

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März/mars 1987**

5. Jahrgang / 5^{eme} année

Inhalt/Table des matières

Übersicht	5
Sommaire/Sommario	6
Abstracts	8
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	30
<hr/>	
Pierre Languetin: Problèmes économiques et monétaires des années vingt et de la période actuelle: l'histoire se répète-t-elle?	53
<hr/>	
Hans-Jürg Büttler, Franz Ettlín und Eveline Ruoss: Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz	61
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	72
Chronique monétaire	72

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–29)

Im vierten Quartal 1986 verlor die konjunkturelle Entwicklung im ganzen OECD-Raum an Schwung. Während die Binnennachfrage, insbesondere der private Konsum, lebhaft blieb, schwächte sich das Wachstum der Exporte namentlich in Japan und der Bundesrepublik Deutschland ab. Dagegen verstärkte sich die Exporttätigkeit der Vereinigten Staaten dank der wechselkursbedingten Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit.

In der Schweiz setzte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal fort. Wichtigste Konjunkturstütze blieb der private Konsum. Die Zahl der Beschäftigten nahm weiter zu, wobei vor allem der Dienstleistungssektor einen starken Anstieg verzeichnete. Nachdem das Preisniveau im vierten Quartal praktisch stabil geblieben war, kletterte die Jahresteuersatzrate im Januar auf 0,7%.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal um durchschnittlich 2,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Im Jahresdurchschnitt stieg sie um 2%; dies entspricht dem Ende 1985 festgelegten Ziel. Auf dem Geld- und Kapitalmarkt hielt der Zinsrückgang zwischen Oktober und Januar an, und am Devisenmarkt wurde der Schweizer Franken etwas höher bewertet als in den vorangegangenen vier Monaten.

Wirtschafts- und Währungsprobleme in den zwanziger Jahren und heute (S. 53–60)

Ähnlich wie in den zwanziger Jahren stehen heute die internationale Verschuldung, protektionistische Tendenzen und Wechselkursprobleme im Mittelpunkt wirtschaftspolitischer Diskussionen. Obschon sich die heutigen Probleme namentlich in der Verschuldungsfrage von denjenigen der zwanziger Jahre unterscheiden, lassen sich dennoch einige Lehren aus den damaligen

Erfahrungen ziehen. Insbesondere zeigt sich, dass ein abruptes Abbrechen des Kapitalzuflusses in die Schuldnerländer – wie dies Ende der zwanziger Jahre im Falle Deutschlands geschah – ein Schuldnerland in ernste Schwierigkeiten bringen und gefährliche Kettenreaktionen auslösen kann. Eine längerfristige Lösung des Schuldenproblems setzt zudem voraus, dass die Schuldnerländer einen Exportüberschuss erwirtschaften können, was auch heute durch protektionistische Tendenzen erschwert wird.

Auf dem Gebiet der Währungspolitik wiederholten sich nach dem Zweiten Weltkrieg die Erfahrungen mit dem Golddevisenstandard der zwanziger Jahre. Trotz der Schaffung des IWF, der die Wechselkurse beaufsichtigen und Ländern in Zahlungsschwierigkeiten Währungskredite bereitstellen sollte, scheiterte Bretton Woods, da sich die Länder aus binnenwirtschaftlichen Gründen nicht dem Automatismus fixer Wechselkurse unterwerfen wollten. Eine Rückkehr zu fixen Wechselkursen steht heute nicht zur Debatte. Vielmehr geht es darum, durch eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik die Voraussetzungen für stabile Wechselkurse zu schaffen.

Das Potentialwachstum der schweizerischen Wirtschaft (S. 61–71)

Prognosen über das Wachstum der potentiellen Produktion von Gütern und Dienstleistungen stellen für eine Zentralbank, die mittelfristig ein stabiles Preisniveau anstrebt, eine wichtige Entscheidungsgrösse dar. Die Nationalbank geht davon aus, dass das Potentialwachstum der schweizerischen Wirtschaft in den nächsten Jahren knapp 2% beträgt. In diesem Beitrag sollen die Grundlagen dieser Annahme untersucht werden. Die Untersuchung basiert einerseits auf einfachen Methoden der Trendextrapolation und andererseits auf der Schätzung einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 30–52)

Au quatrième trimestre de 1986, l'essor de la conjoncture a faibli un peu dans l'ensemble des pays de l'OCDE. Alors que la demande intérieure, notamment la consommation privée, est restée vigoureuse, la croissance des exportations a ralenti au Japon et en République fédérale d'Allemagne en particulier. Aux Etats-Unis en revanche, l'expansion des exportations s'est accélérée grâce à l'amélioration de la capacité concurrentielle, due à l'évolution des cours de change.

En Suisse, la croissance économique s'est poursuivie au quatrième trimestre. La consommation privée est restée le soutien le plus important de la conjoncture, et l'emploi s'est encore amélioré, surtout dans les services où il a fortement progressé. Si les prix n'ont quasiment pas varié durant le quatrième trimestre, ils ont augmenté, en janvier, de 0,7% par rapport au même mois de 1986.

Le taux annuel de croissance de la monnaie centrale ajustée s'est inscrit en moyenne à 2,8% au quatrième trimestre. En 1986, le rythme d'expansion de cet agrégat a atteint 2%, conformément à l'objectif fixé à fin 1985. Sur les marchés financiers, le recul des taux s'est poursuivi entre les mois d'octobre et de janvier. Le franc suisse s'est quelque peu apprécié par rapport à son niveau des quatre mois précédents.

Problèmes économiques et monétaires des années vingt et de la période actuelle (p. 53–60)

Comme dans les années vingt, l'endettement international, les tendances protectionnistes et les problèmes liés aux cours de change sont aujourd'hui au centre des discussions touchant à la politique économique. Bien que les problèmes actuels soient différents de ceux des années vingt, notamment en ce qui concerne la question

de l'endettement, quelques leçons peuvent quand même être tirées des expériences faites à cette époque. Il apparaît notamment qu'un brusque arrêt des flux de capitaux vers les pays débiteurs – comme cela était arrivé en Allemagne à la fin des années vingt – peut poser de sérieuses difficultés à un pays endetté et, partant, entraîner une réaction en chaîne dangereuse. Une solution à plus longue vue du problème de l'endettement présuppose que les pays débiteurs puissent dégager des excédents commerciaux. Cette démarche est rendue aujourd'hui plus difficile par les tendances au protectionnisme. En matière de politique monétaire, les expériences faites dans les années vingt avec l'étalon de change-or se sont répétées après la Seconde Guerre mondiale. Le système de Bretton Woods a capoté malgré la création du FMI, qui devait exercer un contrôle sur les cours de change et mettre des crédits à disposition des pays connaissant des difficultés de balances des paiements. L'échec est dû au fait que les pays n'ont pas voulu se soumettre, pour des raisons de politique économique intérieure, aux mécanismes du système des changes fixes. Aujourd'hui, un retour au système des changes fixes ne fait pas l'objet de discussions. Il convient surtout de créer les conditions permettant une évolution ordonnée des cours de change par une politique économique axée sur la stabilité.

Le potentiel de croissance de l'économie suisse (p. 61–71)

Des prévisions sur la croissance de la production potentielle de biens et de services constituent un important facteur de décision pour une banque centrale qui vise, à moyen terme, la stabilité des prix. La Banque nationale estime que le potentiel de croissance de l'économie suisse s'élèvera à près de 2% ces prochaines années. La présente étude analyse les données qui sous-tendent cette hypothèse en recourant, d'une part, aux méthodes courantes d'extrapolation des tendances et, d'autre part, à l'estimation d'une fonction de production globale.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 9–52)

Nel quarto trimestre del 1986 la crescita congiunturale nei paesi dell'OCSE ha perso vigore. La domanda interna, in particolare il consumo privato, è rimasta forte, ma la crescita delle esportazioni è diminuita, specialmente in Giappone e nella Repubblica federale tedesca. Per contro negli Stati Uniti si è assistito ad una accelerazione delle esportazioni grazie al miglioramento della capacità concorrenziale a seguito dell'evoluzione dei tassi di cambio.

La crescita economica in Svizzera è continuata anche nel quarto trimestre. Il sostegno più importante alla congiuntura è rimasto il consumo privato. L'impiego è aumentato, in maniera particolarmente forte nei servizi. I prezzi, dopo in periodo di stabilità nel quarto trimestre, sono di nuovo aumentati in gennaio, dello 0,7% rispetto allo stesso mese del 1986.

Il saggio annuale di crescita della base monetaria epurata nel quarto trimestre è stato in media del 2,8%. Per il 1986 il ritmo di espansione di questo aggregato è stato così del 2%, conformemente all'obiettivo fissato alla fine del 1985. Sui mercati finanziari, nel periodo da ottobre a gennaio, il calo dei tassi di interesse è continuato, e sul mercato dei cambi il franco svizzero si è leggermente apprezzato rispetto ai quattro mesi precedenti.

Problemi economici e monetari degli anni venti e di oggi (p. 53–60)

Come negli anni venti, l'indebitamento internazionale, le tendenze protezionistiche e i problemi legati ai corsi di cambio sono oggi al centro delle discussioni inerenti la politica economica. Sebbene i problemi attuali siano diversi di quelli degli anni venti, in particolare per quel che riguarda l'indebitamento, alcuni insegnamenti possono comunque essere dedotti dalle esperienze fatte in quell'epoca. In particolare il caso della Germa-

nia della fine degli anni venti mostra chiaramente come l'interruzione brusca del flusso dei capitali verso un paese debitore possa innescare delle pericolose reazioni a catena. Una soluzione a più lungo termine del problema del debito internazionale presuppone che i paesi debitori riescano a ottenere delle eccedenze commerciali. Questo è reso oggi più difficile dalle tendenze protezionistiche.

Per quel che concerne la politica monetaria, le esperienze fatte negli anni venti con il «gold exchange standard» si sono ripetute dopo la seconda guerra mondiale. Il sistema di Bretton Woods è fallito malgrado la creazione del Fondo monetario internazionale che doveva esercitare un controllo sui corsi di cambio e aiutare i paesi con difficoltà di bilancia dei pagamenti mettendo a loro disposizione dei crediti. Il fallimento è dovuto al fatto che i paesi non hanno voluto, per ragioni di politica economica interna, sottomettersi ai meccanismi del sistema dei cambi fissi. Al giorno d'oggi, la possibilità di un ritorno al sistema dei cambi fissi non è presa in considerazione. Bisogna invece creare, attraverso una politica economica orientata verso la stabilità, le condizioni che consentano una evoluzione ordinata dei tassi di cambio.

Il potenziale di crescita dell'economia svizzera (p. 61–71)

Le previsioni sulla crescita della produzione potenziale di beni e servizi costituiscono un importante fattore di decisione per una banca centrale il cui obiettivo, nel medio termine, è costituito dalla stabilità dei prezzi. La Banca nazionale reputa a non più del 2% il potenziale di crescita dell'economia svizzera nei prossimi anni. Questo studio fornisce un supporto analitico a questa ipotesi. I metodi utilizzati sono da una parte quello dell'estrapolazione delle tendenze, e dall'altra la stima di una funzione di produzione globale.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 9–52)

In the fourth quarter of 1986 the economic upswing throughout the OECD countries lost momentum. While domestic demand, particularly private consumption, remained brisk, the growth of exports, notably in Japan and West Germany, slowed down. The US's export activity, by contrast, was given a boost by the exchange-rate-induced improvement in competitiveness.

In Switzerland, economic activity continued to expand in the period under review. Private consumption remained the chief pillar of the economy. There was a further increase in the number of employed persons, with the service sector in particular registering a marked rise. The price level in the fourth quarter remained fairly stable, followed by a surge in the annual inflation rate to 0.7% in January.

The adjusted monetary base exceeded the year-earlier level by an average of 2.8% in the last quarter of 1986. On an annual average it expanded by 2%, conforming to the target set at the end of 1985. On the money and capital markets interest rates continued to decline between October and January, and on the foreign exchange market the Swiss franc underwent a slight appreciation compared with the previous four months.

Economic and monetary problems in the twenties and today (pp. 53–60)

As in the twenties, the international debt conundrum, protectionist trends and exchange rate problems are currently at the centre of economic policy discussions. Despite the fact that today's problems – notably the problem of international indebtedness – differ from those in the twenties, some lessons may nevertheless be drawn from past experience. In particular it is becoming clear that if the flow of capital into debtor countries is suddenly disrupted – as was the case in Ger-

many at the end of the twenties – a debtor country may be faced with serious difficulties, and dangerous chain reactions are likely to be set off. Moreover, a longer-term solution to the debt problem depends on whether the debtor countries are able to achieve export surpluses; this, however is hindered by the protectionist trends likewise prevailing today.

In the field of monetary policy the experience gained at the time of the gold-exchange standard in the twenties was repeated after the Second World War. The IMF was established and charged with the task of supervising exchange rates and providing foreign credit to countries in payments difficulties; nevertheless, Bretton Woods proved a failure since for domestic economic reasons the various countries were not prepared to submit to automatically fixed exchange rates. A return to fixed exchange rates is currently not under consideration. The aim is, moreover, to create the necessary climate for stable exchange rates by implementing an all-round stability-oriented economic policy.

The growth of potential output of the Swiss economy (pp. 61–71)

Forecasts on the growth of the potential output of goods and services play a key role in the decision-making of a central bank aiming at price stability in the medium term. The National Bank expects the potential output of the Swiss economy to grow at a rate of just under 2% in the next few years. This contribution deals with the basis for such an assumption. The study has been drawn up, on the one hand, by applying simple methods of extrapolation of trends and, on the other, based on estimates of the production function of the overall economy.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage*
für die Sitzung des Bankrats vom 6. März 1987

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

Konjunkturentwicklung

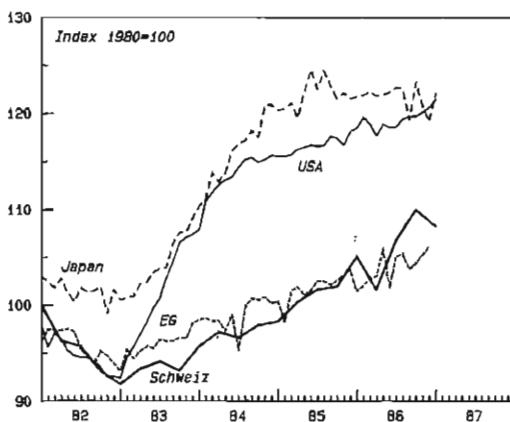
Im vierten Quartal 1986 flachte sich der Konjunkturaufschwung im ganzen OECD-Raum leicht ab. Die Binnennachfrage, vor allem der private Konsum, blieb jedoch lebhaft. Während Japan und die Bundesrepublik Deutschland eine Abschwächung ihres Exportwachstums hinnehmen mussten, stiegen die Exporte der Vereinigten Staaten deutlich rascher als die Importe.

Die Beschäftigung entwickelte sich uneinheitlich: in den Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland, Grossbritannien und Japan ging die Arbeitslosenquote zurück, während sie sich in Frankreich und Italien erhöhte.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuering sank weiter und erreichte im Dezember im Durchschnitt der OECD-Länder 2,1%. Allerdings zeichnete sich in den letzten Monaten des Jahres 1986 wieder eine leichte Beschleunigung der Teuerung ab; von August bis Dezember stiegen die Konsumentenpreise im OECD-Raum um über ein Prozent.

Insgesamt stand die konjunkturelle Entwicklung weiterhin im Zeichen der massiven Änderungen des internationalen Preisgefüges, die sich aus dem Ölpreiserfall zu Beginn des Jahres 1986 und aus der Talfahrt des US-Dollars ergeben haben. Die günstigen Wirkungen der tieferen Ölpreise auf die Inflationsraten und die Binnennachfrage der Industrieländer wurden insbeson-

Grafik 1: Industrieproduktion



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

dere im Falle Japans und der Bundesrepublik Deutschland durch die Wechselkursentwicklung verstärkt. In diesen beiden Ländern kam der Preisauftrieb völlig zum Stillstand.

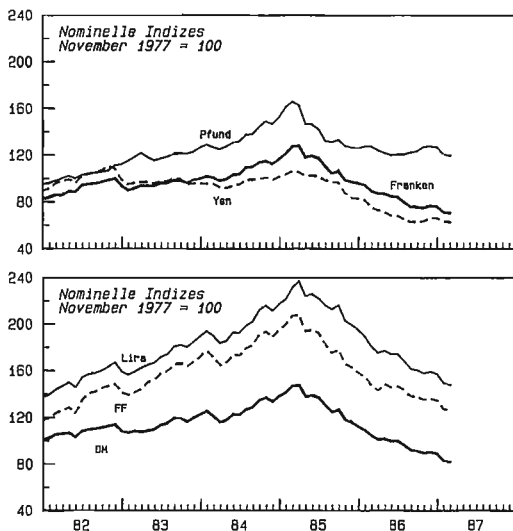
Allerdings zeichnet sich ein Nachlassen der ölpreisbedingten Einflüsse auf die Inflation und das Wachstum der Binnennachfrage ab. Gleichzeitig beeinträchtigt der schwache Dollar mehr und mehr die Ertragslage der europäischen und japanischen Unternehmungen, während sich umgekehrt die preisliche Stellung der Vereinigten Staaten am Weltmarkt deutlich verbessert hat.

Wirtschaftspolitik

Im vierten Quartal 1986 lag das Geldmengenwachstum in den grossen Industrieländern entweder am oberen Rand der von den Währungsbehörden festgesetzten Zielbänder oder übertraf diese teilweise deutlich. Vor allem in den Vereinigten Staaten wurde die Überschreitung des

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November, Dezember 1986 und Januar 1987 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Geldmengenziels im Interesse eines fortgesetzten Konjunkturaufschwungs zugelassen. In der Bundesrepublik Deutschland und in Japan nahm die Geldpolitik vermehrt Rücksicht auf Wechselkursgesichtspunkte.

Von den öffentlichen Haushalten der grösseren Industrieländer gingen im vergangenen Jahr insgesamt kaum konjunkturelle Impulse aus. In den Vereinigten Staaten hat das Defizit des gesamten öffentlichen Sektors im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt nicht mehr weiter zugenommen. Auch in Japan und der Bundesrepublik Deutschland hat sich der Haushaltssaldo in etwa parallel mit dem Sozialprodukt entwickelt. Dagegen vergrösserte sich das konsolidierte Budgetdefizit in Grossbritannien und Frankreich. Umgekehrt erreichten Italien und Kanada eine erhebliche Verminderung des Fehlbetrages.

Devisenmarkt

Der amerikanische Dollar geriet gegen Ende 1986 auf allen wichtigen Devisenmärkten erneut unter Druck. Im Durchschnitt der Monate November 1986 bis Februar 1987 lag der Dollar gegenüber dem japanischen Yen, der D-Mark,

der italienischen Lira und dem Schweizer Franken um rund 20% unter dem Vorjahreswert. Hingegen fiel die Abwertung gegenüber dem französischen Franken mit rund 14% geringer aus. Lediglich gegenüber dem britischen Pfund notierte der Dollar im Mittel praktisch gleich wie vor Jahresfrist.

Die Dollarschwäche und die Unruhen in Frankreich führten Mitte Januar 1987 zu Spannungen innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS). Nachdem vor allem die Banque de France und die Deutsche Bundesbank massiv am Devisenmarkt interveniert hatten, passten die EWS-Mitglieder am 13. Januar 1987 ihre Leitkurse an. Dabei wurde die D-Mark um 3%, der holländische Gulden und der belgische Franken um je 2% aufgewertet, während die Leitkurse der übrigen EWS-Währungen unverändert blieben.

Im vierten Quartal 1986 lag der handelsgewichtete Dollarkurs nominal und real um 13,5% bzw. 14,2% unter dem Vorjahreswert. In der gleichen Periode stieg der handelsgewichtete Ausenwert des japanischen Yen nominal und real um 22,2% bzw. 18,4%. Die reale handelsgewichtete Aufwertung des Schweizer Frankens und der D-Mark fielen demgegenüber mit 6% bzw. 5,5% deutlich geringer aus.

Anlässlich ihres Treffens vom 22. Februar in Paris einigten sich die Finanzminister und Notenbankchefs der grossen Industrieländer auf eine enge Zusammenarbeit zur Verhinderung weiterer grösserer Verschiebungen der Wechselkursrelationen.

Internationale Verschuldung

Die Verschuldungsprobleme mehrerer Entwicklungs- und Schwellenländer spitzten sich im vierten Quartal 1986 zu. Nur in einigen wenigen Schwellenländern wie z.B. der Republik Korea war das Wirtschaftswachstum genügend hoch, um eine reibungslose Abwicklung des Schuldendienstes zu gewährleisten. In Südamerika dagegen erbrachten die im Jahre 1986 eingeführten Wirtschaftsmassnahmen im allgemeinen nicht die erwarteten Ergebnisse.

In Brasilien blieben die in den Cruzado-Plan gesetzten Hoffnungen weitgehend unerfüllt. Trotz der Einführung von Preiskontrollen ließen die inflationären Spannungen nicht nach. Vielmehr nahm die Inlandnachfrage infolge eines hohen Haushaltsdefizits, einer expansiven Geldpolitik und steigender Reallöhne stark zu. Angesichts der eingefrorenen Preise führte dies zu Knappheitserscheinungen, worauf die Regierung die Preiskontrollen in zwei Stufen wieder aufheben musste. Im Dezember belief sich die Jahreststeuerung auf 125% und war im Steigen begriffen. Das Niveau der kurzfristigen Zinssätze verdoppelte sich allein im Laufe des Monats Januar auf 400%. Die missliche wirtschaftliche Lage Brasiliens machte weitere Umschuldungsaktionen unumgänglich. So wurden im Rahmen des Pariser Klubs Fristerstreckungen für Schulden im Umfang von rund 4 Mrd. Dollar gewährt. Bemerkenswert daran ist, dass der Pariser Klub zum ersten Mal einer Umschuldung für ein Land zustimmte, das mit dem Währungsfonds noch kein Abkommen über ein wirtschaftliches Sanierungsprogramm unterzeichnet hat. Trotz diesem Abkommen gab Brasilien am 20. Februar bekannt, dass es die Bedienung seiner mittel- und langfristigen Bankschulden auf unbestimmte Zeit aussetzen werde. Betroffen sind von dem Moratorium Schulden in Höhe von 67 Mrd. Dollar; das sind knapp zwei Drittel der gesamten brasilianischen Auslandsschuld.

