkung des Ankaufs auf deutsche Barren, d.h. solche, die mit dem deutschen Stempel und Bordereau versehen sind, sowie Ausschluss von Goldmünzen mit dem Gepräge okkupierter Staaten.

Dazu muss aus heutiger Sicht gesagt werden, dass insbesondere die beiden letzten Punkte von einer für das Jahr 1944 schwerverständlichen Gutgläubigkeit zeugen. So scheint man die Möglichkeit, dass die damalige Regierung

Deutschlands die fremden Goldbarren umschmelzen und mit eigenen Stempeln und Papieren versehen könnte, nicht in Betracht gezogen zu haben. Dies, obschon im selben Bericht auch auf die Verfolgung der Juden hingewiesen wird¹¹. In einer anschliessenden Ergänzung zu dieser Notiz wird am 25. April 1944 auf die englische Presse verwiesen, wo der Verdacht auf Umschmelzen bereits deutlich formuliert wurde.

Vermutlich nicht ganz befriedigt mit den Schlussfolgerungen des Rechtsbüros, liess die Nationalbank durch Dietrich Schindler, Professor für Völkerrecht an der Universität Zürich und «Hofjurist» des Bundesrates, ein Gutachten erstellen, das vom 22. Juli 1944 datiert. Schindler kam zum Ergebnis, das gemäss der Haager Konvention von 1907 (Landkriegsordnung) das bare Gold und die Wertgegenstände des besetzten Staates – nicht aber von Privaten – dem Beuterecht der besetzenden Macht unterlägen. Auf Deutschland und Belgien bezogen, heisse das, dass nicht alles Gold aus dem besetzten Gebiet unrechtmässig erbeutetes Gold sei. Zumindest ein Teil davon gelange in ein rechtlich unanfechtbares Eigentum der besetzenden Macht. Für einen Dritten, in unserem Falle die Schweiz, bedeute dies, dass er das Gold von der besetzenden Macht zu gültigem Eigentum erwerben könne, «sofern er durch seinen guten Glauben geschützt sei». Der Frage des guten Glaubens werde im Streitfall eine entscheidende Bedeutung zukommen. Schindler schlug daher vor, bei Übernahme von Gold aus dem Besitz der Achsenmächte eine Erklärung zu verlangen, dass das Gold nicht im Widerspruch zu völkerrechtlichen Grundsätzen erworben worden sei (SNB, 1943–1950).

Das ebenfalls dem Eidgenössischen Politischen Departement (EPD) zugestellte Gutachten blieb ohne Antwort, denn am 23. August 1944 wurde die Diskussion durch ein Aide-Mémoire der amerikanischen Regierung auf einen neuen Boden gestellt.

⁹ SNB, Bankausschuss-Protokoll Nr. 15, 25./26. 11. 1943.

¹⁰ Notiz betreffend die Goldoperationen der Schweizerischen Nationalbank im Hinblick auf die Erklärungen der Alliierten über den Goldhandel mit den Achsenmächten vom 5. 4. 1944, S. 31f., in: SNB (1943–1950).

¹¹ a. a. o., S. 23.

4. Kritik der Alliierten an der Nationalbank

Bereits Anfang Juli 1944 trafen erstmals Forderungen der Alliierten nach vollständiger Einstellung der deutschen Goldverkäufe in die Schweiz ein. Anlässlich der Wirtschaftsverhandlungen in London vom Sommer 1944 wurde der Schweiz durch die USA ein Aide-Mémoire übergeben¹². Es beinhaltete das formelle Begehren an den Bundesrat, er möchte alle Goldoperationen mit Deutschland und den mit ihm verbündeten Staaten verbieten, und forderte den Bundesrat auf, der folgenden Erklärung nachzukommen:

“The Swiss Government will not on its own behalf receive for deposit or acquire any interest in gold in which an interest is possessed by any person in occupied territories or in Germany or associated countries, and that all individuals or entities within the Swiss jurisdiction, including the Swiss National Bank, will be forbidden by it to receive or acquire such gold or any interest in such gold. Importation into Switzerland, either for storage in bond or for safe-keeping, of gold in which an interest is possessed by any person in occupied territories or in Germany or associated countries will, furthermore, not be permitted by the Swiss Government. That Government will not allow its currency or other currencies to be made available, for or against gold which is already held in Switzerland, to or on behalf of any such person as described herein.”