Venezuela, dessen Einkünfte zu rund 85% aus der Ausfuhr von Erdöl stammen, musste eine starke Verringerung seiner Exporterlöse hinnehmen. Unter diesen Voraussetzungen führte die 1985 eingeleitete, auf die Förderung des Wirtschaftswachstums ausgerichtete Wirtschaftspolitik zu einer starken Abnahme der Währungsreserven. Ende 1986 lagen die Devisenbestände um mehr als 25% unter dem Vorjahreswert.

Auch Argentinien musste im Verlaufe des Jahres 1986 eine erhebliche Verschlechterung seiner realen Austauschverhältnisse hinnehmen (-13,3%), bedingt vor allem durch den Zerfall der Weltmarktpreise für Fleisch und Getreide. Diese Entwicklung zog eine spürbare Verschlechterung der Handelsbilanz nach sich. Um der Abnahme seiner Devisenreserven entgegenzuwirken und sein wirtschaftliches Restrukturierungs-

programm fortsetzen zu können, beantragte Argentinien neue Kredite im Umfang von 3,5 Mrd. Dollar. Der IWF ist bereit, sich hieran mit 1,8 Mrd. Dollar zu beteiligen, sofern die Verhandlungen mit den privaten Banken zu einem erfolgreichen Abschluss gebracht werden können. Zur Überbrückung des unmittelbaren Liquiditätsbedarfs gewährten im März verschiedene Zentralbanken Argentinien einen Überbrückungskredit in Höhe von 500 Mio. Dollar. Die Nationalbank beteiligte sich am Überbrückungskredit mit 20 Mio. Dollar.

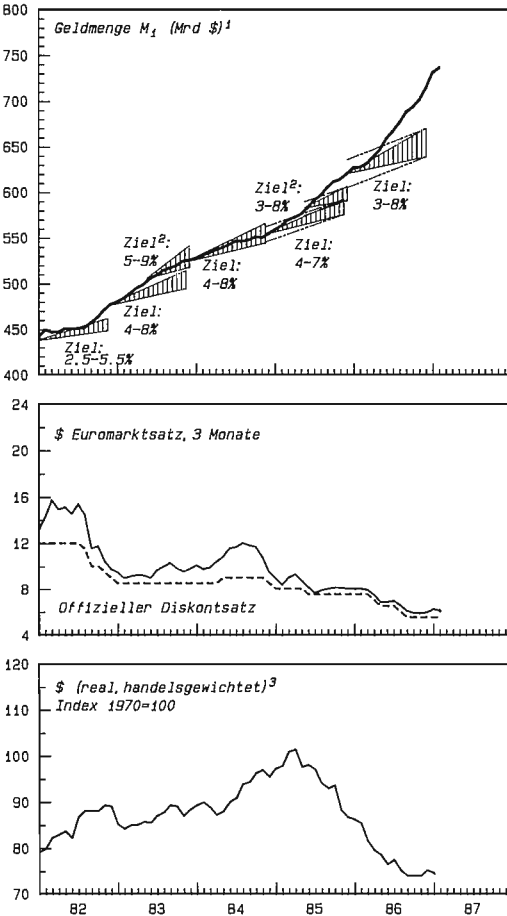
Mexiko hat im Februar einen Überbrückungskredit von 1,1 Mrd. Dollar, den ihm im August 1986 verschiedene Zentralbanken im Rahmen eines internationalen Finanzierungspaketes gewährt hatten, in vollem Umfang zurückbezahlt.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Nachdem *das reale Bruttosozialprodukt* der Vereinigten Staaten im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 2,8% zugenommen hatte, stieg es im vierten um 1,3%; im Jahresdurchschnitt betrug der Zuwachs gegenüber 1985 2,5%. Vom privaten Konsum gingen im vierten Quartal kaum mehr Wachstumsimpulse aus. Der öffentliche Konsum wuchs hingegen trotz einer Verringerung der Verteidigungsausgaben um 13%. Der Aussenhandel, der die Konjunktur lange Zeit gedämpft hatte, begann wieder als Wachstumsmotor zu wirken. Das Exportwachstum, das schon im dritten Quartal real über zehn Prozent betragen hatte, beschleunigte sich nochmals, während sich das Importwachstum deutlich verflachte. Trotz eines Anstiegs der Wohnbauinvestitionen – ihr Wachstum von 4,8% erklärt sich vor allem durch den Zinsrückgang – sanken die Bruttoanlageinvestitionen um 0,8%.

Das nominelle Handelsbilanzdefizit nahm im November stark zu und fiel im Dezember wieder unter den Oktoberwert zurück. Gesamthaft stieg es im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 4,3 Mrd. Dollar auf 42 Mrd. Dollar. Dieser Anstieg, der die mengenmäßige Verbesserung des Aussenhandels nicht zum Ausdruck bringt,

Grafik 3: Vereinigte Staaten

¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board); 1987 wurde für M_1 kein Ziel festgelegt.

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

³ Quelle: OECD

ist ausschliesslich auf die Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse zurückzuführen. Über das ganze Jahr gerechnet belief sich der Fehlbetrag auf 169,8 Mrd. Dollar, was nach 1985 wiederum einen Rekord darstellt.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuering fiel im Dezember auf einen Tiefststand von 1,1%. Die Entwicklung von Monat zu Monat zeigt allerdings einen Wieder-

anstieg im November und Dezember. Die Arbeitslosenrate bildete sich leicht zurück; sie lag im vierten Quartal bei 6,7%.

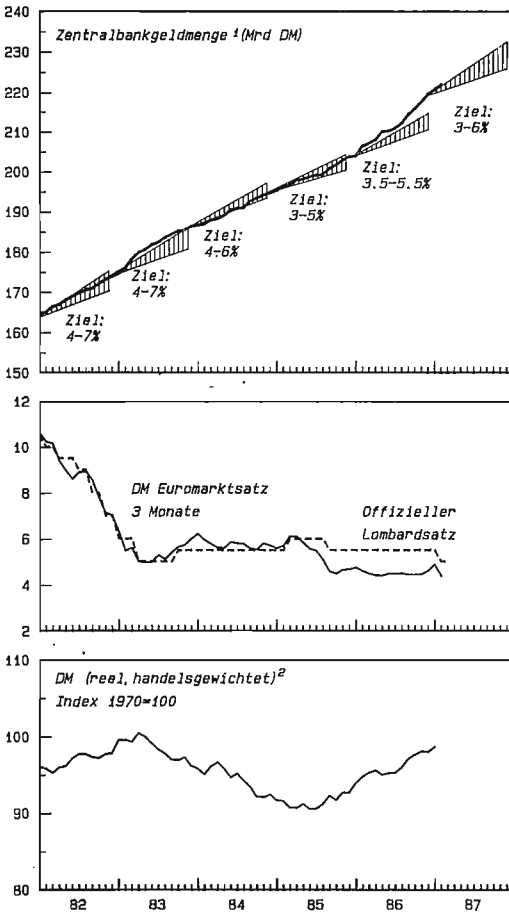
Im Durchschnitt des vierten Quartals 1986 übertraf die Geldmenge M_1 ihren Vorjahresstand um 15,3% und lag damit weit über dem Zielband von 3-8%. Diesem starken Wachstum wird jedoch seitens des *Federal Reserve* vorderhand keine grosse geldpolitische Bedeutung beigemessen. Anlässlich der üblichen Überprüfung der Geldmengenziele um die Jahresmitte befand die amerikanische Zentralbank, dass angesichts der unerwartet stark gesunkenen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ein Überschreiten der Zielvorgabe für M_1 annehmbar sei, zumal sich M_2 und M_3 zielkonform entwickelten. Diese weitergefassten Aggregate bewegten sich im vierten Quartal 1986 am oberen Rand der angestrebten Bandbreite von 6-9%. Für das Jahr 1987 verringerte die Währungsbehörde die Zielbereiche für M_2 und M_3 leicht auf 5,5-8,5%, während für M_1 keine Zielgrösse mehr vorgegeben wurde.

Bundesrepublik Deutschland

Das Wachstum der bundesdeutschen Wirtschaft setzte sich im dritten Quartal in mässigem Tempo fort. Das *reale Bruttosozialprodukt* erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 2,3%. Alleinige Konjunkturstütze war die Inlandnachfrage, die um 3,6% zunahm, wogegen vom Aussenhandel keine Wachstumsimpulse ausgingen. Unter den Komponenten der Inlandnachfrage entwickelte sich vor allem der private Konsum sehr lebhaft. Auch der Bausektor und die öffentlichen Ausgaben trugen zum Wachstum bei. Die Ausrüstungsinvestitionen waren dagegen nach einer starken Zunahme im zweiten Quartal rückläufig.

In den letzten Monaten des Jahres 1986 schwächte sich das Wirtschaftswachstum ab. Die Industrieproduktion ging gegenüber dem Vorquartal um 0,5% zurück. Ebenfalls rückläufig entwickelten sich die Detailhandelsumsätze sowie der Auftragseingang der Industrie.

Gemäss den provisorischen Schätzungen des Bundesamtes für Statistik entsprach das durchschnittliche Wachstum des realen Bruttosozial-

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

produktes im Jahre 1986 mit 2,5% ungefähr dem Vorjahreswert. Damit setzte sich der seit 1983 anhaltende Konjunkturaufschwung fort. Die Inlandnachfrage, die mit 3,8% (1985: 1,5%) die stärkste Zunahme seit 1979 verzeichnete, löste den Export als Wachstumsmotor ab.

Der private Konsum, dessen Zunahme sich gegenüber 1985 von 1,8% auf 4,1% beschleunigte, trug entscheidend zum Wachstum der Inlandnachfrage bei. Die Konsumenten profitierten von einem starken, auf fast 6% veranschlagten

Wachstum des verfügbaren Einkommens. Dieser Kaufkraftzuwachs war vor allem höheren Löhnen, Steuererleichterungen und sinkenden Importpreisen zu verdanken. Die Bauinvestitionen, die im Jahre 1985 noch um 6,2% gefallen waren, erhöhten sich um 1,9%. Demgegenüber war das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen mit 4,6% nur noch halb so hoch wie 1985.

Nach Schätzungen wies die Handelsbilanz im Jahre 1986 einen Rekordüberschuss von rund 112 Mrd. D-Mark auf, gegenüber 73 Mrd. im Jahre 1985. Diese starke Zunahme spiegelt hauptsächlich eine Verbesserung der realen Austauschverhältnisse. Während die Importpreise um 16% fielen, gingen die Exportpreise lediglich um 3,4% zurück. Gegenüber 1985 nahmen die Güterimporte daher trotz einer mengenmäßigen Ausweitung um 6,5% wertmässig um 11% ab, während die Exporte mit einer wertmässigen Abnahme von 2% und einer mengenmäßigen Zunahme von 1,5% nahezu stabil blieben. Besonders hervorzuheben ist, dass sich die Erdölimporte wertmässig um mehr als die Hälfte auf rund 17 Mrd. D-Mark verminderten. Der Überschuss der Leistungsbilanz verdoppelte sich in der Jahresfrist auf 78 Mrd. D-Mark.

Im Jahre 1986 nahm die Beschäftigung um rund 1% zu, wodurch die Arbeitslosenquote zum ersten Mal seit 1979 leicht zurückging (von 9,3% auf 9,0%). Die neuesten Zahlen sprechen allerdings nicht für eine Fortsetzung dieser günstigen Entwicklung.

Die Inflationsrate bildete sich unter dem Einfluss sinkender Importpreise weiter zurück. Im Jahresdurchschnitt lag der Konsumentenpreisindex um 0,1% unter dem Niveau von 1985.

Die Haushaltsrechnung des Bundes schloss nach vorläufigen Berechnungen mit einem Defizit von 23 Mrd. D-Mark ab. Der Fehlbetrag war nur geringfügig höher als im Vorjahr, obwohl im Jahre 1986 die erste Etappe des Steuersenkungsprogramms in Kraft trat.

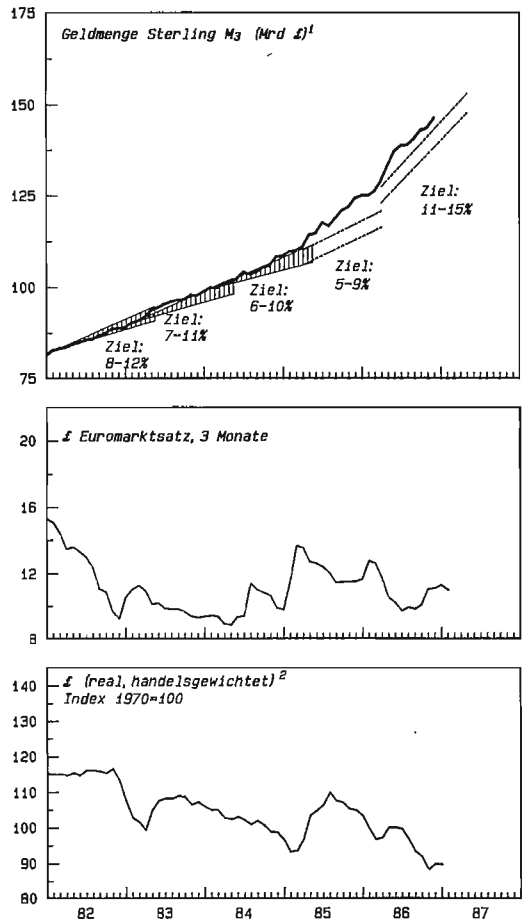
Die Zentralbankgeldmenge wuchs auch im vierten Quartal 1986 kräftig und überschritt mit einer Zunahme von 7,8% gegenüber dem Vorjahreswert das Geldmengenziel von 3½-5½% erheb-

lich. Die Jahreszuwachsrate der Geldmenge M_1 betrug im Dezember 7,5%, während sich die entsprechenden Werte für die weitergefassten Aggregate M_2 und M_3 auf 6% bzw. 7% beliefen. Das hohe Geldmengenwachstum beruht zum Teil darauf, dass das Publikum in unerwartetem Umfang liquide Finanzaktiva zu halten wünschte. Zudem waren massive Interventionen am Devisenmarkt für die Zielabweichung verantwortlich. Die Spannungen im Europäischen Währungssystem und der damit verbundene Aufwertungsdruck auf die D-Mark zwangen die Bundesbank zu Devisenkäufen, welche die Zentralbankgeldmenge aufblähten. Am 22. Januar 1987 beschloss die *Bundesbank*, die Rediskontierungskontingente zu kürzen und die Mindestreserven der Kreditinstitute zu erhöhen. Damit bezweckte sie, die durch Ihre Devisenmarktinterventionen entstandene Überliquidität im Bankensektor abzuschöpfen. Um andererseits aber den Aufwertungsdruck auf die D-Mark nicht zu verstärken, senkte sie gleichzeitig den offiziellen Diskont- und Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 3% bzw. 5%. Für das Jahr 1987 nimmt die Bundesbank eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge um 3–6% in Aussicht.

Grossbritannien

Das *reale Bruttoinlandprodukt* Grossbritanniens lag im vierten Quartal 1986 schätzungsweise um 2,6% über dem Vorjahreswert. Zu diesem Anstieg leistete der private Konsum, der im dritten und wahrscheinlich auch im vierten Quartal um 2% zunahm, einen wichtigen Beitrag. Die kräftige Konsumnachfrage ist vor allem auf das rasche Wachstum der Löhne zurückzuführen, die im November 1986 real um 4,4% über dem Vorjahresniveau lagen. Gemäss der neuesten Umfrage des britischen Unternehmerverbandes stieg auch die Exportnachfrage, da die Tieferbewertung des Pfund Sterling die internationale Wettbewerbsfähigkeit der britischen Industrie verbesserte. Dank der Konjunkturbelebung erhöhten sich die Anlageinvestitionen. Ihr Jahreswachstum betrug im 3. Quartal 3%. Dagegen bildeten sich die Lagerbestände aufgrund des starken Wachstums der Endnachfrage zurück.

Grafik 5: Grossbritannien



¹ Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; 1986: April 1986 bis März 1987, Veränderungen gegenüber Vorjahresmonat
(Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

Trotz der günstigen Entwicklung der Exporte schloss die Leistungsbilanz im Jahre 1986 mit einem Defizit, das auf knapp 200 Mio. Pfund geschätzt wird, nachdem 1985 noch ein Überschuss von 3,6 Mrd. Pfund resultiert hatte. Im dritten Quartal erreichte der Fehlbetrag mit 781 Mio. Pfund den höchsten Stand seit 1974. Die Ursache für diese Verschlechterung der Leistungsbilanz liegt einerseits in der konjunktur-

bedingt sehr lebhaften Importnachfrage, vor allem aber im dramatischen Rückgang der Erdöleinnahmen, die mit 688 Mio. Pfund im dritten Quartal um mehr als 1,2 Mrd. Pfund unter dem Vorjahreswert lagen. Kompensierend wirkte dagegen die Dienstleistungsbilanz, deren Überschuss im dritten Quartal vor allem dank den Erträgen der Auslandsinvestitionen um 400 Mio. Pfund höher ausfiel als im Vorjahr.

Die Zahl der registrierten Ganzarbeitslosen erhöhte sich von 3,17 Mio. im ersten Quartal auf den bisher noch nie erreichten Stand von 3,21 Mio. im dritten Quartal. Damit stellte sich die Arbeitslosenquote auf 13,5%. Erst gegen Jahresende war wieder ein leichter Rückgang auf 13,1% festzustellen.

Der Konsumentenpreisindex lag im November und Dezember um 3,5% bzw. 3,7% über dem Vorjahreswert. Im Jahresdurchschnitt betrug die Inflationsrate 3,4%. In der zweiten Jahreshälfte beschleunigte sich die Inflation infolge der Tieferbewertung des Pfundes und des damit verbundenen Importpreisanstiegs sowie der deutlich höheren Lohnkosten.

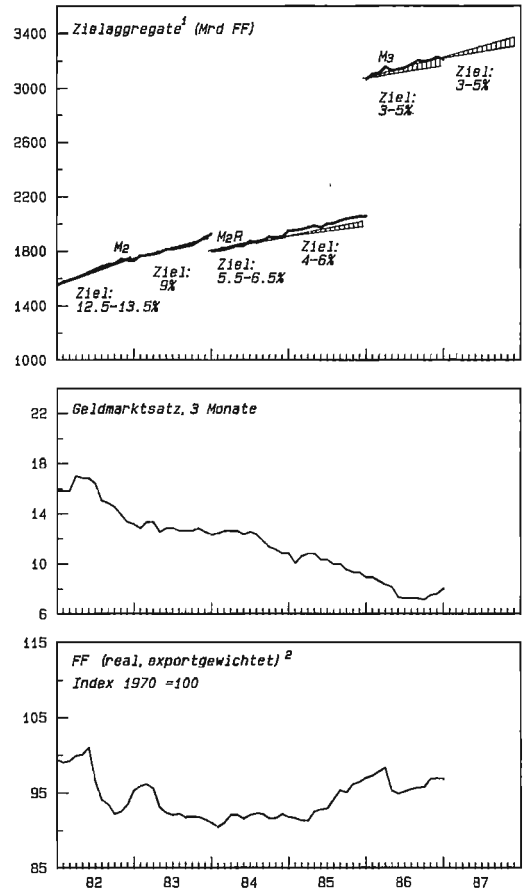
Im Dezember übertraf das Geldaggregat Sterling M_3 seinen Vorjahresstand um 18,2%; die eng definierte Geldmenge M_0 nahm in der gleichen Periode um 4,9% zu. Im Oktober erhöhte die *Bank von England* ihre Interventionssätze am Geldmarkt um rund 1%, um einer weiteren Abwertung des britischen Pfunds entgegenzuwirken.

Frankreich

Die verfügbaren Indikatoren deuten auf eine leichte Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im vierten Quartal 1986 hin. Im November und Dezember verharrte die Industrieproduktion auf dem Niveau der beiden Vormonate. Die Auftragsbestände der Unternehmungen und der private Konsum von Industrieprodukten sanken.

Nach den ersten Schätzungen für das ganze Jahr 1986 wuchs das *reale Bruttoinlandprodukt* um rund 2%, gegenüber 1,1% im Vorjahr. Deut-

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; $M_{2R} = M_2$ minus ausländische Bank-einlagen; Ziele 1985: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

lich verbessert hat sich die Handelsbilanz, die laut vorläufigen Daten mit einem Defizit von 12,2 Mrd. FF schloss, nachdem im Jahre 1985 noch ein Defizit von rund 48,2 Mrd. FF angefallen war. Allein die Erdölrechnung halbierte sich trotz einer leichten Zunahme des Ölverbrauchs auf 90 Mrd. FF. Dagegen ist der Rückgang des Aktivsaldos im Handel mit Industriegütern auf 35 Mrd. FF im vergangenen Jahr (Vorjahr: 89 Mrd. FF) für die

Regierung beunruhigend. Die Leistungsbilanz schloss im Jahre 1986 nach vorläufigen Berechnungen erstmals seit 1979 wieder mit einem Überschuss von 25,8 Mrd. FF. Im Vorjahr wurde noch ein Defizit von 1,5 Mrd. FF verzeichnet.

Die Beschäftigungslage verschlechterte sich im Jahre 1986 erneut. Die Arbeitslosenquote stieg im zweiten und dritten Quartal an und stabilisierte sich darauf bis zum Jahresende bei 10,7%.

Wie auch in den anderen grossen Industrieländern bildete sich die Inflation im Laufe des vergangenen Jahres stark zurück. Neben dem Erdölpreiserfall wirkte sich auch die Verlangsamung des Lohnanstiegs günstig aus. Die Inflationsrate belief sich im Jahresdurchschnitt auf 2,7% (1985: 5,8%).

Das Wachstum der Geldmenge M_3 verlangsamte sich gegen Ende 1986 leicht und lag mit 4,6% für das ganze Jahr am oberen Rande des von der *Banque de France* festgelegten Zielbandes von 3%–5%. Die Spannungen im EWS und insbesondere der Abwertungsdruck auf den französischen Franc führten im vierten Quartal zu einer Erhöhung der Zinsen. Zur Stützung der französischen Währung erhöhte die *Banque de France* am 16. Dezember zum ersten Mal seit Ende 1981 ihren Interventionsatz an Geldmarkt (von 7% auf 7¼%).

Die Geldpolitik soll im Jahre 1987 weiterhin auf die Kontrolle des Geldmengenwachstums ausgerichtet werden. Für die beiden Aggregate M_2 und M_3 wurden Zielkorridore von 4%–6% bzw. 3%–5% festgelegt. Im Vorjahr bestand lediglich eine Zielgrösse für M_3 .