Die Nationalbank nahm am 5. September 1944 mit einem Brief an das EPD Stellung (SNB, 1946a, Anlage X). Das Direktorium hielt darin einmal mehr am bisher eingenommenen Standpunkt fest, dass sich die Entgegennahme von Gold aus Neutralitätsgründen auf sämtliche Länder erstrecken müsse, und wies darauf hin, dass die deutschen Goldzessionen ohnehin fast keine Bedeutung mehr hätten (Kriegsergebnisse).

In einem Gespräch mit dem Direktorium bestätigte Reichsbank-Vizepräsident Puhl am 18. September 1944 offiziell, dass die Reichsbank kein gestohlenen Gold besitze und der Nationalbank nie solches Gold abgetreten habe. Soweit der Reichsbank Gold von Notenbanken besetzter Staaten zugeflossen sei, sei es durch das Personal der betreffenden Notenbank nach Berlin gebracht, dort ausgezählt, gewogen und der

Notenbank auf ein Mark-Konto bei der Reichsbank gutgeschrieben worden¹³.

Ende Januar 1945 wies die Britische Gesandtschaft in Bern darauf hin, dass eine Antwort des Bundesrates auf das Aide-Mémoire der Alliierten vom 23. August 1944 noch immer ausstehe¹⁴. Nach Verhandlungen mit den Alliierten verfügte der Bundesrat schliesslich am 15. Februar 1945 die Sperre der Guthaben der Reichsbank in der Schweiz¹⁵. Anfang April, kurz vor der deutschen Kapitulation, übernahm die Nationalbank in Konstanz mit Einverständnis der Alliierten eine letzte, bescheidene Goldlieferung von der Reichsbank¹⁶. Sie diente konsularischen Zwecken.

Am 27. Juli 1945 überreichte die Amerikanische Gesandtschaft in Bern dem EPD ein weiteres Aide-Mémoire, in welchem sie Angaben über den Goldbestand der Schweiz und der Nationalbank unter Anführung der Anzahl Goldbarren, Prägestempel, Goldmünzen nach Prägung, Gewicht usw. verlangte. Weiter forderte sie Auskunft über alle Ankäufe von Gold aus den Achsenländern seit 1939¹⁷. Die fast ultimativ anmutende Form des Memorandums wurde vom amerikanischen Finanzattaché Reagan mit der gleichzeitigen Frage verbunden, ob die Schweiz während des Krieges Gold, das von ihr angekauft wurde, umgeschmolzen habe. Diese heikle Frage konnte glücklicherweise mit einem klaren Nein beantwortet werden. In der Sitzung vom 30./31. August 1945 beschloss der Bankausschuss der Nationalbank nach einer längeren Diskussion, den Amerikanern alle gewünschten Angaben zu liefern, das Barrenverzeichnis aber erst auf ein nochmaliges ausdrückliches Verlangen.

Die Frage nach dem Verbleib des von den Deut-

¹² Amerikanisches Aide-Mémoire vom 23. 8. 1944, in: SNB (1943–1950).

¹³ Notiz zum Besuch von E. Puhl, 18. 9. 1944, in: SNB (1946c).

¹⁴ Aide-Mémoire der Britischen Gesandtschaft vom 31. 1. 1945, in: SNB (1943–1950).

¹⁵ SNB, Bankausschuss-Protokoll Nr. 5 vom 26./27. 4. 1945.

¹⁶ Brief der SNB an das Direktorium der Reichsbank vom 5. 4. 1945, in: SNB (1943–1950).