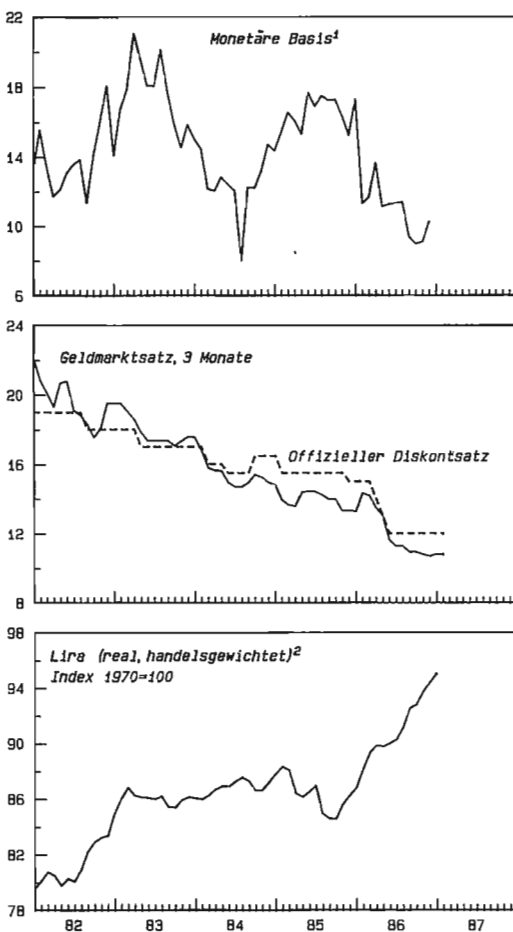
Seit Anfang 1987 verwenden die französischen Währungsbehörden ein neues geldpolitisches Instrumentarium. Von nun an wird die *Banque de France* die Geldaggregate vor allem über die kurzfristigen Zinssätze am Interbankenmarkt steuern. Auch die Mindestreservpolitik soll inskünftig vermehrt zur Steuerung der Geldmenge herangezogen werden. Das tägliche Fixing am Geldmarkt sowie die Kreditbeschränkungen, die bisher als Hauptinstrumente der Geldpolitik dienten, wurden auf Anfang bzw. Ende Dezember 1986 aufgehoben.

Italien

Das Italienische *Bruttoinlandprodukt* stieg im dritten Quartal nach vorläufigen Berechnungen mit einer Jahresrate von 1,6%. Der Anstieg der Industrieproduktion und der Exporte im vierten Quartal deuten auf eine gute Konjunkturlage hin.

Da Italien stärker als andere Industrieländer vom Erdöl abhängig ist, wirkte sich dessen Preiszerfall deutlich auf die Handelsbilanz aus, die im

Grafik 7: Italien



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

² Quelle: OECD

Jahre 1986 mit einem Defizit von nur 3717 Mrd. Lire schloss, nachdem der Fehlbetrag im Vorjahr noch 23 085 Mrd. betragen hatte. Die Leistungsbilanz wird im Jahre 1986 voraussichtlich einen Überschuss aufweisen.

Obwohl die italienische Regierung die Erdölverbilligung nicht vollständig den Konsumenten zugutekommen liess, sondern durch eine Erhöhung der indirekten Steuern teilweise kompensierte, sank die Jahresteuern im Dezember unter 5%. Allerdings zeichnete sich Ende 1986 wiederum eine Beschleunigung der Teuerungsrate ab.

Die Geldmenge M_2 , die während der ersten acht Monate des Jahres 1986 mit einer Jahresrate von durchschnittlich 7% zugenommen hatte, weitete sich ab September erneut stärker aus. Am Jahresende bewegte sich M_2 an der Obergrenze des auf 7%–11% festgelegten Zielkorridors.

Das Wachstum der Kredite lag dagegen mit 11% wesentlich über dem Ziel von 7%. Trotz dieser Zielüberschreitung hielt die *Banca d'Italia* eine Verschärfung der Geldpolitik nicht für angezeigt.

Die Zinssätze bildeten sich im vierten Quartal weiter zurück, wenn auch nicht in einem Masse, das über den Rückgang der Inflationsrate hinausging. Dies legt den Schluss nahe, dass die Anleger zwar ihre Inflationserwartungen weiter nach unten revidiert haben, die öffentliche Finanzlage jedoch nach wie vor skeptisch beurteilen.

Japan

Dank einer Zunahme der Inlandnachfrage setzte sich das Wirtschaftswachstum Japans im dritten Quartal fort; allerdings in abgeschwächtem Tempo, denn vom aussenwirtschaftlichen Sektor gingen erneut konjunkturdämpfende Wirkungen aus. Das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts betrug gegenüber dem Vorjahr 2,3%.

Unter den Komponenten der Inlandnachfrage stieg der Wohnungsbau, begünstigt durch staatliche Förderungsmaßnahmen und tiefere Zin-

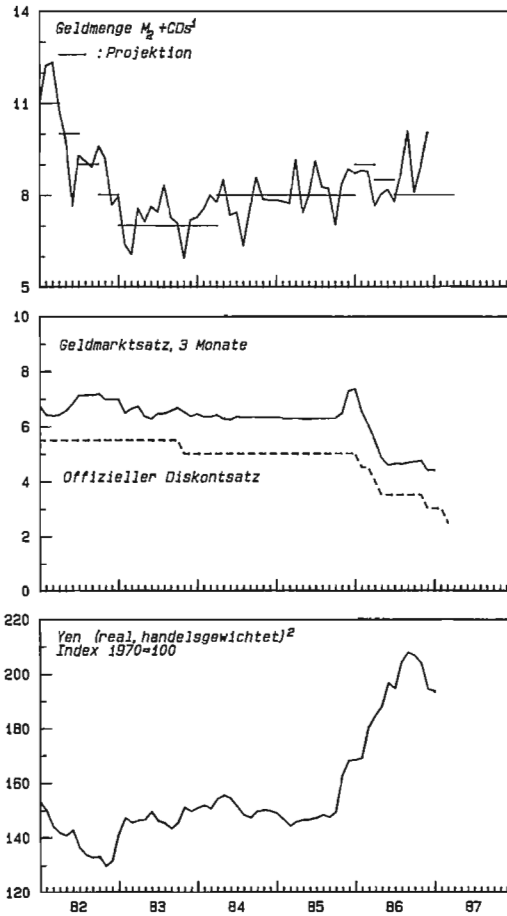
sen, mit 14,2% gegenüber dem Vorjahr am stärksten. Das Wachstum des privaten Konsums beschleunigte sich mit 3,4% ebenfalls. Dagegen verlangsamte sich die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen unter dem Einfluss der Wechselkursentwicklung merklich und betrug nur noch 3,8% gegenüber dem Vorjahr bzw. 0,5% gegenüber dem Vorquartal, nachdem zuvor zwei Jahre lang zweistellige Zuwachsraten beobachtet worden waren. Die Höherbewertung des Yen schlug sich auch im Aussenhandel nieder. Die Ausfuhren lagen real um 4,5% unter dem Vorjahresniveau, während die Importe um 7,3% zunahmen.

Dieselben uneinheitlichen Tendenzen zeichneten sich auch im vierten Quartal 1986 ab. Die auf den Binnenmarkt ausgerichteten Sektoren florierten nach wie vor, während die verarbeitende Industrie und der Bergbau einen Rückgang ihrer Produktion hinnehmen mussten. Im November sank der Gesamtindex für die Industrieproduktion und den Bergbau auf den tiefsten Stand seit über zwei Jahren.

Der mengenmässige Rückgang der Ausfuhren bremste erwartungsgemäss auch das Wachstum des nominellen Handelsbilanzüberschusses. Nachdem dieser im dritten Quartal einen Wert von 25,9 Mrd. Dollar erreicht hatte, stieg er in den letzten drei Monaten des Jahres 1986 auf 26,8 Mrd. Dollar. Insgesamt schloss die Handelsbilanz im vergangenen Jahr mit einem Überschuss von 92,7 Mrd. Dollar, was gegenüber 1985 eine Steigerung um 66% darstellt. Wird der Überschuss in Yen statt in US-Dollars ausgedrückt, beträgt der Zuwachs allerdings nur 16,5%. Die veränderte Yen/Dollar-Relation verschleierte vorderhand die Trendumkehr, die sich bei der Entwicklung der Handelsströme abzeichnet. Mengenmässig lagen die Güterausfuhren im Jahre 1986 nämlich um 1,2% unter dem Vorjahreswert, während die Einfuhren um 13% zunahmen.

Auch in Japan ging die Inflation weiter zurück. Im vierten Quartal 1986 lag der Verbraucherpreisindex durchwegs unter seinem Vorjahresniveau. Im Jahresdurchschnitt betrug der Preisanstieg 0,6%, was den niedrigsten Wert seit 1958 darstellt.

Grafik 8: Japan



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

² Quelle: OECD

Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums blieb nicht ohne Wirkungen auf den Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenrate erreichte im Dezember mit 2,9% den höchsten Stand seit über 30 Jahren.

Der Ende Dezember vorgelegte Budgetentwurf für das Fiskaljahr 1987/88 mit Beginn am 1. April zielt auf eine weitere Verringerung des Haushaltsdefizites ab, da der Schuldendienst immer noch rund 20% der Ausgaben in Anspruch nimmt. Der

neue Entwurf sieht eine Erhöhung der Ausgaben um bloss 0,02% auf 54,1 Bio. Yen vor. Das ist der geringste Zuwachs seit 32 Jahren. Dadurch würde sich das Defizit um 4,1% auf 10,1 Bio. Yen verringern. Diese Werte beruhen auf einem prognostizierten Wachstum des realen Bruttosozialprodukts von 3,5%.

Zusätzlich zum Haushaltsentwurf legte die japanische Regierung wie immer ein «Zusatz-Budget» vor. Dieses weist auf einen eher expansiven fiskalpolitischen Kurs hin. Mit Ausgaben von 25 Bio. Yen übertrifft es dasjenige des Vorjahres um 14,1% und erlaubt somit die Finanzierung von Massnahmen zur Stützung der Wirtschaft.

Nach den Vereinigten Staaten plant nun auch Japan eine Steuerreform, die umfassendste seit 1947. Die Inkraftsetzung soll über einen Zeitraum von drei Jahren gestaffelt werden. Die Reform sieht im wesentlichen eine Reduktion der direkten Steuern für Unternehmen und Haushalte vor. Zur Kompensation des Einnahmehausfalls ist die Einführung einer indirekten Steuer nach dem Muster der europäischen Mehrwertsteuer (in Höhe von vorerst 5%) sowie eine Besteuerung des privaten Sparens geplant.

Die *Bank von Japan* verfolgte mit Rücksicht auf die schwache Konjunktur und die starke Aufwertung des Yen weiterhin eine expansive Geldpolitik, obwohl die Jahreszuwachsrate der Geldmenge $M_2 + CD$ im vierten Quartal mit 8,3% leicht unter dem Wert des Vorquartals lag (8,8%). Ein deutliches Indiz für die liquide Verfassung der Wirtschaft sind die seit der Diskontsatzsenkung vom 1. November rückläufigen Zinsen im kurz- und langfristigen Bereich sowie die kräftigen Kursavancen an der Aktienbörse. Im Februar senkte die Notenbank den Diskontsatz zum fünften Mal seit Anfang 1986 um einen halben Prozentpunkt auf nurmehr 2½%.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985a)	1986a)	1985a)			1986			
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	6,4	2,7	2,5	1,9	2,1	2,5	2,5	2,0	2,3	2,2
BRD	3,0	2,5	2,5	3,7	3,5	2,2	1,7	3,3	2,3	–
Grossbritannien b)	3,0	3,5	–	4,3	3,6	2,4	2,3	1,9	2,4	–
Frankreich b)	1,5	1,4	–	1,5	1,6	2,3	2,2	2,4	–	–
Italien b)	2,8	2,3	–	3,3	1,9	2,3	2,2	2,9	3,0	–
Japan	5,0	4,7	–	4,8	4,9	4,2	3,0	2,5	2,3	–
Schweiz b)	1,8	4,0	–	3,4	3,2	4,0	2,2	2,7	3,2	–

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1986							1987
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	
USA	4,3	3,5	1,9	1,6	1,6	1,3	1,7	1,5	1,3	1,1	1,4
BRD	2,4	2,2	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-0,5	-0,9	-1,2	-1,1	-0,8
Grossbritannien	5,0	6,1	3,4	2,8	2,6	3,4	3,0	3,0	3,5	3,7	3,9
Frankreich	7,6	5,8	2,7	2,4	2,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	3,0
Italien	10,8	8,6	–	6,4	5,9	4,7	5,9	5,1	4,6	4,3	4,5
Japan	2,3	2,1	0,6	0,9	0,2	-0,3	0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1
Schweiz	2,9	3,4	0,8	0,8	0,6	0,1	0,6	0,4	-0,1	0,0	0,7

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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

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

	1984	1985a)	1986a)	1985a)			1986a)				
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	-106,5	-117,7	–	-26,1	-27,7	-28,5	-33,7	-34,0	-34,7	-36,3	–
BRD	7,1	13,7	37,6	2,0	3,1	4,4	4,3	8,1	8,3	11,7	9,5
Grossbritannien	2,1	4,6	-1,3	-0,5	1,8	1,5	1,3	0,8	0,5	-1,3	-1,1
Frankreich	-0,8	0,2	3,5	-0,6	0,3	0,0	0,6	1,1	0,3	1,2	0,9
Italien b)	-4,2	-3,6	–	2,3	0,7	1,3	-2,2	-2,1	0,2	–	–
Japan	34,8	49,2	86,0	9,4	12,2	12,1	15,6	15,6	21,8	23,8	24,4
Schweiz b)	4,4	5,5	7,4	1,6	1,1	1,1	1,7	2,2	1,6	1,4	2,2

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Die günstige Konjunktorentwicklung in der Schweiz hielt auch im dritten Quartal 1986 an. Das Jahreswachstum des realen Bruttoinlandprodukts beschleunigte sich von 2,7% im zweiten Quartal auf 3,2%.

Obwohl der private Konsum nach wie vor kräftig zunahm, verlagerten sich die Wachstumsimpulse im dritten Quartal zu den Investitionen. Dabei stiegen besonders die Ausrüstungsinvestitionen kräftig; gegenüber 1985 erhöhte sich ihre Zuwachsrate im Verlaufe des Jahres 1986 sogar noch leicht. Auch bei den Bauinvestitionen zeichnet sich – nach einer Phase der Stagnation – ein höheres Wachstum ab. Zudem beschleunigte sich der Lageraufbau, was mit grosser Wahrscheinlichkeit jedoch nur zum Teil freiwillig geschah. Die Entwicklung der Detailhandelsumsätze deutet auf eine weitere kräftige Zunahme des privaten Konsums im vierten Quartal hin. Die realen Exporte bewegten sich auf hohem Niveau; auf saisonbereinigter Basis schwächte sich ihr Wachstum jedoch deutlich ab. Das kräftige Wachstum der Importe hielt auch im zweiten Halbjahr 1986 an.

Die industrielle Produktion nahm im dritten Quartal erneut deutlich zu. Dennoch begann sich das Geschäftsklima infolge der Dollarabschwächung zu verschlechtern. Insbesondere die stark exportorientierten Unternehmen schätzten ihre Auftragslage zunehmend schwächer ein und beklagten sich über allzu grosse Fertigfabrikatelager. Gemäss der KOF-Konjunkturumfrage bildete sich die Kapazitätsauslastung im vierten Quartal etwas zurück.

Die Zinssätze am Eurofrankenmarkt tendierten auch im letzten Quartal des Jahres 1986 nach unten. Der vorübergehende Zinsanstieg im Laufe des Monats Dezember stand im Zusammenhang mit dem Jahresresultimo und entsprach dem üblichen Muster. Im Anschluss an den Ultimo bildeten sich die Sätze wieder zurück. Die bereinigte Notenbankgeldmenge nahm im vierten Quartal um 2,8% zu (3. Quartal: 1,9%).

Der handelsgewichtete nominelle und reale Ausserwert des Schweizer Frankens schwächte sich im vierten Quartal im Vergleich zum Vorquartal leicht ab. Im Januar wertete sich vor allem die amerikanische Währung markant ab, während die D-Mark/Franken-Relation stabil blieb.

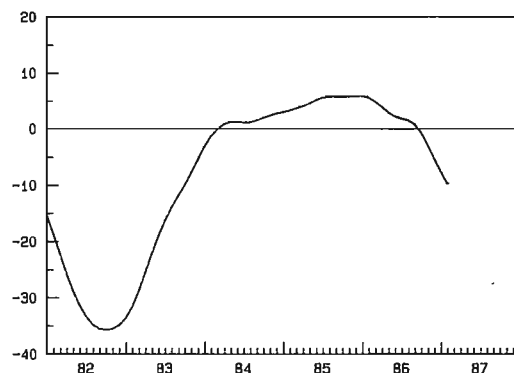
Die Jahresteuersatzrate betrug im vierten Quartal nur noch 0,1%. Dabei stiegen die Preise der Inlandgüter um 2,7%; bei den Auslandsgütern ergab sich ein Rückgang von 6,2%. Im Durchschnitt des Jahres 1986 lag der Konsumentenpreisindex um 0,8% über dem Vorjahresstand. Der Grosshandelspreisindex sank im vierten Quartal 1986 gegenüber dem Vorjahr um 5,2%.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

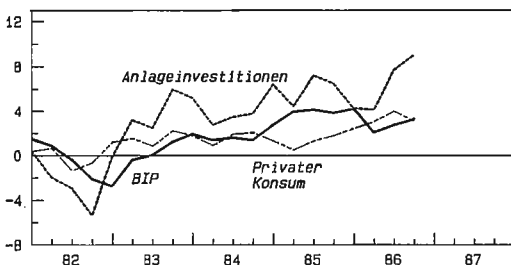
Das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts beschleunigte sich im dritten Quartal auf 3,2% (2. Quartal: 2,7%). Die stärksten Wachstumsimpulse gingen dabei von den Investitionen (Anlage- und Lagerinvestitionen) aus. Der in den Vor-

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

quartalen dominierende Einfluss des privaten Konsums schwächte sich hingegen etwas ab.

Die Industrieproduktion lag im dritten Quartal 1986 um 8% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Dieses Ergebnis ist auf das starke Produktionswachstum in der Maschinen- und Apparateindustrie zurückzuführen (21%). Trotz des hohen Produktionsniveaus verschlechterte sich jedoch im Verlaufe des zweiten Halbjahres 1986 das Geschäftsklima in der Industrie deutlich. Gemäss den von der KOF-ETH durchgeführten Konjunkturumfragen stuften mehr Befragte die Auftragsbestände als zu tief und die Fertigfabrikatelager als zu hoch ein. Die Kapazitätsauslastung sank im vierten Quartal um einen halben Prozentpunkt. Auch der Anteil der Überzeit an den geleisteten Arbeitsstunden nahm ab.

Die Auftragseingänge in der Industrie lagen im dritten Quartal um 5% über dem Vorjahresstand. Dabei stiegen die Ausland- und Inlandaufträge etwa im gleichen Rhythmus. Durch den starken Anstieg der Produktion blieben die Auftragsbestände auf dem Vorjahresniveau, und die Fertigfabrikatelager nahmen zu. Gemäss der KOF-Konjunkturumfrage rechnen die Unternehmer in den kommenden Monaten nur noch mit einem leichten Anstieg der Auftragseingänge und der Produktion.

Privater Konsum

Der reale private Konsum lag im dritten Quartal um 3% über dem entsprechenden Vorjahres-

wert. Er blieb damit eine wichtige Konjunkturstütze, verlor aber im Vergleich zur Vorperiode etwas an Dynamik.

Im vierten Quartal setzte sich das Wachstum des privaten Konsums fort. Die realen Detailhandelsumsätze erhöhten sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 3,9%. Das Volumen der Konsumgüterimporte stieg um 3,8%; dabei entwickelten sich die Fahrzeugeinfuhren als einzige Gütergruppe im Vergleich zum Vorjahresniveau rückläufig. Die Konsumentenumfrage des Biga vom Oktober 1986 weist nach wie vor auf ein günstiges Konsumklima hin. Für das erste Quartal 1987 rechnet der Detailhandel mit weiter zunehmenden Umsätzen.

Der inländische Tourismus belebte sich im vierten Quartal. Die Zahl der Logiernächte schweizerischer Gäste in Hotelbetrieben lag um 2,8% über dem Vorjahresstand. Dagegen sanken die Buchungen ausländischer Besucher gegenüber dem Vorjahr um 2,9%. Wie in den beiden Vorquartalen vermochte die höhere Nachfrage aus den europäischen Ländern – vor allem der Bundesrepublik Deutschland – den starken Rückgang der amerikanischen Gäste nicht auszugleichen. Insgesamt verminderte sich die Zahl der Logiernächte gegenüber dem vierten Quartal 1985 geringfügig.

Investitionen

Das rasche Wachstum der Anlageinvestitionen setzte sich im dritten Quartal fort. Während die Ausrüstungsinvestitionen um fast 20% höher lagen als vor Jahresfrist, stieg die Bautätigkeit um 3,5%.

Im vierten Quartal wuchsen die Investitionsgüterimporte real nur noch um 5,8% (Vorquartal: 21%). Diese Abschwächung ist auf den Rückgang der Nutzfahrzeugimporte zurückzuführen. Bereinigt um diese Gütergruppe stiegen die Importe von Ausrüstungsgütern mit 15,5% etwa im gleichen Ausmass wie in den Vorquartalen, was auf eine unverändert kräftige Investitionstätigkeit hindeutet.