¹⁷ Aide-Mémoire der Amerikanischen Gesandtschaft vom 27. 7. 1945, in: SNB (1943–1950).

schen requirierten Goldes erhielt zusätzliche Aktualität, als sich die Alliierten in einer Reparationenkonferenz in Paris darauf einigten, dass sie ihre Hände auch auf die deutschen Guthaben in den neutralen Ländern legen wollten¹⁸. Die USA, Grossbritannien und Frankreich sollten stellvertretend für die übrigen Länder unverzüglich in Verhandlungen mit den Neutralen eintreten. Für die Schweiz endeten diese Verhandlungen mit dem Abschluss des Washingtoner Abkommens vom Mai 1946. Eine zentrale Rolle bei den Verhandlungen spielte die Frage, ob die Nationalbank in den Besitz deutschen «Raubgoldes», namentlich aus Belgien, gelangt war oder ob das Gold aus den deutschen Vorkriegsbeständen stammte.

Bereits anlässlich einer Vernehmung im August 1945 hatte Puhl gegenüber den amerikanischen Behörden ausgesagt, die Schweizerische Nationalbank habe gewusst, dass das ihr abgetretene Gold nicht nur aus deutschen Vorkriegsbeständen gestammt habe. Zwar habe er den Schweizern versichert, sie bekämen nur soviel Gold, wie der deutsche Vorkriegsbestand zu decken vermöge («value calculation»). Physisch gesehen heisse das aber, dass doch belgisches Gold in die Schweiz gelangt sein könne. Puhl bestätigte bei der Befragung ausdrücklich, dass die Schweiz vom Berechnungsmodus der «value calculation» Kenntnis gehabt und ihn akzeptiert hätte. Auf die Frage, wer in der Schweiz davon gewusst habe, antwortete Puhl, dass nur Nationalbankpräsident Weber sowie der «zweite Mann hinter Weber» informiert gewesen seien. Die Reichsbank habe einzig mit der Nationalbank verhandelt¹⁹. Im Nürnberger Prozess gegen die Hauptkriegsverbrecher, zu dem Puhl als Zeuge geladen war, bestätigte er zudem eine eidesstattliche Aussage vom 3. Mai 1946, wonach er Kenntnis davon hatte, dass die SS bei der Reichsbank in Berlin Gold aus den Konzentrationslagern in Verwahrung hatte²⁰.

Die Aussagen Puhls belasteten die Nationalbank; ob zu Recht, bleibt offen. Es scheint, dass die Nationalbank während der ganzen Zeit sowohl bezüglich der Frage nach der Herkunft des deutschen Goldes als auch in bezug auf die Person Puhls die nötige Vorsicht vermissen liess.

Was Puhl anbelangt, so hätte folgende Tatsache aufhorchen lassen müssen: Im Januar 1939 hatte das Präsidium der Reichsbank Hitler eine Denkschrift überreicht. Darin waren unter anderem noch einmal die Gefahren einer Überspannung der öffentlichen Ausgaben und der kurzfristigen Finanzierung über die Reichsbank aufgezeigt. Die geschlossene Form der Unterzeichnung durch acht Mitglieder des Reichsbankdirektoriums veranlassten Hitler, Hjalmar Schacht als Präsidenten und zwei andere Mitglieder des Direktoriums abzuverufen. Von den übrigen fünf traten drei – unter ihnen der spätere Bundesbankpräsident Karl Blessing – zurück. Lediglich Puhl und Kretschmann blieben unter dem Druck ihrer Partei im Amt (Wandel, 1983, S. 171). Dies hätte die Verantwortlichen der Nationalbank schon sehr früh veranlassen sollen, die Glaubwürdigkeit Puhls vorsichtig zu beurteilen.

Was die Herkunft des deutschen Goldes betrifft, so liess es der Goldbestand der Deutschen Reichsbank kaum zu, Gold aus eigenen Beständen in der Höhe von 1,6 Milliarden Franken nach der Schweiz zu senden. Ende 1938 wies die Reichsbank einen Goldbestand von lediglich 70,8 Millionen RM bzw. rund 122 Mio. Franken aus²¹. Reichswirtschaftsminister Funk sagte im Nürnberger Prozess aus, der effektive Bestand habe 500 Millionen RM betragen. Nach dem Krieg stellten die Alliierten sofort fest, dass Deutschland tatsächlich mehr Gold verkauft hatte, als es vor dem Krieg besessen hatte. Nur sogenanntes Raubgold konnte die Differenz erklären, selbst wenn man das 1938 in Österreich und 1939 in der Tschechoslowakei «legal» erworbene Gold dazurechnete. Zweifel vonseiten der Schweizerischen Nationalbank wären somit

¹⁸ Final Act of the Paris Conference on Reparation vom 21. 12. 1945, in: SNB (1943–1950).