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1986	1985		1986			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real	7,3	3,6	8,7	14,5	10,4	13,8	13,1	17,3	21,7	5,8
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	7,2	-6,4	-15,0	3,3	11,8	-22,8	-4,0	16,4	-2,7	4,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	-0,3	13,6	1,3	8,9	-2,4	-10,1
Geplante industrielle Bauten ¹										
Raumvolumen	17,4	-8,0	34,4	-	-7,7	96,4	29,5	20,6	99,4	-27,1
Anzahl Projekte	11,8	31,5	12,6	-	2,2	16,5	12,9	-3,7	24,7	-10,6

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

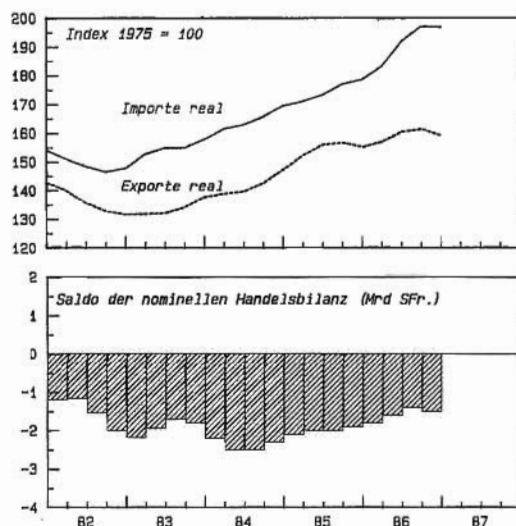
Das Wachstum der realen Bauinvestitionen beschleunigte sich im dritten Quartal. Der gewerblich-industrielle Bau bildete nach wie vor die wichtigste Stütze. Während der Wohnungsbau weiter schrumpfte, belebte sich der öffentliche Bau, namentlich der Tiefbau. Gemäss der Entwicklung des Auftragseingangs dürften sich diese drei Bausektoren auch weiterhin unterschiedlich entwickeln. Im dritten Quartal lag der Bestellungseingang im Bauhauptgewerbe insgesamt um 9,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand, wobei dem kräftigen Anstieg im gewerblich-industriellen und im öffentlichen Bau ein Rückgang der Nachfrage nach Wohnbauten gegenüberstand. Gemessen an den geplanten Bauvorhaben setzte sich das Wachstum der Bauinvestitionen im vierten Quartal fort.

Aussenhandel und Bilanz der laufenden Transaktionen

Das Wachstum des Aussenhandelsvolumens verlangsamte sich im vierten Quartal 1986. Die realen Ausfuhren wuchsen im Vergleich zur Vorjahresperiode lediglich um 0,8%. Überdurchschnittlich stiegen weiterhin die mengenmässigen Exporte von Investitionsgütern, während die Lieferungen von Konsumgütern gegenüber der Vorjahresperiode sanken. Trotz des Rückgangs der Konsumgüterexporte insgesamt verzeichnete die Textil- und Bekleidungsindustrie einen kräftigen Zuwachs ihrer Lieferungen ins Ausland. Auch die realen Einfuhren flachten sich im vierten Quartal 1986 deutlich ab. Sie übertrafen den

Vorjahresstand nur noch um 3,5% (Vorquartal: 11,4%). Die Investitionsgüterimporte nahmen nach wie vor kräftig zu, während das Jahreswachstum der Energieimporte von real 11,4% im dritten Quartal auf 2,1% im vierten Quartal zurückging.

Ein ähnliches Bild ergeben die Aussenhandelszahlen für das Jahr 1986 insgesamt. Die realen Exporte stiegen um 2,1%, während sie im Jahre 1985 um 9,1% zugenommen hatten. Die realen

Grafik 11: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1986a)	1985		1986a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Reale Ausfuhr	0,0	6,4	9,1	2,1	7,7	6,4	0,9	3,3	4,4	0,8
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	6,5	9,8	7,9	0,8	8,5	4,1	-0,4	3,0	0,3	0,4
Investitionsgüter	-4,0	3,1	10,7	6,5	12,1	10,4	5,7	7,3	11,3	4,4
Konsumgüter	-2,7	6,4	8,8	-1,7	1,9	4,3	-2,5	-1,1	1,4	-3,3
Ausfuhrpreise	2,4	4,5	1,9	-0,7	2,2	0,8	0,4	1,0	-1,7	-3,2
Reale Einfuhr	4,8	7,3	5,2	8,2	7,7	4,5	6,1	11,9	11,4	3,5
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	4,9	10,1	7,6	3,7	7,9	4,6	0,8	6,7	5,8	1,4
Investitionsgüter	7,3	3,6	8,7	14,5	10,4	13,7	13,1	17,3	21,7	5,8
Konsumgüter	1,0	9,6	2,5	9,0	3,8	0,8	5,4	14,7	12,7	3,8
Einfuhrpreise	-0,8	4,0	4,7	-9,4	1,1	0,9	-6,0	-10,1	-11,6	-9,4

a) provisorische Werte

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

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

	1983	1984	1985a)	1986*)	1985a)		1986*)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Warenexporte	55,8	62,9	69,1	69,2	16,2	18,6	16,6	18,1	16,5	18,0
Spezialhandel	53,7	60,7	66,6	67,0	15,6	18,0	16,0	17,5	16,0	17,5
Übrige Warenexporte ²	2,1	2,3	2,4	2,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Dienstleistungsexporte	16,0	17,6	20,0	20,5	6,2	4,1	5,5	4,9	6,0	4,2
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	23,4	27,7	28,7	28,4	7,1	6,9	7,2	7,1	7,2	7,0
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,0	2,2	2,5	2,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Total Einnahmen	97,2	110,4	120,2	120,9	30,1	30,2	30,0	30,8	30,4	29,9
Warenimporte	63,6	71,9	77,8	76,3	18,8	19,9	19,1	20,0	18,4	18,9
Spezialhandel	61,1	69,0	74,8	73,5	18,1	19,0	18,3	19,2	17,8	18,1
Übrige Warenimporte ²	2,6	2,9	3,0	2,8	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7
Dienstleistungsimporte	8,2	9,2	10,2	10,4	4,0	2,0	1,5	2,7	4,1	2,1
Faktoreinkommen an das Ausland ³	13,4	14,9	15,0	15,9	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,9	4,1	4,5	4,8	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2
Total Ausgaben	89,1	100,2	107,4	107,4	27,7	26,8	25,6	27,9	27,9	26,3
Saldo der laufenden Transaktionen	8,1	10,2	12,8	13,5	2,4	3,4	4,3	2,9	2,6	3,7

a) provisorisch

*) vorläufige Schätzung

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

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Einfuhren nahmen dank der wechselkurs- und erdölbedingten Verbilligung importierter Güter im Jahre 1986 um 8,2% zu (Vorjahr: 5,2%), obwohl sich das Wachstum im vierten Quartal markant abschwächte.

Das Handelsbilanzdefizit stieg im vierten Quartal saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode, blieb aber deutlich unter seinem Vorjahreswert. Über das ganze Jahr genommen verkleinerte sich das Handelsbilanzdefizit auf 6,5 Mrd. Franken (1985:

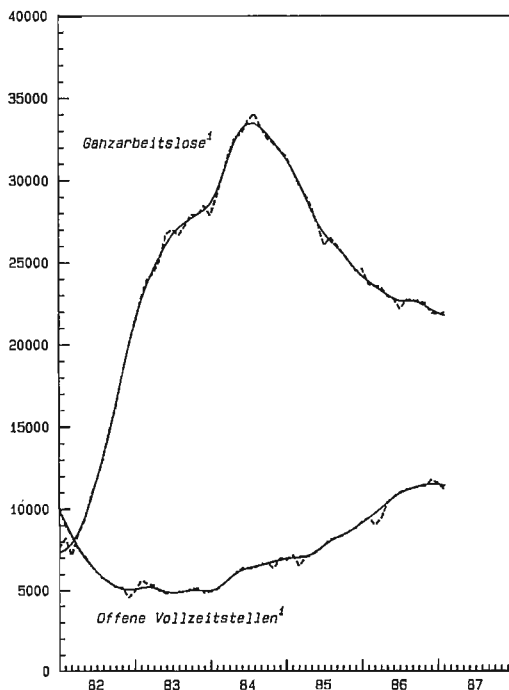
8,1 Mrd.); die wertmässige Entwicklung des Aussenhandels lief somit der mengenmässigen entgegen.

Die Bilanz der laufenden Transaktionen mit dem Ausland (Leistungsbilanz) ergab im vierten Quartal einen Aktivsaldo von 3,7 Mrd. Franken (2,3 Mrd. im Vorquartal) und blieb damit im Rahmen des Vorjahresergebnisses. Für das Jahr 1986 insgesamt schloss die laufende Bilanz nach vorläufigen Schätzungen mit einem Überschuss von 13,5 Mrd. Franken ab, was gegenüber dem Vorjahr einen Zuwachs von 0,7 Mrd. bedeutet. Zur Ausweitung des Überschusses trug die Verminderung des Handelsbilanzdefizits wesentlich bei, während der traditionelle Aktivsaldo bei den Faktoreinkommen um 1,2 Mrd. Franken abnahm.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal weiter zu. Insgesamt lag sie um 1,2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Anders als in den Vorquartalen stieg die Beschäftigung in der Industrie (0,7%) deutlich langsamer als im Dienstleistungssektor (1,6%). Im Bauhauptgewerbe lag der Personalbestand unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Innerhalb der Industrie wiesen die stark exportabhängigen Konsumgüterbranchen – die Uhrenindustrie, die Bekleidungsindustrie und die Textilindustrie – einen

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Beschäftigungsrückgang auf. Demgegenüber wurde der Personalbestand in der Investitionsgüterindustrie weiter erhöht; die Maschinenindustrie wies dabei erneut den stärksten Zuwachs

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1983	1984	1985	1986	1986						1987
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Index der Beschäftigten ¹	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,2	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9
Ganzarbeitslose ³	26 288	32 061	27 025	22 770	22 142	19 876	22 114	20 255	22 133	23 954	26 583
Kurzarbeiter ³	48 930	11 231	2 133	2 058	1 290	1 121	3 678	3 606	4 098	3 330	4 430
Offene Vollzeitstellen ³	5 084	6 269	7 898	10 734	11 068	11 797	10 815	11 548	11 244	9 654	9 990

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

² Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1980 (3 091 694 Erwerbspersonen)

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitts aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

auf. Die Beschäftigungsaussichten wurden in der Industrie leicht schlechter, im tertiären Sektor dagegen etwas besser beurteilt.

Die Zahl der Arbeitslosen veränderte sich im vierten Quartal kaum, während jene der Kurzarbeiter deutlich über dem Vorjahresstand lag. Die Zahl der offenen Stellen nahm weiterhin zu.

Preise und Löhne

Der Konsumentenpreisindex lag im Durchschnitt des Jahres 1986 um 0,8% über dem Vorjahresstand. Seit 1959 wurden keine so tiefen Werte mehr gemessen. Die Teuerungsrate verminderte sich im Laufe des Jahres 1986 kontinuierlich und betrug im vierten Quartal nur noch 0,1%. Die Preise der Inlandgüter stiegen dabei im letzten Quartal 1986 um durchschnittlich 2,7%, während sich die Auslandgüter um 6,2% verbilligten. Der Erdölpreiserfall und die Höherbewertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar trugen wesentlich zum Rückgang der Teuerungsrate bei. Im Januar 1987 stieg der Konsumentenpreisindex um 0,6% gegenüber dem Vormonat, was auf den deutlichen Anstieg des Teilindex Heizung und Beleuchtung zurückzuführen ist. Innert Jahresfrist erhöhte sich das Preisniveau um 0,7%.

Auf der Grosshandelsstufe sanken sowohl die Preise der Inland- (-2,3%) als auch der Ausland-

güter (-12,4%). Insgesamt ergab sich im vierten Quartal ein durchschnittlicher Rückgang des Grosshandelspreisindex von 5,2%.

Nach Berechnungen des Biga lagen die Arbeitnehmerverdienste im vierten Quartal um 3,4% über ihrem Vorjahresstand. Unter Berücksichtigung der Entwicklung der Konsumentenpreise ergab sich damit ein Reallohnzuwachs von 3,3%.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal um 2,8% (3. Quartal: 1,9%) und im Januar 3,9% über den Vorjahreswerten. Diese Entwicklung, die den Absichten der Nationalbank entspricht, ist in erster Linie auf eine Zunahme des Notenumlaufs zurückzuführen, der als Folge der zweijährigen Steuerveranlagung am Ende von geraden Jahren vergleichsweise kräftig steigt. Die Jahreszuwachsrate des Notenumlaufs betrug im vierten Quartal 1986 2,6% gegenüber lediglich 0,3% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Giroguthaben lagen in den letzten drei Monaten des Jahres 1986 ebenfalls um 2,5% über dem Vorjahresstand. Im Durchschnitt des Jahres 1986 stieg die bereinigte Notenbankgeldmenge um 2%; dies entspricht dem Ende 1985 festgelegten Ziel.

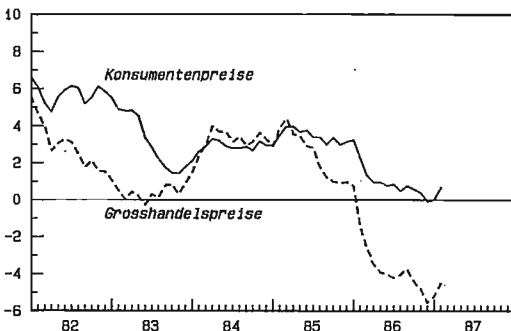
Die Zuwachsraten der weiter gefassten Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 blieben im vierten Quartal weitgehend stabil; die Wachstumsraten beliefen sich auf 4,3%, 7,6% bzw. 7,8%.

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Zinssätze am Eurofrankenmarkt, die sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1986 stark verringert hatten, stiegen vor dem Jahresresultimo vorübergehend wieder an. Der Grund lag vor allem in Zinsschlägen auf dem Eurodollarmarkt, die

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 6: Die bereinigte Notenbankgeldmenge (BNBGM) und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1985 4. Q.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1. Q.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2. Q.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3. Q.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4. Q.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1986 Oktober	23 710	2,2	8426	1,0	473	31 663	2,1
1986 November	23 888	2,2	8493	2,3	401	31 980	2,5
1986 Dezember	25 935	3,4	9405	4,3	910	34 430	3,7
1987 Januar	25 133	3,8	8478	- 1,0	285	33 326	3,9
1987 Februar	24 336	2,8	8181	5,2	430	32 087	2,7

¹ Durchschnitt aus Monatswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 ^r	2,6	5,6	6,2
1985 ^r	0,1	7,3	4,8
1986 ²	4,6	6,3	6,9
1985 3. Q.	0,4	7,1	4,3
1985 4. Q.	1,8	6,2	5,1
1986 1. Q. ²	4,1	4,8	5,7
1986 2. Q. ²	5,0	4,9	6,3
1986 3. Q. ²	4,9	7,8	7,7
1986 4. Q. ²	4,5	7,7	7,9
1986 Oktober ²	6,3	7,2	7,8
1986 November ²	4,4	7,4	7,9
1986 Dezember ²	2,7	8,6	7,9
1987 Januar ²	5,5	8,6	7,9

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsdaten; bis 1985 ohne Fürstentum Liechtenstein, ab 1986 mit Fürstentum Liechtenstein.

^r revidiert

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

den Satz für Ultimogeld während kurzer Zeit auf über 100% hinauftrieben. Nachdem sich die Lage am Eurodollarmarkt wieder beruhigt hatte, konnte der Ultimo bei Girobeständen von 14,9 Mrd. Franken (Vorjahr 14,1 Mrd.) und einem Tagesgeldsatz von 60% weitgehend reibungslos abgewickelt werden.

Gemessen am Dreimonatssatz für Eurofrankeneinlagen fiel das Zinsniveau zwischen Ende Oktober 1986 und Ende Januar 1987 um rund ¼ Prozentpunkt auf 3½%. Parallel dazu verringerten die Grossbanken am 8. Januar und 4. Februar ihre Vergütungen auf Festgeldern um insgesamt ¼ bis ½ Prozentpunkt auf 3% für Laufzeiten von 3–8 Monaten und 3¼% für 9–12 Monate.

In Abstimmung mit der Deutschen Bundesbank setzte die Nationalbank mit Wirkung ab 23. Januar 1987 ihre Diskont- und Lombardsätze um einen halben Prozentpunkt auf 3½% bzw. 5% herab. Es handelte sich um die erste Anpassung der offiziellen schweizerischen Sätze seit 1983. Die Eurofrankensätze blieben in der Folge nahezu unverändert, während die deutschen Zinssätze auf die Massnahmen der Bundesbank reagierten. Dies hängt damit zusammen, dass in Deutschland die Geldmengensteuerung weitgehend über Veränderungen der Zinsen geschieht und daher von den offiziellen Sätzen eine Signal-

wirkung ausgeht. Die Zinsunterschiede zwischen der Schweiz und Deutschland verringerten sich somit leicht.

Die Girobestände der Banken bei der Nationalbank betragen zwischen November 1986 und Januar 1987 durchschnittlich 8,8 Mrd. Franken. Sie lagen damit um 1,9% über dem Vorjahresstand. An den Monatsenden belief sich der entsprechende Zuwachs auf rund 4,2%. Die Beanspruchung des Diskont- und Lombardkredits durch die Banken war an allen Monatsenden so stark, dass die Nationalbank fällige Swaps teilweise nicht erneuerte.

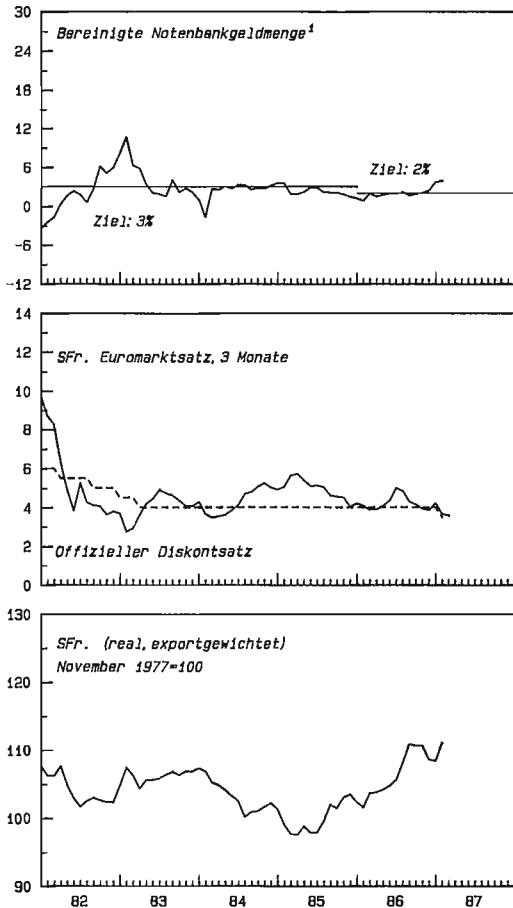
Devisenmarkt

Von den sechs für die schweizerische Wirtschaft wichtigsten Währungen zeigten der amerikanische Dollar, der japanische Yen und die italienische Lira im Laufe der Monate November bis Februar eine leicht rückläufige Tendenz der Frankenpreise, während die Kurse des französischen Frankens, der D-Mark und des britischen Pfunds praktisch stabil blieben. Im Mittel der Monate November bis Februar wurde für den amerikanischen Dollar im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode rund 21% weniger bezahlt. Im Januar fiel der Dollar sogar unter Fr. 1.50.

Das britische Pfund notierte rund 60 Rappen tiefer als in der Vorjahresperiode, während die durchschnittlichen Kurse der D-Mark, des französischen Frankens, des japanischen Yen und der italienischen Lira im Vergleich zur Vorjahresperiode ungefähr gleich blieben.

Real wertete sich der Schweizer Franken im vierten Quartal 1986 im Vergleich zum Vorjahresquartal weiterhin sehr stark gegenüber dem amerikanischen Dollar (26,4%) und dem britischen Pfund (25%) auf. Gegenüber den anderen wichtigen Währungen kam hingegen die reale Aufwertung mehr oder weniger zum Stillstand. Deshalb wertete sich der mit den Ausfuhranteilen gewichtete reale Frankenkurs im vierten Quartal im Vergleich zur Vorjahresperiode nur noch um 6% auf. Im dritten Quartal 1986 hatte die reale Aufwertung 8,7% betragen.

Grafik 14: Schweiz

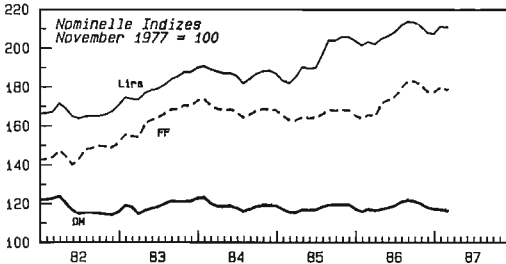
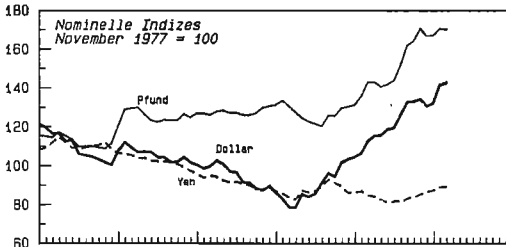


¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; Ziele: durchschnittliches Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber Vorjahr

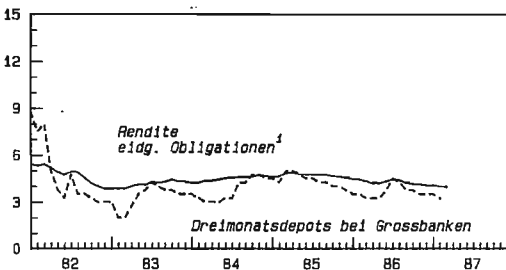
Kapitalmarkt

Nachdem die Couponsätze und Renditen am Anleihensmarkt bis Mitte Oktober leicht gesunken waren, konsolidierte sich die Lage im November und Dezember. Zu Beginn des neuen Jahres gaben die Renditen erneut nach; obwohl verschiedene inländische Schuldner ihre Anleihebeträge erhöhten, erfolgte in der Regel eine Zuteilung auf gekürzter Basis.

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz



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

Gemessen an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen fiel das Renditeniveau am Sekundärmarkt im Januar um rund $\frac{1}{10}$ Prozentpunkt. Seit Dezember senkten die Gross- und Kantonalbanken ihre Vergütungen auf Kassenobligationen in zwei Schritten um insgesamt $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf 4–4½% je nach Bank und Laufzeit.

Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obliga-

tionenanleihen und Aktienemissionen betrug im vierten Quartal 1986 14,9 Mrd. Franken (1.–4. Quartal 1986: 61,5 Mrd.). Der Anteil der inländischen Schuldner machte dabei 21% (28%) aus. Im Inlandbereich wurden im gleichen Zeitraum Konversionen im Umfang von 0,04 Mrd. (0,8 Mrd.) und Rückzahlungen von 1,1 Mrd. (5,4 Mrd.) vorgenommen, so dass sich die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Schuldner auf 2,0 Mrd. (11,0 Mrd.) belief.

Kapitalexport

Im vierten Quartal 1986 gingen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte gegenüber dem Vorjahresquartal um rund 9% auf 13,0 Mrd. Franken zurück. Während sich das Volumen der Anleihsenemissionen nur wenig reduzierte, fielen die Kredite auf 1,3 Mrd. zurück. Der Anteil der Kredite am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport betrug noch knapp 10%, gegenüber 15% im Vorjahresquartal. 30% des Emissionsvolumens entfielen auf Instrumente mit Eigenkapitalbezug.

Die Nationalbank bewilligte im Jahre 1986 Kapitalexportgeschäfte im Gesamtbetrag von 52,5 Mrd. Franken, was gegenüber dem Volumen des Vorjahres von 46,1 Mrd. eine Zunahme von 14% bedeutet; 1985 hatte die Wachstumsrate dieses Kapitalmarktsegmentes ebenfalls 14% betragen. Vor allem die starke weltweite Nachfrage nach Geldkapital sowie die strukturellen Verschiebungen im Spektrum der Finanzierungsinstrumente dürften für das neuerliche Rekordvolumen bewilligter Kapitalexperte verantwortlich sein. Der Anteil der Kredite am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport sank dabei auf 16%. Dem Rückgang der Exportkredite von 35,0% und demjenigen der Finanzkredite von 9,4% stand eine Zunahme der Anleihen und Notes von 21,6% gegenüber.

Die Aufgliederung des bewilligungspflichtigen Kapitalexperts nach Länder- bzw. Schuldnergruppen zeigt eine weitere Verlagerung des Schwergewichts auf die Industrieländer, die 1986 rund 86% absorbierten, gegenüber rund 80% im Vorjahr. Nach wie vor überragende Bedeutung kommt der Mittelaufnahme japanischer

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 268,6	7 023,3	1 260,1	52 552,0
1985 1. Q.	9 416,6	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2. Q.	7 150,4	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3. Q.	7 750,9	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4. Q.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1. Q. ²	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2. Q. ²	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3. Q. ²	8 831,8	2 705,7	144,6	11 682,1
1986 4. Q. ²	11 768,2	1 186,1	75,6	13 029,9

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen, vgl. Quartalsheft Nr. 2, Juni 1986, S. 137

² provisorisch

Schuldner zu, gefolgt von amerikanischen und kanadischen Schuldnern. Der Anteil der Entwicklungsländer fiel 1986 unter die bereits sehr tiefen 5% des vorangegangenen Jahres. 4% des gesamten Kapitalexports entfielen auf Staatshandelsländer und OPEC-Staaten, die restlichen 7% auf internationale Entwicklungsinstitutionen (vor allem die Weltbank).

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzentwicklung der 71 Banken stand im vierten Quartal 1986 im Zeichen der weiter rückläufigen Zinssätze und des im Vorjahresvergleich tieferen Dollarkurses. Ende Dezember betrug das Jahreswachstum der Bilanzsumme 10,3%; unter Berücksichtigung eines konstanten Dollarkurses sogar 14,8%.

Die Wachstumsrate des Kreditvolumens lag mit 7,5% über dem Vorjahresstand. Bei den Inlandkrediten ist eine seit mehreren Monaten kaum veränderte Rate von 9% zu verzeichnen. Während die Kreditausweitung bei den Hypotheken mit 9,5% den letztjährigen Satz übertraf, lagen die Wachstumsraten der Debitoren (8,4%) wie auch der Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften (-4,2%) unter den Vorjahreswerten.

Auf der Passivseite stieg das Jahreswachstum der Publikumsfelder (Sicht-, Termin- und Spar-

einlagen sowie Kassenobligationen und Obligationen) im vierten Quartal auf 7,2%, was den höchsten Wert seit anderthalb Jahren darstellt. Die Jahreszuwachsrate bei den Termineinlagen blieb im Rahmen des Vorjahres, was vor allem wechselkursbedingt ist, da rund die Hälfte der Termineinlagen auf Dollar lauten. Hingegen lag die Frankenkomponente 16,1% über dem Vorjahresniveau, was auf den deutlichen Rückgang dieser Position im Dezember 1985 (Basiseffekt) zurückzuführen ist. Bei der volumenmässig grössten Franken-Position, den Spar- und Depositengeldern, fallen die seit einem Jahr stetig steigenden Wachstumsraten auf, wobei besonders die Depositengelder stark zunahm (10,2%). Sehr gefragt waren die Kassenobligationen, da ihre Zinssätze nur verzögert an die allgemein sinkenden Zinsen angepasst wurden.

Bei den Treuhandanlagen war auch im vierten Quartal, wie seit einem Jahr, eine negative Wachstumsrate festzustellen. Der Rückgang von 17,4% ist vor allem dem Fremdwährungsgeschäft zuzuschreiben, dessen Anteil rund 80% beträgt. Währungsbedingt nahmen besonders die stark ins Gewicht fallenden Dollaranlagen ab, während die auf Franken lautenden Treuhandgelder um 4,9% stiegen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 6 mars 1987¹

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

Evolution de la conjoncture

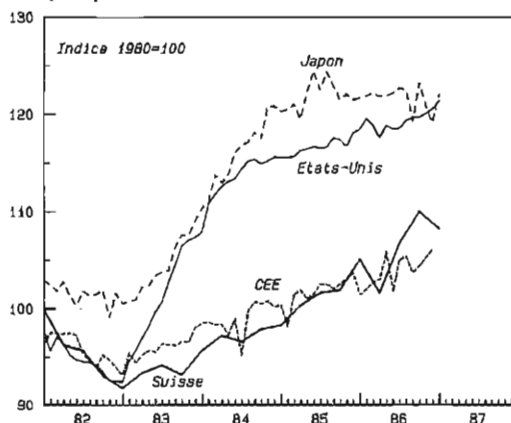
Au quatrième trimestre de 1986, l'essor conjoncturel a faibli légèrement dans l'ensemble des pays de l'OCDE. La demande intérieure, en particulier la consommation privée, est restée cependant vigoureuse. La croissance des exportations a fléchi au Japon et en République fédérale d'Allemagne; aux Etats-Unis en revanche, elle a été nettement plus rapide que celle des importations.

L'évolution de l'emploi n'a pas été homogène. Le taux de chômage a diminué aux Etats-Unis, en République fédérale d'Allemagne, au Royaume-Uni et au Japon, mais augmenté en France et en Italie.

Le taux annuel de renchérissement a continué son mouvement de repli; en décembre, il s'inscrivait à 2,1% en moyenne dans les pays de l'OCDE. La hausse des prix s'est cependant accélérée légèrement au cours des derniers mois de 1986; dans la zone de l'OCDE, les prix à la consommation ont augmenté de plus d'un pour-cent entre août et décembre.

Globalement, l'évolution conjoncturelle est restée marquée par les variations substantielles que la structure des prix internationaux a enregistrée à la suite de l'effondrement des prix pétroliers, au début de l'année, et l'affaiblissement du dollar des Etats-Unis sur les marchés des changes. Les effets bénéfiques de la baisse des prix pétro-

Graphique 1: Production industrielle



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

liers sur les taux d'inflation et sur la demande intérieure des pays industrialisés ont été encore renforcés, en particulier au Japon et en République fédérale d'Allemagne, par l'évolution des cours de change. Dans ces deux pays, la hausse des prix a cessé.

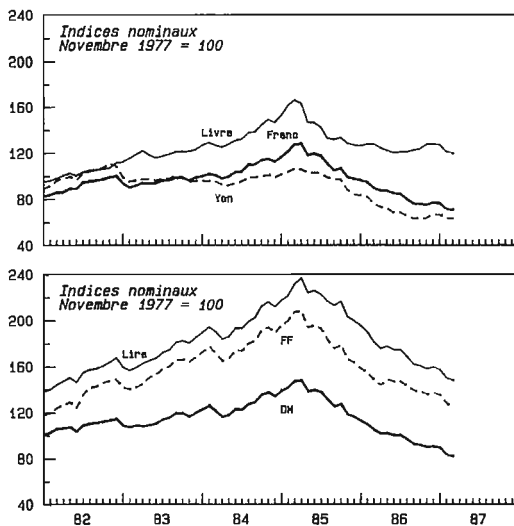
Les effets du recul des prix pétroliers sur l'inflation et sur la croissance de la demande intérieure commencent toutefois à diminuer d'intensité. En outre, la faiblesse du dollar détériore de plus en plus la situation bénéficiaire des entreprises européennes et japonaises, mais renforce nettement, sur le plan des prix, la position des Etats-Unis sur le marché international.

Politique économique

Au quatrième trimestre de 1986, la croissance des agrégats monétaires dans les grands pays industrialisés était soit proche de la limite supérieure des fourchettes fixées par les autorités monétaires, soit nettement au-dessus des objec-

¹ Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1986 et janvier 1987.

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



tifs. Aux Etats-Unis en particulier, le dépassement de l'objectif monétaire a été toléré pour préserver la bonne conjoncture. La politique monétaire a tenu compte davantage des aspects liés aux cours de change en République fédérale d'Allemagne et au Japon.

La politique budgétaire des grands pays industrialisés n'a guère stimulé la conjoncture en 1986. La part du déficit de l'ensemble des collectivités publiques au produit national brut a cessé d'augmenter aux Etats-Unis. Elle est restée stable au Japon et en République fédérale d'Allemagne également. Le déficit global des collectivités publiques s'est accru au Royaume-Uni et en France, mais a diminué fortement en Italie et au Canada.

Marchés des changes

Vers la fin de 1986, le dollar a subi de nouveau des pressions sur tous les principaux marchés des changes. Face au yen japonais, au mark allemand, à la lire italienne et au franc suisse, il s'est inscrit en moyenne, durant les mois de novembre 1986 à février 1987, à des niveaux inférieurs de quelque 20% à ceux qui avaient été

observés un an auparavant. Sa baisse par rapport au franc français a été un peu moins forte puisqu'elle a été de 14%. Seule la livre sterling est restée en moyenne, vis-à-vis du dollar, approximativement au niveau enregistré un an plus tôt.

La faiblesse du dollar et les perturbations qui sont apparues en France ont engendré, vers la mi-janvier, des tensions au sein du Système monétaire européen (SME). Après des interventions massives, en particulier de la Banque de France et de la Banque fédérale d'Allemagne, les participants au SME ont adapté les cours-pivots le 13 janvier 1987. Le mark allemand a été réévalué de 3%, le florin néerlandais, de 2%, et le franc belge, de 2% également; les cours-pivots des autres monnaies du SME ont été maintenus inchangés.

Du quatrième trimestre de 1985 à la période correspondante de 1986, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 13,5% en termes nominaux et de 14,2% en termes réels. La valeur extérieure du yen, pondérée par les exportations, a augmenté de 22,2% en termes nominaux et de 18,4% en termes réels. Les cours réels et pondérés par le commerce extérieur du franc suisse et du mark allemand ont varié dans des proportions moindres, puisque le premier s'est revalorisé de 6% et le second, de 5,5%.

Réunis à Paris le 22 février, les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales des grands pays industrialisés sont convenus d'intensifier leurs efforts de coordination pour éviter à l'avenir de fortes fluctuations des relations de change.

Endettement international

Les problèmes d'endettement de maints pays en développement et pays nouvellement industrialisés se sont aggravés au quatrième trimestre de 1986. Seuls quelques rares pays nouvellement industrialisés – la République de Corée notamment – ont enregistré une croissance économique suffisamment élevée pour assurer le bon déroulement du service de leur dette. En Améri-

que latine, les mesures économiques prises en 1986 n'ont généralement pas eu les résultats escomptés.

Au Brésil, les espoirs soulevés par le plan cruzado ont été largement déçus. Malgré l'introduction d'un contrôle des prix, les tensions inflationnistes n'ont pas faibli. La demande intérieure s'est raffermie fortement sous l'effet du déficit budgétaire élevé, de la politique monétaire expansionniste et de la hausse des salaires réels. Cette évolution, vu le gel des prix, a engendré des pénuries, et le gouvernement a dû abolir le contrôle des prix en deux étapes. Au mois de décembre, le renchérissement annuel atteignait 125% et sa tendance était encore à la hausse. Au cours du seul mois de janvier, les taux d'intérêt à court terme ont doublé, passant à 400%. La détérioration de la situation économique du Brésil a rendu inévitables de nouvelles opérations de rééchelonnement. Le Club de Paris a prolongé les délais pour quelque 4 milliards de dollars de dettes. Pour la première fois, il a ainsi conclu un accord de rééchelonnement avec un pays qui ne s'était pas entendu avec le Fonds monétaire international sur un programme d'assainissement économique. En dépit de cet accord, le Brésil a annoncé le 20 février la suspension, pour une période indéterminée, du service de sa dette à moyen et long terme envers les banques commerciales. Ce moratoire affecte 67 milliards de dollars, soit approximativement les deux tiers du total de la dette brésilienne.

Le Venezuela a subi une forte réduction de ses recettes à l'exportation – près de 85% de celles-ci proviennent des exportations de pétrole –, de sorte que la politique économique, introduite en 1985 en vue de stimuler la croissance économique, s'est traduite par une forte baisse des réserves monétaires. A la fin de 1986, les réserves de devises du pays étaient inférieures de plus de 25% au niveau observé un an auparavant.

Du fait de la chute des prix internationaux de la viande et des céréales, l'Argentine a enregistré elle aussi en 1986 une forte détérioration des termes de l'échange (-13,3%) et, partant, de la balance commerciale. En vue de freiner la baisse des réserves monétaires et de pouvoir poursuivre les efforts de restructuration écono-

mique, l'Argentine a proposé un programme de financement portant sur 3,5 milliards de dollars. Le FMI a accepté d'y participer à concurrence de 1,8 milliard de dollars, à condition que les négociations avec les banques commerciales aboutissent.

Au mois de février, le Mexique a remboursé intégralement le crédit relais de 1,1 milliard de dollars qui lui avait été accordé en août 1986, par plusieurs banques centrales, dans le cadre d'un nouveau programme de financement international.

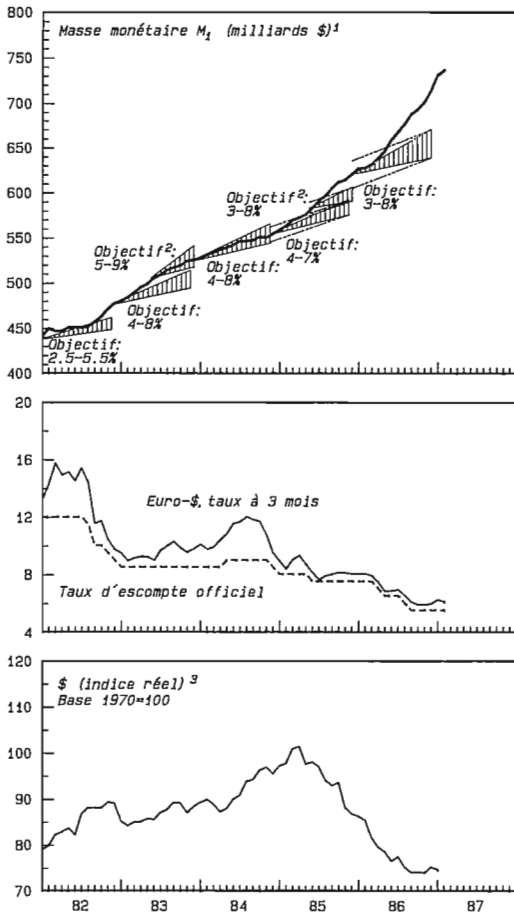
2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

En taux annualisés, la croissance du *produit national brut* des Etats-Unis a passé de 2,8% au troisième trimestre à 1,3% le trimestre suivant; par rapport à 1985, elle s'est chiffrée en moyenne annuelle à 2,5%. Au quatrième trimestre, la consommation privée n'a plus guère stimulé la croissance. En revanche, la consommation du secteur public s'est accrue de 13%, bien que les dépenses militaires aient diminué. Après avoir longtemps freiné l'expansion conjoncturelle, le commerce extérieur a commencé de nouveau à jouer un rôle moteur. La progression des exportations, déjà supérieure à 10% en termes réels au troisième trimestre, s'est encore accélérée, alors que celle des importations ralentissait fortement. Les investissements bruts ont toutefois fléchi de 0,8%, malgré une hausse de 4,8% des investissements en constructions de logements, hausse qui s'explique principalement par le recul des taux d'intérêt.

En termes nominaux, le déficit de la balance commerciale a augmenté fortement en novembre, puis a passé le mois suivant à un niveau inférieur à celui d'octobre. Du troisième au quatrième trimestre, il s'est accru de 4,3 milliards de dollars pour atteindre 42 milliards. Cette hausse, observée en dépit de l'amélioration que le commerce extérieur a enregistrée en volume, est due exclusivement à la dégradation des termes de

Graphique 3: Etats-Unis



¹ Données cvs; objectifs: du 4e trimestre au 4e trimestre suivant (source: Système de Réserve Fédérale); pour 1987, aucun objectif n'a été fixé en terme de M_1

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

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

l'échange. Pour l'ensemble de l'année, le solde passif de la balance commerciale s'est élevé à 169,8 milliards de dollars, soit un montant encore plus élevé que le chiffre record de 1985.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel est tombé, en décembre, à son niveau le plus bas (1,1%). L'évolution d'un mois à l'autre montre toutefois une reprise

de la hausse des prix en novembre et en décembre. Quant au taux de chômage, il a reculé légèrement pour s'établir à 6,7% au quatrième trimestre.

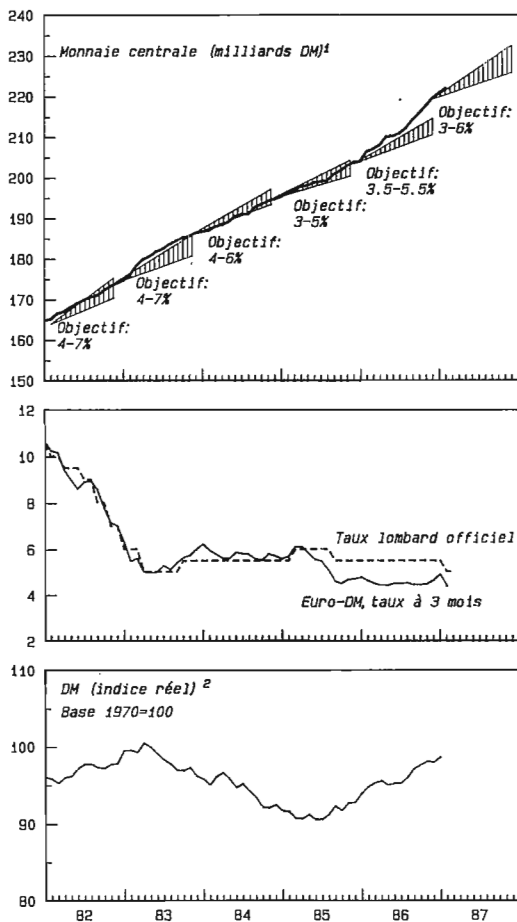
Au quatrième trimestre, la masse monétaire M_1 était en moyenne de 15,3% supérieure à son niveau du trimestre correspondant de 1985; l'objectif de 3 à 8% était donc largement dépassé. Pour ce qui a trait à sa politique monétaire, la *Réserve Fédérale* n'a pas attaché jusqu'à présent une grande importance à cette forte expansion. Lors de l'examen des objectifs, qui a lieu habituellement au milieu de l'année, elle a jugé ce dépassement acceptable, étant donné le ralentissement, inattendu par son ampleur, de la vitesse de circulation de la monnaie et l'évolution de M_2 et de M_3 , qui est conforme à la fourchette choisie. Au quatrième trimestre, ces deux agrégats ont fluctué à la limite supérieure de leur corridor de 6 à 9%. Pour l'année 1987, les autorités monétaires américaines ont ramené entre 5,5 et 8,5% leur objectif en termes de M_2 et de M_3 , mais n'ont fixé aucune fourchette pour la croissance de M_1 .

République fédérale d'Allemagne

Au troisième trimestre, l'économie allemande a continué sa progression à un rythme assez moyen. Le *produit national brut réel* a augmenté de 2,3% par rapport à la même période de 1985. La demande intérieure, qui s'est accrue de 3,6%, a été le seul soutien de la conjoncture. Plus aucune impulsion n'est venue du commerce extérieur. Parmi les composantes de la demande intérieure, la consommation privée a été particulièrement vigoureuse. La construction et les dépenses publiques ont elles aussi contribué à la croissance. Après avoir fortement augmenté au deuxième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont toutefois marqué un recul.

L'essor conjoncturel a faibli durant les derniers mois de 1986. La production industrielle a baissé de 0,5% du troisième au quatrième trimestre. Le chiffre d'affaires du commerce de détail et les entrées de commandes de l'industrie ont diminué également.

Graphique 4: 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)

Selon des estimations provisoires de l'Office fédéral allemand de la statistique, la croissance moyenne du produit national brut réel s'est inscrite à 2,5% en 1986, soit approximativement au même taux que l'année précédente. L'essor économique, qui dure depuis 1983, s'est donc poursuivi. La demande intérieure, qui a enregistré sa plus forte progression depuis 1979 - 3,8% en 1986, contre 1,5% en 1985 -, est devenue le principal moteur de la conjoncture, à la place des exportations.

La consommation privée, dont l'expansion a passé de 1,8% en 1985 à 4,1% l'année suivante, a contribué de manière décisive au renforcement de la demande intérieure. Les consommateurs ont bénéficié d'une forte progression de leur revenu disponible. Estimée à près de 6%, cette progression peut être attribuée essentiellement aux augmentations de salaires, aux allègements fiscaux et à la baisse des prix des marchandises importées. Les investissements en constructions, qui avaient fléchi de 6,2% en 1985, ont augmenté de 1,9%. Par contre, la croissance des investissements en biens d'équipement a diminué de moitié pour s'inscrire à 4,6%.

Les plus récentes estimations disponibles font état d'un nouvel excédent record de la balance commerciale en 1986. Le solde actif a atteint en effet 112 milliards de marks, contre 73 milliards en 1985. Cette vive progression reflète avant tout l'amélioration des termes de l'échange. Les prix des biens importés ont fléchi de 16%, et ceux des marchandises exportées, de 3,4% seulement. Par rapport à l'année précédente, les importations de marchandises ont de ce fait diminué de 11% en valeur, bien qu'elles aient augmenté de 6,5% en volume; quant aux exportations, elles ont fléchi de 2% en valeur, mais progressé de 1,5% en volume. On peut noter également que la valeur des importations pétrolières s'est réduite de plus de moitié pour s'inscrire à 17 milliards de marks. D'une année à l'autre, l'excédent de la balance courante a doublé, passant à 78 milliards de marks.