¹⁹ Extract from interrogation of Emil Puhl, 10. 8. 1945, in: SNB (1943–1950). Wer mit dem «zweiten Mann hinter Weber» gemeint war, ist bis heute nicht geklärt.

²⁰ Protokoll des Nürnberger Prozesses gegen die Hauptkriegsverbrecher, Zeugenaussage E. Puhl gegen Walter Funk vom 15. 5. 1946.

²¹ Boelcke (1977); auch andere Notenbanken wiesen in den 30er Jahren regelmässig tiefere Bestände, als effektiv vorhanden, aus. Der effektive Vorkriegsbestand wurde nach dem Krieg auf 800 Mio. beziffert, vgl. SNB, Bankausschuss-Protokoll Nr. 8, 3. 6. 1946.

auf jeden Fall angebracht gewesen oder hätten, soweit sie bereits vorhanden waren, ernsthafter verfolgt werden müssen.

5. Die Verhandlungen von Washington

Anfang August 1945 teilten die drei Westalliierten dem Politischen Departement mit, dass die Deutschland besetzenden Mächte ein Kontroll- oder Eigentumsrecht an den deutschen Guthaben in der Schweiz geltend machten. In seiner Antwort hob das EPD hervor, dass der Bundesrat nicht verstehen könne, gestützt auf welche Rechtsgrundlage diese Ansprüche erhoben würden, und dass die effektive Besetzung des deutschen Gebietes durch die Alliierten kaum rechtliche Auswirkungen ausserhalb der deutschen Grenze haben dürfte (Botschaft, 1946, S. 2). In den Verhandlungen, die im März 1946 begannen und zu denen der Bundesrat eingeladen wurde, machte die Schweiz gleich zu Beginn klar, dass es gemäss Haager Abkommen von 1907 zumindest zweifelhaft sei, ob die alliierten Militärbehörden überhaupt berechtigt seien, über deutsches Privateigentum zu verfügen. Diese und andere Erwägungen machten es der Schweiz unmöglich, auf das Begehren der Alliierten einzugehen. Gegen ein Argument der Alliierten konnte die Schweiz jedoch nichts ins Feld führen – nämlich, dass der Sieg der Alliierten für die Schweiz von allergrösster Bedeutung sei. Der Bundesrat stellte denn auch fest: «Es wäre deshalb nicht verständlich, wenn sich dieses Land, das im Gegensatz zu fast allen europäischen Ländern von der Geissel des Krieges verschont geblieben ist und dem es in jeder Hinsicht unendlich viel besser geht als andern Ländern, der Mitwirkung bei einer Massnahme entziehen wollte, die bezweckt, deutsches Eigentum zur Wiedergutmachung von Schäden herbeizuziehen, die durch deutsche Angriffe angerichtet wurden» (Botschaft, 1946, S. 4). Diesem Argument konnten die schweizerischen Delegierten – Vertreter der Nationalbank war Hirs – die Berechtigung nicht absprechen; dennoch lehnten sie eine rechtliche Verpflichtung aber weiterhin ab.

Angesichts der Herkunft des deutschen Goldes befand sich die schweizerische Delegation in einer schwachen Verhandlungsposition. Sie be-

reitete sich deshalb auf die Verhandlungen sehr sorgfältig vor.

Die Nationalbank liess Ende März 1946 ein Gutachten durch Professor Georges Sauser-Hall, Ordinarius für internationales Recht an der Universität Genf, erstellen, das noch einmal die Goldoperationen der Nationalbank mit der Reichsbank im Hinblick auf die Washingtoner Verhandlungen untersuchte. Er attestierte der Nationalbank gutgläubiges Handeln bei ihren Goldkäufen, da sie es mit einem regelmässigen Verkäufer zu tun hatte, während die Reichsbank wissen musste, dass sie das belgische Gold nicht zu Eigentum erwerben konnte. Deshalb könne in einem allfälligen Verfahren die Nationalbank nicht belangt werden, es sei denn, sie habe im juristischen Sinn böswillig gehandelt. Sauser-Hall lastet die Hauptschuld der Banque de France an, die einen sehr schweren Fehler begangen habe, als sie das belgische Depot den deutschen Besatzungsbehörden übergab, obwohl sich dieses Gold nicht auf von Deutschen besetztem Gebiet befand. In einer späteren Ergänzung des Gutachtens schränkte Sauser-Hall allerdings ein, dass sich – falls sich die Aussagen von Emil Puhl bewahrheiten sollten – die Rechtslage für die Nationalbank in «verschiedener Beziehung verschlechtern» würde (SNB, 1946d). Die Aussagen Puhls, ob sie nun korrekt waren oder einzig seiner Verteidigung dienten, boten den Amerikanern eine starke Ausgangslage für die Verhandlungen. Puhl wurde später in einem Kriegsverbrecher-Folgeprozess, dem sogenannten Wilhelmstrassenprozess, schuldig gesprochen und zu fünf Jahren Gefängnis verurteilt, hauptsächlich wegen seiner Mitwisserschaft bezüglich des aus Konzentrationslagern stammenden Goldes.

Als Vorbereitung zu den Verhandlungen in Washington diente, wie bereits erwähnt, auch der Bericht des Direktoriums «über den Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank» vom 16. Mai 1946. Weiter ordnete der Bundesrat am 20. Mai 1946 eine Zeugeneinvernahme des gesamten Direktoriums der Nationalbank durch das Bundesgericht an. Es handelte sich, gemäss Bundesrat, um eine vorsorgliche Beweisaufnahme für den Fall, dass die Alliierten einen Rechtsanspruch auf das

Raubgold anmelden sollten. Zu diesem Zweck hatten sich die Beweiserhebungen «insbesondere über die Verhandlungen der Nationalbank mit Herrn Puhl zu erstrecken»²². Diese Beweisaufnahme, bei der die Aussagen Puhls eine zentrale Rolle spielten, führte zu einer ernsten Verstimmung zwischen der Nationalbank und dem Bundesrat.

Im Abkommen von Washington, das am 25. Mai 1946 zwischen der Schweiz und den Regierungen von Frankreich, Grossbritannien und den Vereinigten Staaten abgeschlossen wurde, musste die Schweiz die Verpflichtung übernehmen, den drei alliierten Regierungen einen Betrag von 250 Millionen Schweizer Franken, zahlbar auf Sicht in Gold in New York zur Verfügung zu stellen. Die alliierten Regierungen erklärten ihrerseits, «dass sie mit der Annahme dieses Betrages für sich und ihre Notenbanken auf alle Ansprüche gegenüber der schweizerischen Regierung oder der Schweizerischen Nationalbank verzichten, die sich auf das von der Schweiz während des Krieges von Deutschland erworbene Gold beziehen. Damit finden alle auf dieses Gold bezüglichen Fragen ihre Erledigung» (Botschaft 1946, S. 21). Auch einer Freigabe der schweizerischen Guthaben in den Vereinigten Staaten stand nun nichts mehr im Wege²³. Somit war für die Schweiz die Goldfrage vom Tisch.

6. Die Beziehungen zwischen der Nationalbank und dem Bundesrat

Noch vor Ende der Verhandlungen kam es zwischen Bund und Nationalbank zu Meinungsverschiedenheiten. In einem Brief an Nationalbankpräsident Weber legte der Bundesrat seinen Standpunkt dar²⁴: «Falls die Nationalbank wegen ihrer Goldkäufe in einem Ausmass zu Schaden kommen sollte, dem sie mit ihren Mitteln nicht gewachsen ist, so dass der Bund für sie eintreten müsste, so kann doch keine Rede davon sein, dass der Bund diesen Schaden insgesamt übernimmt. Der Bundesrat wird daran festhalten, dass die Nationalbank nach Massgabe ihrer Mittel sich an der Schadendeckung beteiligen muss. Ein anderes Vorgehen wäre schon im Hinblick auf die Sachlage bei diesen Goldzedierungen, aber auch im Hinblick auf die Finanzlage