En 1986, l'emploi a augmenté de 1% environ, de sorte que le taux de chômage a reculé de 9,3% à 9%, enregistrant ainsi sa première diminution depuis 1979. L'examen des derniers chiffres montre toutefois que cette évolution favorable ne devrait pas continuer.

Grâce en particulier à la baisse des prix des marchandises importées, le taux d'inflation a continué son mouvement de repli. En moyenne, l'indice des prix à la consommation a diminué de 0,1% d'une année à l'autre.

Selon des calculs provisoires, les comptes de l'Etat fédéral se sont soldés par un déficit de 23 milliards de marks. L'excédent de dépenses n'a

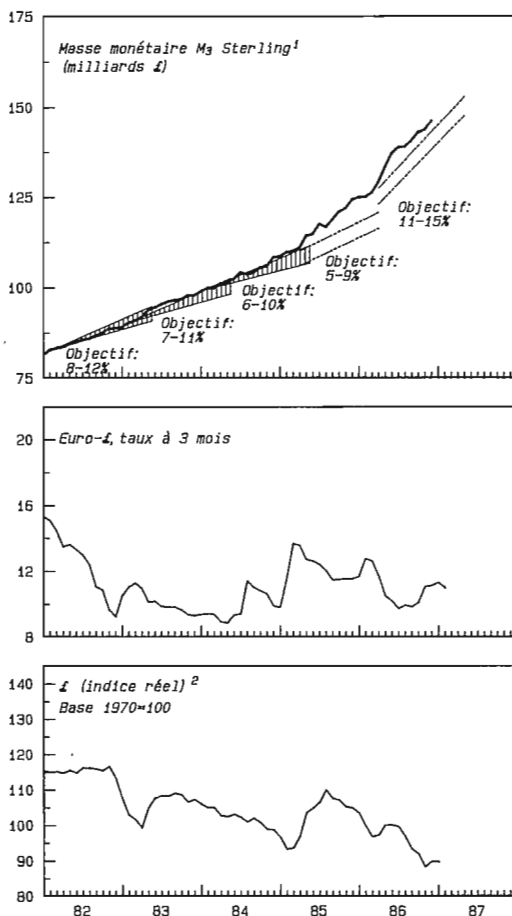
augmenté que faiblement par rapport à l'année précédente, bien que la première tranche du programme d'allègements fiscaux soit entrée en vigueur au cours de 1986.

Au quatrième trimestre, la croissance de la monnaie centrale est restée forte; par rapport à la période correspondante de 1985, elle s'est chiffrée à 7,8%, un rythme nettement supérieur à l'objectif de 3,5 à 5,5%. Au mois de décembre, la masse monétaire M_1 dépassait de 7,5% son niveau du même mois de 1985; pour M_2 et M_3 , les taux annuels d'expansion s'inscrivaient à 6% et à 7% respectivement. La forte croissance des agrégats répondant aux définitions les plus étroites est due en partie au fait que le public a souhaité détenir, dans une mesure inattendue, des actifs financiers liquides. Les interventions massives qui ont été effectuées sur les marchés des changes expliquent aussi le dépassement de l'objectif. Les tensions apparues au sein du Système monétaire européen et, partant, les pressions à la hausse qui se sont exercées sur le mark ont contraint la *Banque fédérale d'Allemagne* à acheter des devises, donc à accroître la monnaie centrale. Le 22 janvier 1987, l'institut d'émission a décidé de réduire les contingents de réescompte et de relever les réserves minimales que doivent détenir les établissements de crédit. Le but de ces mesures est de résorber les liquidités excessives que les interventions ont mis à la disposition du secteur bancaire. D'un autre côté, la Banque fédérale a ramené le taux de l'escompte de 3½% à 3% et celui des avances sur nantissement, de 5½% à 5%, pour ne pas renforcer les pressions sur le mark. Pour l'année 1987, les autorités monétaires envisagent une croissance de la monnaie centrale entre 3 et 6%.

Royaume-Uni

Au quatrième trimestre, le *produit intérieur brut réel* dépassait, selon des données provisoires, de 2,6% son niveau des trois derniers mois de 1985. Son expansion peut être attribuée principalement à la consommation privée, qui a progressé de 2% au troisième trimestre et probablement d'autant au quatrième. La vigueur de la demande de consommation s'explique avant

Graphique 5: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs de 1982 à 1985: du mois de février au mois de mars de l'année suivante; pour 1986: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante, variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)

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

tout par l'augmentation rapide des salaires; ceux-ci se sont accrus en effet de 4,4% en termes réels, entre novembre 1985 et le même mois de l'année suivante. Selon la dernière enquête de la Confederation of British Industries, la demande étrangère s'est renforcée elle aussi, la dépréciation de la livre sterling ayant amélioré la compétitivité de l'industrie britannique sur le marché international. L'accélération de la conjoncture a stimulé les investissements. Au troi-

sième trimestre, leur croissance annuelle s'inscrivait à 3%. La forte expansion de la demande finale a entraîné également une diminution des stocks.

En dépit de l'évolution favorable des exportations, la balance des transactions courantes s'est soldée en 1986 par un déficit estimé à un peu moins de 200 millions de livres. L'année précédente, elle avait dégagé un excédent de 3,6 milliards de livres. Le déficit a atteint 781 millions de livres au troisième trimestre, chiffre qui n'avait plus été observé depuis 1974. Cette détérioration de la balance courante s'explique par le sensible accroissement des importations – une conséquence de l'amélioration de la conjoncture – et, surtout, par la forte chute des recettes pétrolières; au troisième trimestre, celles-ci ont totalisé 688 millions de livres, soit un montant inférieur de plus de 1,2 milliard au résultat du trimestre correspondant de 1985. En revanche, la balance des services a enregistré au troisième trimestre un excédent dépassant de 400 millions de livres le solde actif des trois mêmes mois de l'année précédente; cette progression est due principalement aux revenus des investissements à l'étranger.

Du premier au troisième trimestre, le nombre des chômeurs complets officiellement recensés a passé de 3,17 millions à 3,21 millions, un niveau jamais encore atteint. Le taux de chômage a ainsi augmenté à 13,5%. Vers la fin de l'année, il a diminué légèrement pour s'inscrire à 13,1%.

Par rapport aux mois correspondants de 1985, la hausse de l'indice des prix à la consommation était de 3,5%, en novembre, et de 3,7%, en décembre. En moyenne, le taux d'inflation s'est inscrit à 3,4% en 1986. La hausse des prix s'est accélérée au second semestre, en raison de la dépréciation de la livre et de l'augmentation consécutive des prix des marchandises importées, ainsi que de l'augmentation sensible des coûts salariaux.

Au mois de novembre, la masse monétaire M_3 sterling dépassait de 18,5% le niveau observé un an auparavant; en revanche, la croissance de M_0 – agrégat qui répond à la définition la plus étroite – n'était que de 4,9%. Pour enrayer la baisse de

la livre sterling, la *Banque d'Angleterre* a relevé, en octobre, d'un point environ ses taux d'inter-vention sur le marché monétaire.

France

Les indicateurs disponibles montrent un léger ralentissement de la croissance économique au quatrième trimestre. En novembre et en décembre, la production industrielle est restée à son niveau des deux mois précédents. Les carnets de commandes des entreprises et la consommation privée de produits industriels ont marqué un recul.

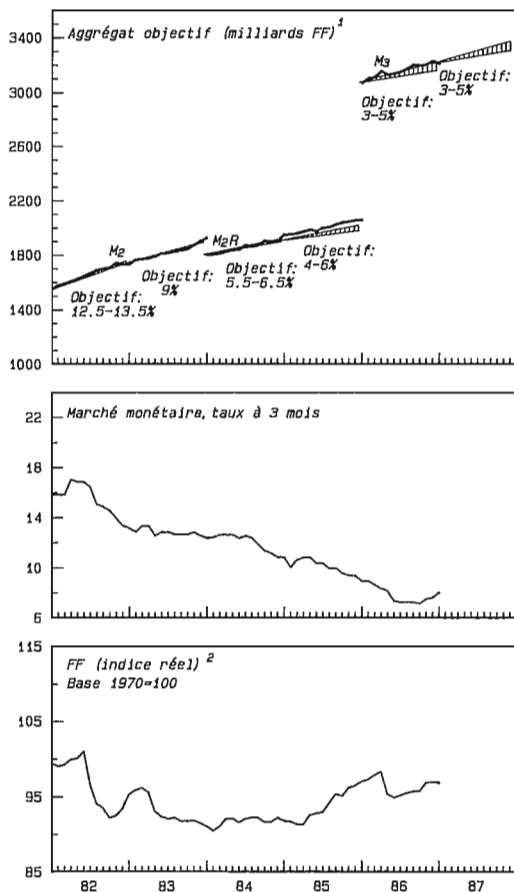
Selon les premières estimations pour l'ensemble de 1986, la croissance du *produit intérieur brut réel* s'est établie à 2% environ, contre 1,1% en 1985. La balance commerciale s'est nettement améliorée puisque, selon des chiffres provisoires, son déficit a passé de 48,2 milliards en 1985 à 12,2 milliards de francs français l'année suivante. Malgré une légère hausse de la consommation de pétrole, la facture pétrolière s'est réduite de moitié pour s'inscrire à 90 milliards de francs français. Le recul du solde actif des échanges de biens industriels – 35 milliards de francs français, contre 89 milliards en 1985 – est une source de préoccupation pour le gouvernement. Selon des données provisoires, la balance des transactions courantes s'est soldée pour la première fois depuis 1979 par un excédent de 25,8 milliards de francs français; en 1985, elle avait enregistré un déficit de 1,5 milliard de francs français.

En 1986, la situation de l'emploi s'est encore dégradée. Le taux de chômage a augmenté aux deuxième et troisième trimestres pour, ensuite, se stabiliser à 10,7% jusqu'à la fin de l'année.

Comme dans les autres grands pays industrialisés, l'inflation a fléchi fortement en France, au cours de 1986, grâce à l'effondrement des prix pétroliers, mais aussi à la hausse plus modérée des salaires. Le taux moyen de renchérissement s'est inscrit à 2,7%, contre 5,8% en 1985.

Vers la fin de 1986, la croissance de la masse monétaire M_3 a légèrement ralenti; atteignant

Graphique 6: France



¹ Données cvs; $M_2R = M_2$ moins les dépôts en banque de non-résidents; objectif pour 1985: moyenne des mois de novembre, décembre et janvier à moyenne des mêmes mois un an plus tard; objectif pour 1986: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque de France)

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

4,6% pour l'ensemble de l'année, elle était à la limite supérieure de l'objectif de 3 à 5% que la Banque de France avait annoncé. Les tensions apparues au sein du SME et, en particulier, les pressions à la baisse qui se sont exercées sur le franc français ont conduit à une hausse de taux d'intérêt au quatrième trimestre. Pour soutenir sa monnaie, la Banque de France a relevé de 7% à

7,25% son taux d'intervention sur le marché monétaire.

En 1987, la politique monétaire française restera axée sur le contrôle de l'expansion monétaire. L'institut d'émission a fixé des objectifs de croissance de 4 à 6% pour M_2 et de 3 à 5% pour M_3 ; en 1986, il n'avait qu'un seul objectif en termes de M_3 .

Depuis le début de 1987, les autorités monétaires françaises utilisent d'autres moyens d'action pour gérer les agrégats monétaires. La Banque de France a choisi en effet de contrôler l'évolution des agrégats monétaires en influant surtout sur les taux à court terme du marché interbancaire. En outre, elle recourra davantage à la politique de réserves obligatoires pour gérer la masse monétaire. Elle a supprimé, au début de décembre, le fixing quotidien de l'argent au jour le jour et, à la fin du même mois, l'encadrement du crédit, deux des principaux instruments qu'elle utilisait auparavant.

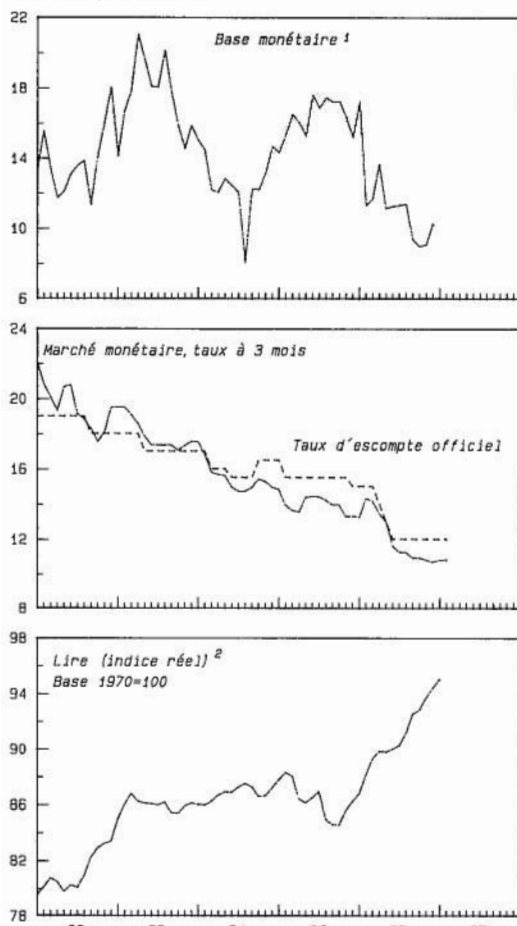
Italie

Selon des estimations provisoires, le produit intérieur brut italien s'est accru au troisième trimestre de 1,6% en taux annualisé. Au quatrième trimestre, la hausse de la production industrielle et des exportations montre que la conjoncture a été bonne.

Comme l'Italie dépend du pétrole davantage que d'autres pays industrialisés, la chute des prix pétroliers a eu un effet très bénéfique sur la balance commerciale; en 1986, cette dernière s'est soldée par un déficit de 3717 milliards de lires, contre 23 085 milliards en 1985. Quant à la balance des transactions courantes, elle dégagera probablement un excédent.

Bien que le gouvernement italien ait compensé en partie la baisse des prix pétroliers par un alourdissement des impôts indirects et que, par conséquent, les consommateurs n'aient pu en profiter entièrement, le renchérissement annuel a passé au-dessous de 5% en décembre. Vers la fin de l'année, le taux de renchérissement a subi pourtant une nouvelle accélération.

Graphique 7: Italie



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

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

Après avoir progressé de 7% en taux annualisé au cours des huit premiers mois de l'année, la masse monétaire M_2 a retrouvé un rythme d'expansion plus rapide à partir de septembre. A la fin de l'année, elle fluctuait à la limite supérieure de l'objectif fixé pour 1986, soit 7 à 11%.

Atteignant 11%, l'expansion des crédits a par contre largement dépassé l'objectif de 7%. Malgré cette évolution, la Banque d'Italie n'a pas jugé opportun de resserrer les rênes de sa politique monétaire.

Les taux d'intérêt ont poursuivi leur repli au quatrième trimestre. Ce recul n'a toutefois pas eu la même ampleur que le ralentissement de l'inflation. On peut en conclure que les investisseurs avaient révisé une nouvelle fois à la baisse leurs prévisions en matière de renchérissement, mais restaient sceptiques face à l'état des finances publiques.

Japon

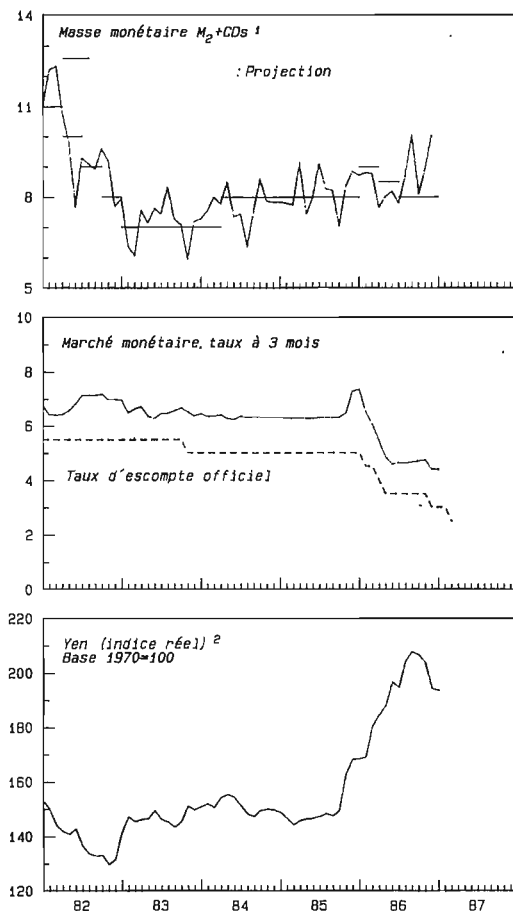
Grâce à un accroissement de la demande intérieure, l'essor économique s'est poursuivi au Japon au troisième trimestre. Le rythme de croissance a toutefois ralenti, car le commerce extérieur a continué d'exercer des effets modérateurs sur la conjoncture. En l'espace d'un an, le produit national brut réel a augmenté de 2,3%.

La construction de logements, une des composantes de la demande intérieure, a enregistré la plus forte expansion en un an, soit 14,2%. Cette évolution résulte des mesures d'encouragement prises par l'Etat et de la baisse des taux d'intérêt. La croissance de la consommation privée s'est accélérée elle aussi, passant à 3,4%. Par contre, celle des investissements en biens d'équipement a fortement fléchi en raison de la hausse du yen; elle s'est chiffrée à 3,8% en un an et à 0,5% seulement d'un trimestre à l'autre, après avoir atteint des niveaux supérieurs à 10% en 1984 et en 1985. La revalorisation du yen a aussi influencé le commerce extérieur. En termes réels, les exportations ont baissé de 4,5% en un an, alors que les importations augmentaient de 7,3% dans le même temps.

Ces mouvements contrastés ont également été observés au quatrième trimestre de 1986. Les secteurs œuvrant sur le marché intérieur sont restés florissants, tandis que ceux englobant les industries manufacturière et minière enregistraient une baisse de leur production. En novembre, l'indice global de la production industrielle et minière s'est établi à son niveau le plus bas depuis deux ans.

Conformément aux prévisions, la diminution du volume des exportations a freiné la croissance

Graphique 8: Japon



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

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

de l'excédent de la balance commerciale. Le solde actif a passé de 25,9 milliards de dollars au troisième trimestre à 26,8 milliards de dollars au quatrième. En 1986, la balance commerciale a dégagé un excédent de 92,7 milliards de dollars, montant dépassant de 66% le résultat de 1985. Exprimée en yens, cette somme n'est plus que de 16,5% supérieure à celle de l'année précédente. La modification de la relation de change entre le yen et le dollar a dissimulé le revirement

de tendance des flux commerciaux. En volume, les exportations de biens ont été, en 1986, inférieures de 1,2% au niveau de l'année précédente, alors que les importations s'accroissaient de 13%.

La pression inflationniste s'est relâchée au Japon également. Au quatrième trimestre de 1986, l'indice des prix à la consommation était inférieur à son niveau de l'année précédente. En 1986, la hausse des prix a été de 0,6% en moyenne; il s'agit de la plus faible progression depuis 1958.

Le ralentissement de la croissance économique n'est pas resté sans effet sur le marché du travail. En décembre, le taux de chômage s'est inscrit à 2,9%, soit au niveau le plus élevé depuis plus de 30 ans.

Présenté à fin décembre, le projet de budget pour l'exercice 1987/88 commençant le 1er avril vise une nouvelle réduction du déficit public, car le service de la dette représente toujours quelque 20% des dépenses. Ce projet prévoit des dépenses s'élevant à 54 100 milliards de yens. Il s'agit de la plus petite augmentation (0,02%) depuis 32 ans. Le déficit devrait donc diminuer de 4,1% pour s'inscrire à 10 100 milliards de yens. Ces chiffres ont été établis compte tenu d'une croissance du produit national brut réel estimée à 3,5%.

Comme d'habitude, le gouvernement japonais a assorti son projet d'un «complément», montrant ainsi qu'il mènerait une politique budgétaire plutôt expansionniste. Ce «complément» prévoit des dépenses de 25 000 milliards de yens, montant qui est de 14,1% supérieur à celui de l'exercice précédent et qui doit permettre de financer des mesures de soutien de l'économie.

Après les Etats-Unis, le Japon envisage aussi de réformer son système fiscal. Il s'agirait de la plus vaste refonte depuis 1947, et la mise en vigueur de ce nouveau système s'étendrait sur trois ans. La principale nouveauté consiste en un allègement de l'impôt direct frappant les entreprises et les ménages. Pour compenser la baisse des recettes, les autorités japonaises prévoient d'introduire un impôt indirect, calqué sur le modèle européen de taxe à la valeur ajoutée et assorti

d'un taux de 5% dans un premier temps, ainsi que d'imposer l'épargne privée.