des Bundes nicht zu rechtfertigen. Die Nationalbank ist durchaus in der Lage, jedenfalls für einen beträchtlichen Teil des Schadens aufzukommen.» Der Bundesrat deckte zwar nach aussen das Vorgehen der Nationalbank, fühlte sich jedoch übergangen, was die Höhe der deutschen Goldverkäufe anbelangte, und warf der Nationalbank mangelnde Information vor²⁵. Im Protokoll des Bankausschusses vom 14. Mai 1946 wird dann auch offen davon gesprochen, dass es wichtig sei, «das nötige Vertrauensverhältnis zwischen Bundeshaus und Nationalbank wiederherzustellen». Die Nationalbank musste sich ausserdem den Vorwurf gefallen lassen, sie hätte die schweizerische Delegation für Washington nicht in genügendem Masse über die Details der Goldoperationen orientiert.

Diese Verstimmung zwischen Bundesrat und Nationalbank fand ihre Fortsetzung, als es konkret um die Bezahlung der 250 Millionen Franken ging. Die Nationalbank wies zunächst eine Beteiligung vehement ab mit dem Argument, dass die Schuld von 250 Millionen eine Schuld des ganzen Landes und nicht der Nationalbank sei, die ein gemischtwirtschaftliches Institut mit einem privaten Kapital darstelle²⁶. Unter dem Druck der politischen Realität, dann sogar auf Vorschlag der Nationalbank wurden aber 100 Millionen Franken dem Währungsausgleichsfonds (Abwertungsgewinn von 1936) entnommen und zur Bezahlung verwendet. Den Rest übernahm der Bund. In einem Bundesratsbeschluss vom 19. Dezember 1946 fand die Angelegenheit ihr Ende.

Literatur

- Boelcke, W. A. (1977), «Zur internationalen Geldpolitik des NS-Staates», in: «Hitler, Deutschland und die Mächte»: *Materialien zur Aussenpolitik des Dritten Reiches*, S. 292–309, Düsseldorf.
Botschaft (1946), «Botschaft des Bundesrates an die Bundes-

²² Brief des Bundesrates an den Präsidenten des Schweizerischen Bundesgerichts vom 20. 5. 1946, in: SNB (1946b).

²³ Die USA hatten am 14. 6. 1941 die Sperrung der schweizerischen Guthaben verfügt.

²⁴ Brief von Bundesrat Nobs an Nationalbankpräsident Weber vom 10. 5. 1946, SNB, Bankausschuss-Protokoll Nr. 6, 14. 5. 1946.

²⁵ a. a. o.

²⁶ SNB, Bankrat-Protokoll vom 5. 7. 1946.

- versammlung über die Genehmigung des in Washington abgeschlossenen Finanzabkommens» vom 14. 6. 1946.
- Hombberger, H. (1970), «Schweizerische Handelspolitik Im Zweiten Weltkrieg», Zürich.
- Utz, P. (1980), «Goldfingers merkwürdige Machenschaften», *Tages-Anzeiger-Magazin* Nr. 16, Zürich.
- Vogler, R. U. (1983), «Die Wirtschaftsverhandlungen zwischen der Schweiz und Deutschland 1940 und 1941», Dissertation, Zürich.
- Wandel, E. (1983), «Das deutsche Bankwesen im Dritten Reich 1933–1945», in: Aschhoff, G. et al. Hrsg. *Deutsche Bankengeschichte*, Bd. 3, Frankfurt.
- SNB, diverse Bankausschuss- und Bankrats-Protokolle.
- SNB (1943–1950), Goldoperationen der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank, 1943–1950, *Archiv SNB, Nr. 0031*.
- SNB (1946a), Bericht des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank über den Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank während des Weltkrieges 1939–45, vom 16. Mal 1946, *Archiv SNB, Nr. 0013*.
- SNB (1946b), Washingtoner Abkommen, *Archiv SNB, Nr. 0014*.
- SNB (1946c), Washingtoner Abkommen, *Archiv SNB, Nr. 0015*.
- SNB (1946d), Consultation pour la Banque nationale suisse concernant les opérations d'or avec la Reichsbank par le professeur Georges Sauer-Hall (avec consultation complémentaire), 28. 3. 1946, *Archiv SNB, Nr. 0013*.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

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

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