Compte tenu de la faible conjoncture et de la forte revalorisation du yen, la *Banque du Japon* a maintenu le cours expansionniste de sa politique monétaire; malgré cette évolution, le taux annuel de croissance de la masse monétaire M_2+CD a passé de 8,8% à 8,3% du troisième au quatrième

trimestre. Le recul continu des taux d'intérêt à court et à long terme, observé depuis l'abaissement du taux officiel de l'escompte le 1er novembre, ainsi que la forte progression du marché boursier, montrent à l'évidence que l'économie dispose de liquidités abondantes. En février, l'institut d'émission japonais a ramené le taux de l'escompte de 3% à 2½%. Il a procédé ainsi à la cinquième adaptation depuis le début de 1986.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1984	1985a)	1986a)	1985a)		1986				
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	6,4	2,7	2,5	1,9	2,1	2,5	2,5	2,0	2,3	2,2
Rép.féd. d'Allemagne	3,0	2,5	2,5	3,7	3,5	2,2	1,7	3,3	2,3	–
Royaume-Uni b)	3,0	3,5	–	4,3	3,6	2,4	2,3	1,9	2,4	–
France b)	1,5	1,4	–	1,5	1,6	2,3	2,2	2,4	–	–
Italie b)	2,8	2,3	–	3,3	1,9	2,3	2,2	2,9	3,0	–
Japon	5,0	4,7	–	4,8	4,9	4,2	3,0	2,5	2,3	–
Suisse b)	1,8	4,0	–	3,4	3,2	4,0	2,2	2,7	3,2	–

a) Chiffres provisoires b) BIP

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

	1984	1985	1986	1986							1987
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	sept.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	4,3	3,5	1,9	1,6	1,6	1,3	1,7	1,5	1,3	1,1	1,4
Rép.féd. d'Allemagne	2,4	2,2	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-0,5	-0,9	-1,2	-1,1	-0,8
Royaume-Uni	5,0	6,1	3,4	2,8	2,6	3,4	3,0	3,0	3,5	3,7	3,9
France	7,6	5,8	2,7	2,4	2,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	3,0
Italie	10,8	8,6	–	6,4	5,9	4,7	5,9	5,1	4,6	4,3	4,5
Japon	2,3	2,1	0,6	0,9	0,2	-0,3	0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1
Suisse	2,9	3,4	0,8	0,8	0,6	0,1	0,6	0,4	-0,1	0,0	0,7

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

	1984	1985	1986	1986							1987
				2e trim.	3e trim.	4e trim.	sept.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	7,5	7,1	6,9	7,1	6,8	6,7	6,9	6,8	6,8	6,6	6,7
Rép.féd. d'Allemagne	9,1	9,3	9,0	9,0	8,8	8,7	8,8	8,7	8,7	8,7	8,8
Royaume-Uni b)	12,7	13,1	13,4	13,4	13,5	13,2	13,4	13,3	13,2	13,1	13,1
France b), d)	9,9	10,3	10,5	10,5	10,6	10,7	10,6	10,6	10,6	10,7	–
Italie b)	10,4	10,6	11,3	11,5c)	10,9c)	11,7c)	–	11,7	–	–	–
Japon	2,7	2,6	2,8	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0
Suisse	1,1	1,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8

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

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

	1984	1985a)	1986a)	1985a)				1986a)			
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	-106,5	-117,7	–	-26,1	-27,7	-28,5	-33,7	-34,0	-34,7	-36,3	–
Rép.féd. d'Allemagne	7,1	13,7	37,6	2,0	3,1	4,4	4,3	8,1	8,3	11,7	9,5
Royaume-Uni	2,1	4,6	-1,3	-0,5	1,8	1,5	1,3	0,8	0,5	-1,3	-1,1
France	-0,8	0,2	3,5	-0,6	0,3	0,0	0,6	1,1	0,3	1,2	0,9
Italie b)	-4,2	-3,6	–	2,3	0,7	1,3	-2,2	-2,1	0,2	–	–
Japon	34,8	49,2	86,0	9,4	12,2	12,1	15,6	15,6	21,8	23,8	24,4
Suisse b)	4,4	5,5	7,4	1,6	1,1	1,1	1,7	2,2	1,6	1,4	2,2

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

En Suisse, l'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie au troisième trimestre de 1986. La croissance annuelle du produit intérieur brut réel a passé de 2,7% à 3,2% du deuxième au troisième trimestre.

Bien que la consommation privée ait continué d'augmenter vigoureusement, ce sont les investissements qui ont stimulé la croissance au troisième trimestre. La hausse des investissements en biens d'équipement a été si forte que leur taux de croissance a même légèrement dépassé au cours de 1986 celui de 1985. Après avoir stagné pendant un certain temps, les investissements en constructions semblent aussi enregistrer une croissance plus rapide. De plus, la reconstitution des stocks s'est accélérée; ce phénomène n'a probablement pas toujours été volontaire. L'évolution du chiffre d'affaires du commerce de détail indique que la consommation privée s'est encore nettement raffermie au quatrième trimestre. En termes réels, les exportations ont varié à un niveau élevé; en données corrigées des variations saisonnières, leur expansion s'est pourtant sensiblement affaiblie. Au second semestre, la forte hausse des importations s'est maintenue.

La production industrielle a de nouveau notablement augmenté au troisième trimestre. La faiblesse du dollar a toutefois commencé à détériorer le climat des affaires. En particulier, les entreprises à vocation largement exportatrice ont eu tendance à estimer que leurs carnets de commandes sont trop peu remplis et se sont plaints d'avoir des stocks de produits finis trop importants. D'après l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités techniques a reculé un peu au quatrième trimestre.

Sur le marché des euro-francs, les taux d'intérêt sont restés orientés à la baisse durant le dernier trimestre de 1986. Leur hausse passagère en décembre était due à l'échéance annuelle et correspondait à leur mouvement habituel. Une fois l'échéance passée, ils ont de nouveau re-

culé. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale ajustée s'est accrue de 2,8%, contre 1,9% au troisième.

Pondéré en fonction des exportations, le cours du franc s'est affaibli du troisième au quatrième trimestre de 1986. En janvier, le cours du dollar s'est déprécié fortement, alors que le cours du mark restait stable.

Au quatrième trimestre, le renchérissement annuel n'était plus que de 0,1%. Les prix des biens suisses ont augmenté de 2,7%, tandis que ceux des marchandises étrangères baissaient de 6,2%. En 1986, l'indice des prix à la consommation a été en moyenne de 0,8% supérieur à celui de 1985. Quant à l'indice des prix de gros, il a diminué de 5,2% au quatrième trimestre par rapport à la période correspondante de 1985.

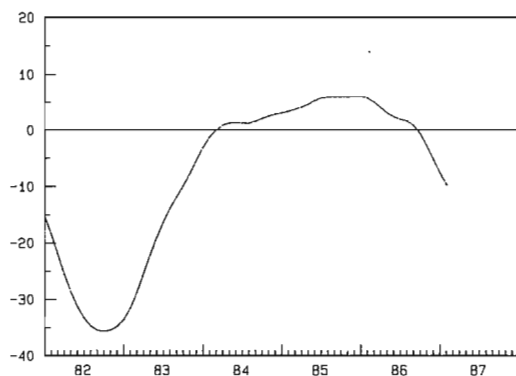
2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

La croissance du produit intérieur brut réel a passé de 2,7% à 3,2% du deuxième au troisième trimestre. Les principales impulsions sont venues des investissements (biens d'équipement et reconstitution des stocks). Par contre, l'influence de la consommation privée, prépondérante durant les trimestres précédents, a perdu un peu de son intensité.

Au troisième trimestre de 1986, la production industrielle dépassait de 8% son niveau observé un an auparavant. Ce résultat s'explique par la croissance considérable (21%) de la production de l'industrie des machines et appareils. Le climat des affaires s'est toutefois détérioré fortement dans l'industrie durant le second semestre de 1986. D'après une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la majorité des entreprises considéraient les carnets de commandes comme trop peu garnis et les stocks de produits finis, comme trop élevés. Au quatrième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques s'est réduit d'un demi-point, et la part des heures supplémentaires au total des heures travaillées s'est aussi rétrécie.

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

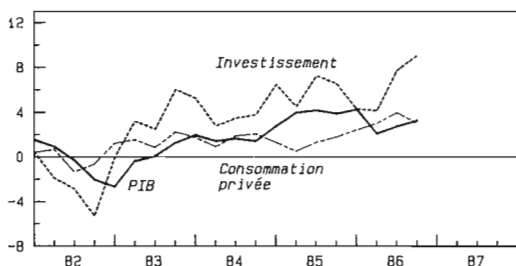


¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).

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

Au troisième trimestre, les entrées de commandes de l'industrie étaient de 5% supérieures à celles de l'année précédente. Les commandes passées par des résidents et celles des non-résidents ont augmenté à peu près au même rythme. En raison de la forte hausse de la production, le volume des carnets de commandes n'a pas varié en un an et les stocks de produits finis se sont gonflés. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que les entrepreneurs n'escomptent plus qu'une faible hausse des entrées de commandes et de la production au cours des prochains mois.

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

Consommation privée

Au troisième trimestre de 1986, la consommation privée s'est inscrite en termes réels, 3% au-dessus du niveau de la période correspondante de 1985. Bien qu'elle ait perdu un peu de vigueur par rapport au deuxième trimestre, elle est restée un important soutien de la conjoncture.

La consommation privée a encore augmenté au quatrième trimestre. En effet, le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé, en termes réels, de 3,9% en l'espace d'un an. De son côté, le volume des importations de biens de consommation a haussé de 3,8%; les véhicules importés ont été le seul groupe de marchandises à accuser une baisse par rapport à l'année précédente. L'enquête effectuée en octobre 1986 par l'OFIAMT auprès des consommateurs montre une propension à consommer toujours aussi bonne. Le commerce de détail escompte toutefois une hausse de son chiffre d'affaires durant le premier trimestre de 1987.

Dans le secteur du tourisme, la demande des résidents s'est raffermie au quatrième trimestre. Le nombre des nuitées de clients suisses dans les hôtels a dépassé de 2,8% celui de l'année précédente, alors que les réservations des hôtes étrangers diminuaient de 2,9%. A l'instar des deux trimestres précédents, l'augmentation des touristes européens – de la République fédérale d'Allemagne surtout – n'a pas suffi à compenser le net recul des visiteurs américains. Dans l'ensemble, le nombre des nuitées a reculé légèrement par rapport au quatrième trimestre de 1985.

Investissements

L'expansion rapide des investissements s'est maintenue au troisième trimestre. En l'espace d'un an, les investissements en biens d'équipement ont augmenté de près de 20% et ceux en constructions, de 3,5%.

Au quatrième trimestre, les importations de biens d'équipement ne se sont accrues que de 5,8% en termes réels, contre 21% au trimestre précédent. Cet affaiblissement s'explique par le recul

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

	1983	1984	1985	1986	1985		1986			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	7,3	3,6	8,7	14,5	10,4	13,8	13,1	17,3	21,7	5,8
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	7,2	-6,4	-15,0	3,3	11,8	-22,8	-4,0	16,4	-2,7	4,4
Logements construits dans 96 villes	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	-0,3	13,6	1,3	8,9	-2,4	-10,1
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume des projets	17,4	-8,0	34,4	-	-7,7	96,4	29,5	20,6	99,4	-27,1
- nombre de projets	11,8	31,5	12,6	-	2,2	16,5	12,9	-3,7	24,7	-10,6

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Source: La Vie économique, OFIAMT

des livraisons de véhicules utilitaires étrangers. Abstraction faite de ce groupe de marchandises, les importations de biens d'équipement ont progressé de 15,5%, soit à peu près à la même cadence que durant les trimestres précédents. Cela indique que la propension à investir est restée très soutenue.

La croissance réelle des investissements en constructions s'est accélérée au troisième trimestre. La construction de bâtiments industriels et artisanaux en est restée le principal moteur. Alors que la construction de logements fléchissait encore, la demande du secteur public s'est animée, notamment dans le génie civil. L'évolution des entrées de commandes dans ces trois secteurs de la construction indique qu'ils devraient continuer à se développer inégalement. Au troisième trimestre, les entrées de commandes du secteur principal de la construction étaient, globalement, de 9,3% supérieures à celles de la même période de 1985; une forte hausse était enregistrée dans les constructions artisanales et industrielles ainsi que dans celles du secteur public, tandis que les constructions de logements accusaient une baisse. Mesurée aux projets envisagés, l'expansion des investissements s'est poursuivie dans la construction au quatrième trimestre.

Commerce extérieur et balance des transactions courantes

La croissance du volume du commerce extérieur a ralenti au quatrième trimestre de 1986. En termes réels, les exportations n'ont augmenté que de 0,8% par rapport à celles de la période correspondante de 1985. L'expansion du volume des biens d'investissement vendus à l'étranger a encore été supérieure à la moyenne, alors que les livraisons de biens de consommation ont reculé en l'espace d'une année. Malgré cette baisse, les exportations de l'industrie du textile et de l'habillement se sont accrues considérablement. Au quatrième trimestre, les importations ont aussi augmenté en volume à un rythme moins rapide. Elles ne dépassaient en effet plus que de 3,5% leur niveau de l'année précédente, contre 11,4% au troisième trimestre. Les importations de biens d'investissement ont continué de progresser fortement, tandis que celles de produits énergétiques reculaient, en taux réel annualisé, de 11,4% au troisième trimestre à 2,1% au quatrième.

Pour 1986, les chiffres du commerce extérieur font apparaître une évolution semblable. Le volume des exportations s'est accru de 2,1%, contre 9,1% en 1985. Après une hausse de 5,2% en 1985, les importations ont augmenté en volume de 8,2% en 1986 et ce malgré le ralentissement du quatrième trimestre. Cette croissance est due à la baisse des prix des marchandises importées, consécutive à l'évolution des cours de change et à la chute des prix pétroliers.

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

	1983	1984	1985	1986a)	1985		1986a)			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Exportations, volume	0,0	6,4	9,1	2,1	7,7	6,4	0,9	3,3	4,4	0,8
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	6,5	9,8	7,9	0,8	8,5	4,1	-0,4	3,0	0,3	0,4
biens d'équipement	-4,0	3,1	10,7	6,5	12,1	10,4	5,7	7,3	11,3	4,4
biens de consommation	-2,7	6,4	8,8	-1,7	1,9	4,3	-2,5	-1,1	1,4	-3,3
Valeurs moyennes à l'exportation	2,4	4,5	1,9	-0,7	2,2	0,8	0,4	1,0	-1,7	-3,2
Importations, volume	4,8	7,3	5,2	8,2	7,7	4,5	6,1	11,9	11,4	3,5
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	4,9	10,1	7,6	3,7	7,9	4,6	0,8	6,7	5,8	1,4
biens d'équipement	7,3	3,6	8,7	14,5	10,4	13,7	13,1	17,3	21,7	5,8
biens de consommation	1,0	9,6	2,5	9,0	3,8	0,8	5,4	14,7	12,7	3,8
Valeurs moyennes à l'importation	-0,8	4,0	4,7	-9,4	1,1	0,9	-6,0	-10,1	-11,6	-9,4

a) Chiffres provisoires

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

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

	1983	1984	1985a)	1986*)	1985a)		1986*)			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Recettes										
Exportations de marchandises	55,8	62,9	69,1	69,2	16,2	18,6	16,6	18,1	16,5	18,0
Commerce spécial	53,7	60,7	66,6	67,0	15,6	18,0	16,0	17,5	16,0	17,5
Autres exportations de marchandises ²	2,1	2,3	2,4	2,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Exportations de services	16,0	17,6	20,0	20,5	6,2	4,1	5,5	4,9	6,0	4,2
Revenus de facteurs ³	23,4	27,7	28,7	28,4	7,1	6,9	7,2	7,1	7,2	7,0
Transferts sans contrepartie	2,0	2,2	2,5	2,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Total	97,2	110,4	120,2	120,9	30,1	30,2	30,0	30,8	30,4	29,9
Dépenses										
Importations de marchandises	63,6	71,9	77,8	76,3	18,8	19,9	19,1	20,0	18,4	18,9
Commerce spécial	61,1	69,0	74,8	73,5	18,1	19,0	18,3	19,2	17,8	18,1
Autres importations de marchandises ²	2,6	2,9	3,0	2,8	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7
Importations de services	8,2	9,2	10,2	10,4	4,0	2,0	1,5	2,7	4,1	2,1
Revenus de facteurs ³	13,4	14,9	15,0	15,9	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1
Transferts sans contrepartie	3,9	4,1	4,5	4,8	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2
Total	89,1	100,2	107,4	107,4	27,7	26,8	25,6	27,9	27,9	26,3
Solde de la balance des transactions courantes	8,1	10,2	12,8	13,5	2,4	3,4	4,3	2,9	2,6	3,7

a) Chiffres provisoires

*) Selon de premières estimations

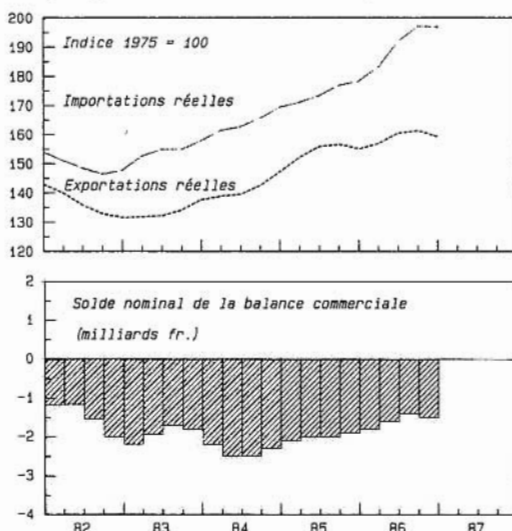
¹ En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis² Y compris l'énergie électrique³ Revenus du travail et des capitaux

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

Le déficit de la balance commerciale a augmenté légèrement du troisième au quatrième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières; il est toutefois resté nettement inférieur au niveau du quatrième trimestre de 1985. En

1986, le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 6,5 milliards, contre 8,1 milliards de francs en 1985. En valeur, l'évolution du commerce extérieur a donc été contraire à celle qui est exprimée en volume.

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

Au quatrième trimestre, la balance des transactions courantes (balance des revenus) s'est soldée par un excédent de 3,7 milliards de francs, contre 2,3 milliards au troisième; celui-ci n'a donc guère varié en une année. D'après des estimations provisoires, la balance des transactions courantes a dégagé en 1986 un excédent de 13,5 milliards de francs, soit 0,7 milliard de plus qu'en 1985. Comme le surplus traditionnel

des revenus de facteurs s'est réduit de 1,2 milliard de francs, cette augmentation provenait essentiellement de l'allègement du déficit commercial.

Emploi et marché du travail

L'emploi s'est encore amélioré au quatrième trimestre, dépassant de 1,2% son niveau observé un an auparavant. Contrairement aux trimestres précédents, il a progressé nettement plus lentement dans l'industrie que dans les services, soit de 0,7% contre 1,6%. En un an, l'effectif du personnel du secteur principal de la construction s'est établi au-dessous de celui de l'année précédente. L'emploi a reculé dans les branches de l'industrie produisant des biens de consommation destinés surtout à l'exportation, à savoir dans l'horlogerie, le textile et l'habillement. En revanche, le nombre de personnes occupées dans l'industrie des biens d'investissement a encore augmenté; l'industrie des machines a de nouveau enregistré la plus importante amélioration. Dans l'industrie, les perspectives devraient s'assombrir légèrement, alors que dans le secteur tertiaire celles-ci sont jugées un peu plus favorables.

Le nombre des chômeurs complets est resté presque inchangé au quatrième trimestre. Par contre, celui des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a notablement

Tableau 5: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1983	1984	1985	1986	1986						1987
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	
Indice de l'emploi ¹	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,2	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9
Chômeurs ³	26 288	32 061	27 025	22 770	22 142	19 876	22 114	20 255	22 133	23 954	26 583
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	48 930	11 231	2 133	2 058	1 290	1 121	3 678	3 606	4 098	3 330	4 430
Offres d'emploi à plein temps ³	5 084	6 269	7 898	10 734	11 068	11 797	10 815	11 548	11 244	9 654	9 990

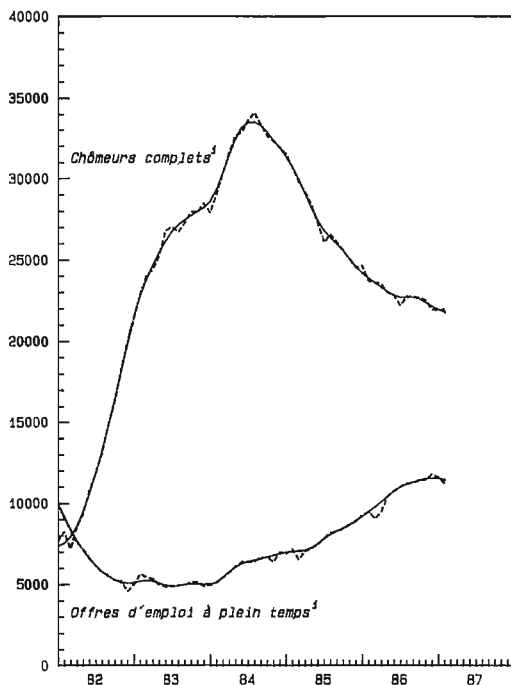
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980

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

Source: La Vie économique, OFIAMT

Graphique 12: Marché du travail



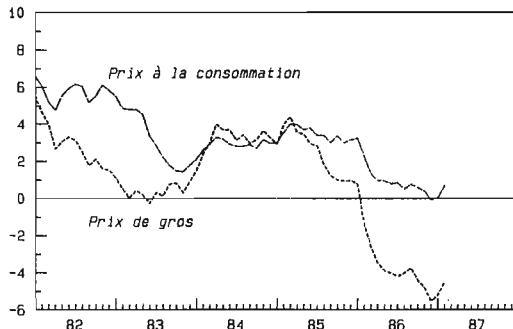
¹ Données cvs et lissées
Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

augmenté en un an. En ce qui concerne les offres d'emploi, elles se sont encore accrues durant la période considérée.

Prix et salaires

En 1986, l'indice des prix à la consommation a été en moyenne de 0,8% supérieur à celui de 1985. Il faut remonter à 1959 pour trouver un taux aussi bas. Le renchérissement a fléchi continuellement tout au long de l'année, s'établissant à 0,1% seulement au quatrième trimestre. Durant ces trois mois, le prix des marchandises suisses a augmenté de 2,7% en moyenne, tandis que les prix des biens importés diminuaient de 6,2%. L'inflation a surtout ralenti en raison de l'effondrement des prix pétroliers et de la hausse du franc face au dollar. En janvier 1987, l'indice des prix à la consommation a été de 0,6% plus élevé qu'un mois auparavant, du fait de la pro-

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

gression sensible de l'indice partiel du chauffage et de l'éclairage. En l'espace d'une année, il a enregistré une hausse de 0,7%.

Les prix de gros des biens indigènes ont reculé de 2,3% et ceux des marchandises étrangères, de 12,4%. Au quatrième trimestre, la baisse de l'indice des prix de gros était de 5,2% en moyenne.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les salaires ont augmenté de 3,4%, au quatrième trimestre de 1986 par rapport à la période correspondante de 1985. Compte tenu de l'évolution des prix à la consommation, la hausse des salaires s'est inscrite à 3,3%.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

La monnaie centrale ajustée s'est accrue de 2,8% au quatrième trimestre, contre 1,9% au troisième, et de 3,9% au mois de janvier par rapport aux périodes correspondantes de 1985 et de 1986. Cette évolution, qui ne contrecarrent pas les desseins de la Banque nationale, a découlé en premier lieu de la progression des billets en circulation. Ces derniers augmentent fortement à la fin des années paires, en raison du cycle bisannuel des déclarations d'impôt. Au

quatrième trimestre, le taux annuel de croissance des billets en circulation s'est inscrit à 2,6%, contre 0,3% seulement un an auparavant. Durant les trois derniers mois de 1986, les avoirs en comptes de virements ont aussi dépassé de 2,5% leur niveau de la période correspondante de 1985. En 1986, la monnaie centrale ajustée s'est accrue de 2% en moyenne, soit conformément à l'objectif fixé à fin 1985.

Atteignant 4,3%, 7,6% et 7,8%, les taux d'expansion des agrégats monétaires répondant aux définitions les plus larges – M_1 , M_2 et M_3 – sont restés le plus souvent stables au quatrième trimestre.

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

Après leur net repli au second semestre de 1986, les taux des dépôts sur le marché des euro-francs ont augmenté passagèrement à l'approche de l'échéance annuelle. Les fortes fluctuations des rémunérations sur le marché de l'euro-dollar sont à l'origine de cette hausse qui a fait passer brièvement au-dessus de 100% le

taux des fonds destinés au financement de l'échéance. Une fois le calme revenu sur le marché de l'euro-dollar, l'échéance s'est déroulée sans difficulté notable; à cette date, les comptes de virements ont totalisé 14,9 milliards de francs, contre 14,1 milliards à la fin de 1985, et la rémunération de l'argent au jour le jour s'est fixée à 60%.

Mesuré au taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, le niveau de la rémunération à court terme a perdu ¼ de point environ depuis la fin du mois d'octobre 1986 pour s'établir à 3,5% à fin janvier 1987. Suivant cette évolution, les grandes banques ont abaissé de ¼ à ½ point au total, les 8 janvier et 4 février, les rémunérations qu'elles servent sur leurs dépôts à terme fixe; le taux des dépôts de 3 à 8 mois s'élève dorénavant à 3% et celui des dépôts de 9 à 12 mois, à 3¼%.

En corrélation avec une mesure semblable prise par la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque nationale a réduit, le 23 janvier 1987, d'un demi-point le taux officiel de l'escompte et celui des avances sur nantissement, les ramenant ainsi à 3,5% et à 5%. Il s'agit de la première modification des taux officiels suisses depuis 1983. Sur le

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée (MCA)

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,3}	Variation en % ²
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1985 4e trim.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1er trim.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2e trim.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3e trim.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4e trim.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1986 octobre	23 710	2,2	8426	1,0	473	31 663	2,1
1986 novembre	23 888	2,2	8493	2,3	401	31 980	2,5
1986 décembre	25 935	3,4	9405	4,3	910	34 430	3,7
1987 janvier	25 133	3,8	8478	- 1,0	285	33 326	3,9
1987 février	24 336	2,8	8181	5,2	430	32 087	2,7

¹ Moyenne des valeurs mensuelles, en millions de francs

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

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

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 ^r	2,6	5,6	6,2
1985 ^r	0,1	7,3	4,8
1986 ²	4,6	6,3	6,9
1985 3e trim.	0,4	7,1	4,3
1985 4e trim.	1,8	6,2	5,1
1986 1er trim. ²	4,1	4,8	5,7
1986 2e trim. ²	5,0	4,9	6,3
1986 3e trim. ²	4,9	7,8	7,7
1986 4e trim. ²	4,5	7,7	7,9
1986 octobre ²	6,3	7,2	7,8
1986 novembre ²	4,4	7,4	7,9
1986 décembre ²	2,7	8,6	7,9
1987 janvier ²	5,5	8,6	7,9

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; à partir de 1986, y compris la Principauté de Liechtenstein, jusqu'en 1985 non compris

² Chiffres provisoires

^r Chiffres révisés

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

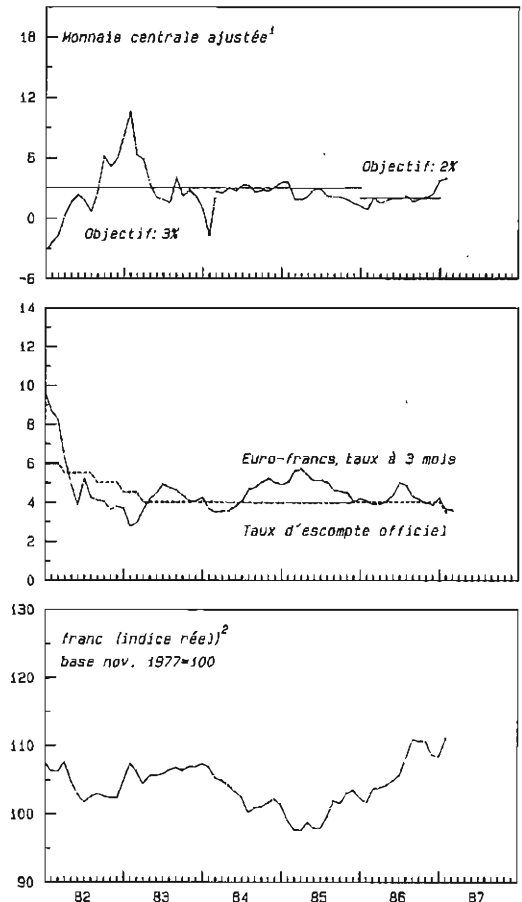
marché des euro-francs, les taux sont restés quasiment inchangés par la suite, alors que les rémunérations servies sur le mark ont réagi à la mesure de la Banque fédérale. Cette réaction est due au fait qu'en Allemagne la régulation de la monnaie centrale s'effectue surtout par le biais des variations de taux. C'est pourquoi la modification des taux officiels agit comme un signal. L'écart entre les taux allemands et suisses s'est donc réduit légèrement.

Les avoirs que les banques détiennent à la Banque nationale en comptes de virements ont atteint, en moyenne, 8,8 milliards de francs, entre les mois de novembre 1986 et janvier 1987, soit 1,9% de plus qu'un an auparavant. Aux échéances mensuelles, leur croissance s'est inscrite à quelque 4,2%. Le recours des banques aux crédits d'escompte et aux avances sur nantissement a été si fort durant les fins de mois que la Banque nationale n'a pas renouvelé une partie des swaps venus à échéance.

Marché des changes

Parmi les six monnaies importantes pour l'économie suisse, le dollar américain, le yen japonais et la lire italienne ont accusé une légère baisse face au franc entre les mois de novembre et de février. Quant aux trois autres, le franc français, le mark allemand et la livre sterling, elles sont restées quasiment stables. En l'espace d'un an, le dollar a perdu en moyenne 21% de sa valeur face au franc. En janvier, il est même tombé au-

Graphique 14: Suisse



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

² Cours pondéré par les exportations

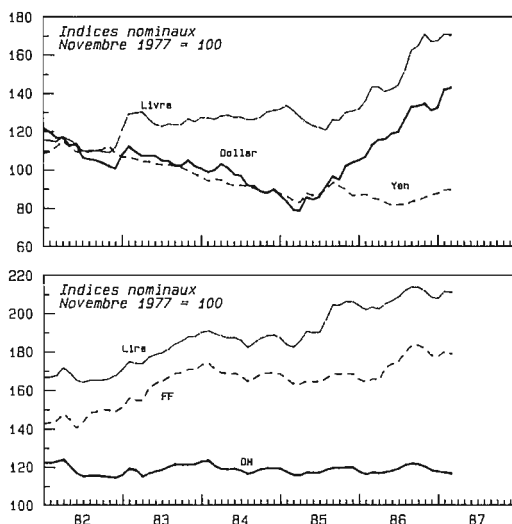
dessous de fr. 1.50. De son côté, la livre sterling s'est établie quelque 60 centimes au-dessous du niveau de janvier 1985, alors que les cours moyens du mark allemand, du franc français, du yen japonais et de la lire italienne n'avaient presque pas changé d'une année à l'autre.

En termes réels, le franc suisse s'est revalorisé de 26,4% face au dollar et de 25% face à la livre sterling entre le quatrième trimestre de 1985 et la même période de 1986. Par rapport aux autres monnaies importantes, il n'a toutefois presque plus haussé en termes réels. Aussi le cours réel du franc, pondéré en fonction des exportations, n'a-t-il augmenté que de 6% entre le dernier trimestre de 1985 et le quatrième de 1986; au troisième trimestre de 1986, sa hausse réelle avait été de 8,7%.

Marché des capitaux

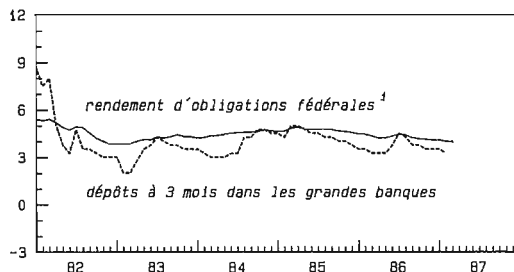
La légère orientation à la baisse des taux d'intérêt et des rendements a pris fin à la mi-octobre sur le marché des emprunts. Une phase de

Graphique 15: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt



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

consolidation s'est ensuite instaurée durant les mois de novembre et décembre. Au début de l'année, les rendements ont de nouveau reculé; bien que plusieurs débiteurs suisses aient relevé le montant de leurs emprunts, les attributions ont généralement eu lieu sur une base réduite.

Mesuré au rendement moyen des obligations fédérales, le niveau des taux a diminué en janvier d'un dixième de point environ sur le marché secondaire. Depuis le mois de décembre, les grandes banques et les banques cantonales ont réduit, en deux étapes, de 1/2 point au total les rémunérations qu'elles servent sur leurs obligations de caisse. Selon les banques et les durées, les taux s'inscrivent dorénavant entre 4 et 4 1/2%.

Le prélèvement brut d'argent frais par l'émission publique d'obligations et d'actions s'est élevé à 14,9 milliards de francs au quatrième trimestre de 1986 et à 61,5 milliards pour l'ensemble de l'année. De ces montants, 21% et 28% revenaient à des débiteurs suisses. Les conversions des emprunts suisses ont porté sur 0,04 milliard de francs (1986: 0,8 milliard) et les remboursements, sur 1,1 milliard (5,4 milliards), de sorte que le montant net prélevé sur le marché par des débiteurs suisses a atteint 2 milliards (11 milliards).

Exportations de capitaux

Au quatrième trimestre de 1986, les autorisations d'exporter des capitaux délivrées par la Banque nationale ont totalisé 13 milliards de francs, soit quelque 9% de moins qu'un an plus tôt. Si le volume des émissions publiques d'emprunts a peu reculé, celui des crédits a fléchi à 1,3 milliard. Après avoir atteint 15% au dernier trimestre de 1985, la part des crédits aux exportations totales de capitaux soumises à autorisation s'est établie à 10% environ. Les emprunts convertibles et à option ont représenté 30% du volume des émissions.

En 1986, la Banque nationale a délivré des autorisations d'exporter des capitaux pour un montant de 52,5 milliards de francs contre 46,1 milliards en 1985. Le montant des autorisations a donc augmenté de 14%, comme en 1985. Ce niveau record des exportations de capitaux soumises à autorisation semble surtout s'expliquer par la forte demande mondiale de capitaux et par les modifications structurelles en matière d'instruments financiers. La part des crédits aux exportations totales de capitaux soumises à autorisation a reculé à 16%. Tandis que les crédits à l'exportation et les crédits financiers diminuaient de 35% et de 9,4%, les emprunts et les «notes» ont haussé de 21,6%.

La répartition par pays et par groupes de débiteurs des exportations de capitaux soumises à autorisation montre que la part des pays industrialisés s'est encore élevée en 1986, passant à 86% contre 80% en 1985. Les débiteurs japonais viennent toujours largement en tête, suivis par les Américains et les Canadiens. La part des pays en développement est tombée au-dessous des 5% de 1985, un pourcentage déjà très bas. Les pays à commerce d'Etat et ceux de l'OPEP ont prélevé, ensemble, 4% et les 7% restants revenaient aux institutions multilatérales de développement, notamment à la Banque mondiale.

Bilans bancaires et crédits

L'évolution des bilans des 71 banques a été marquée, au quatrième trimestre de 1986, par le nouveau recul des taux d'intérêt et par le repli que le dollar a enregistré en un an. A fin décembre, le taux annuel de croissance des bilans était de 10,3%; si le dollar était resté stable, il aurait atteint 14,8%.

En 1986, les crédits ont augmenté de 7,5%. Depuis plusieurs mois, le taux annuel de croissance des crédits en Suisse s'inscrit à quelque 9%. La progression des prêts hypothécaires a

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 268,6	7 023,3	1 260,1	52 552,0
1985 1er trim.	9 416,6	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2e trim.	7 150,4	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3e trim.	7 750,9	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4e trim.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1er trim. ²	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2e trim. ²	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3e trim. ²	8 831,8	2 705,7	144,6	11 682,1
1986 4e trim. ²	11 768,2	1 186,1	75,6	13 029,9

¹ Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies ainsi que les «notes»; nouvelle ventilation due à la révision des dispositions régissant les exportations de capitaux (voir bulletin trimestriel no 2, juin 1986, page 137)

² Chiffres provisoires

atteint 9,5%, soit un taux supérieur à celui de l'année précédente. Par contre, les taux de croissance des comptes débiteurs (8,4%) et des crédits aux collectivités de droit public (-4,2%) ont été inférieurs à ceux de 1985.

Au passif, les fonds de la clientèle (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, obligations de caisse et obligations) ont augmenté, au quatrième trimestre de 1986, de 7,2% par rapport à la période correspondante de 1985; un taux annuel aussi élevé n'avait plus été observé depuis un an et demi. La croissance des dépôts à terme a été assez proche du rythme de l'année précédente, du fait surtout de l'évolution des cours de change, la moitié environ de ces dépôts étant libellée en dollars. Par contre, les dépôts à terme en francs ont été de 16,1% supérieurs à leur niveau de l'année précédente, une expansion qui s'explique par le net recul de ce poste en

décembre 1985 (effet de base). La croissance du principal poste passif en francs – les fonds d'épargne et les comptes de dépôt – n'a cessé de s'accélérer tout au long de l'année; en particulier, le montant des comptes de dépôt a vigoureusement progressé (10,2%). Comme les taux des obligations de caisse n'ont été adaptés qu'avec retard à la baisse générale des taux, ces papiers ont bénéficié d'une demande très ferme.

Les fonds fiduciaires ont encore diminué au quatrième trimestre. Cette orientation à la baisse est observée depuis une année. Le recul de 17,4% est dû surtout aux opérations en monnaies étrangères, qui représentent 80% du total des affaires fiduciaires. Les placements fiduciaires en dollars, dont la part est prédominante, ont diminué sous l'effet de la chute de la devise américaine. En revanche, les opérations fiduciaires en francs se sont accrues de 4,9%.

Problèmes économiques et monétaires des années vingt et de la période actuelle: l'histoire se répète-t-elle?

Pierre Languetin*

1. Introduction

Depuis qu'a éclaté la crise de l'endettement au début des années quatre-vingt, on évoque souvent le danger latent d'un effondrement du système financier international. Et consciemment ou non, le souvenir des années vingt et celui de la grande dépression qui en a marqué le terme hantent nos esprits. Problèmes d'aujourd'hui, l'endettement international, la chute des prix des matières premières, le protectionnisme commercial, les déséquilibres et les troubles monétaires ont laissé une empreinte profonde sur cette époque. Certes, nous savons que l'histoire ne se répète pas et qu'en l'occurrence elle ne doit pas se répéter. Les problèmes similaires qui resurgissent de temps en temps n'ont pas forcément les mêmes causes, et n'appellent pas nécessairement les mêmes solutions. Je me propose de comparer les années vingt et notre époque non seulement pour en dégager les parallèles mais surtout pour en faire sortir les points qui me paraissent les différencier fondamentalement.

2. L'évolution économique durant les années vingt

2.1 Les conséquences de la première guerre mondiale

Les dommages de la première guerre mondiale, équivalant à la destruction d'un trentième environ du patrimoine européen, ont frappé inégalement les pays belligérants, le nord de la France et la Belgique étant les plus touchés. Les traités de paix ont visé à mieux répartir le poids de ces pertes. D'importantes indemnités furent en conséquence imposées à l'Allemagne au titre

des réparations. A côté des ravages multiples causés par les hostilités, ce problème des réparations, exacerbé lui-même par l'inextricable enchevêtrement des dettes de guerre entre les Alliés, a fortement compliqué les relations internationales tant sur le plan politique qu'économique. De surcroît, les gouvernements ont eu à assainir leurs finances obérées par les dépenses militaires et à remettre sur pied un système monétaire international disloqué par le conflit.

Après l'armistice, une reprise spectaculaire de l'économie a eu lieu. Le boom des années 1919 et 1920, amplifié par les déficits publics financés par la création monétaire, favorisé par la levée du contrôle des prix et vigoureusement stimulé par les énormes besoins de rattrapage de l'après-guerre, s'est accompagné d'une forte inflation, avoisinant 20%, dans la plupart des pays. Les mesures restrictives prises alors ont stoppé brusquement l'expansion et ont précipité le monde dans la récession en 1921/22. Elles ont été d'autant plus brutales que les gouvernements espéraient ainsi stabiliser les changes et retrouver l'ordre monétaire majestueux qui régnait avant 1914.

2.2 Le retour à l'étalon-or

Cet ancien système en effet, celui où chaque monnaie était définie par rapport à l'or, avait disparu dans la tourmente. En 1918, seul le dollar américain avait gardé sa parité d'avant-guerre. Il jouait ainsi un rôle informel de monnaie-clé par rapport à laquelle flottaient les autres devises. Cette situation, où l'on croyait voir se refléter l'instabilité des temps, a été jugée – sans doute à juste titre – insupportable pour les économies et a justifié les mesures même les plus draconiennes pour la corriger. C'est pourquoi plusieurs pays – parmi eux la Grande-Bretagne – ont adopté, en 1920, des politiques budgétaire et monétaire restrictives, limitant

* Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse. Exposé présenté à la Zürcher Volkswirtschaftlichen Gesellschaft, le 21 janvier 1987 à Zurich

leurs dépenses publiques et relevant leurs taux d'escompte. La livre sterling s'est alors appréciée par rapport au dollar pour se rapprocher de sa parité d'avant-guerre.

Dans ces circonstances plutôt favorables, la Conférence de Gênes, tenue en été 1922, a adopté les propositions anglaises visant à restaurer le régime de l'étalon-or. Mais par crainte d'une pénurie de métal jaune, cette conférence a autorisé la plupart des pays à constituer une partie de leurs réserves en devises elles-mêmes convertibles en or. Ainsi est né l'étalon de change-or, dont le bon fonctionnement incombait à des banques centrales indépendantes, mais travaillant en étroite collaboration. L'expression «coopération monétaire» internationale n'est donc pas une nouveauté.

Deux événements majeurs ont facilité ce retour aux changes fixes. C'étaient en 1923 la stabilisation réussie d'un mark rongé jusqu'alors par l'hyperinflation et en 1924 le succès de l'emprunt Dawes, qui allégeait le lancinant problème des réparations allemandes. A noter que cet emprunt international en faveur de la République de Weimar a déclenché un flux de fonds des Etats-Unis vers l'Europe, vers l'Allemagne en particulier, ces exportations de capitaux s'étant fortement accrues tout au long de la décennie. En 1925, la Grande-Bretagne a renoué officiellement avec sa parité d'avant-guerre. Un an plus tard enfin, dix-sept pays européens – dont la Suisse – étaient revenus à des parités-or fixes alors que la stabilisation du franc français, la seule monnaie importante qui flottait encore, n'allait pas tarder à se réaliser grâce aux efforts du troisième gouvernement Poincaré.

2.3 L'«âge d'or» des années vingt

La seconde moitié des années vingt est entrée dans l'histoire comme l'âge d'or de cette décennie, l'âge des années folles. La production industrielle et le revenu national ont en effet augmenté rapidement dans la plupart des pays en partie sous l'impact d'innovations technologiques, comme l'automobile, le cinéma, la radio et même l'aviation. La reprise économique, remarquable en Europe, a été plus vive encore aux Etats-Unis

puisque, en 1929, la production industrielle américaine était deux fois plus élevée qu'en 1914. Cette expansion et la vision optimiste de l'avenir dont cette période était imprégnée s'est naturellement traduite par une forte hausse du cours des actions. En 1928, ce mouvement s'est transformé en un extraordinaire boom boursier spéculatif qui a pris fin d'une façon si dramatique un certain jeudi d'octobre 1929.

3. Les problèmes économiques et monétaires des années vingt

Les origines de ce jeudi noir et de la dépression mondiale des années trente se situent précisément dans les années folles. Inaudibles sous les airs de charleston, les craquements annonciateurs de la débâcle s'amplifiaient: l'endettement international, le protectionnisme, les faiblesses fondamentales de l'étalon de change-or et les politiques monétaires contraires au bon fonctionnement de celui-ci.

3.1 Endettement international et protectionnisme

L'endettement international tout d'abord. Durant la guerre, les pays d'outre-mer étaient devenus de sérieux concurrents pour l'agriculture et pour les industries traditionnelles en Europe, comme le textile et la construction navale. De plus, les Etats-Unis avaient pris une forte avance dans les secteurs de pointe de cette époque: l'automobile, l'industrie électrique et celle des machines. L'incapacité des pays européens à s'adapter aux nouvelles techniques freinait leurs exportations qui n'étaient alors plus suffisantes pour compenser leurs importations. Ce déséquilibre commercial ne pouvait être financé que par un afflux de capitaux américains dont le principal bénéficiaire fut l'Allemagne qui s'en servit non seulement pour payer une part des réparations, mais encore pour soutenir sa propre reconstruction.

Ainsi les Etats-Unis sont peu à peu devenus le premier créancier net et l'Allemagne le premier débiteur net dans le monde. En soi, cette situation n'aurait pas été préoccupante si le marché américain avait été ouvert aux produits étran-

gers. Malheureusement, les Etats-Unis, déjà peu enclins, par tradition, à importer, avaient élevé de solides barrières douanières pour se protéger de la concurrence étrangère. Dans ces conditions, les nations endettées vis-à-vis des Etats-Unis, non seulement l'Allemagne mais aussi certains Etats latino-américains, qui devaient dégager des excédents commerciaux pour pouvoir rembourser leurs dettes, ne pouvaient le faire qu'au détriment des autres pays. Comme ces derniers cherchaient eux aussi à protéger leur industrie et leur agriculture par le biais de restrictions douanières, la résorption de la dette internationale était quasiment impossible.

Et la situation était encore compliquée par l'évolution des cours des produits de base dont la baisse durant ces années a fortement désavantagé les économies exportant presque essentiellement des biens agricoles – comme l'Australie, la Nouvelle-Zélande et nombre de pays latino-américains. La balance externe de ces pays s'est continuellement détériorée et leurs réserves de liquidités internationales ont fondu. En 1929, l'Argentine a abandonné l'étalon-or, suivie un an plus tard par l'Australie – signes précurseurs des difficultés monétaires que le monde entier allait connaître. Avec le recul, on peut dire que la prospérité des années folles était, en partie tout au moins, malsaine et précaire puisque, dans de nombreux cas, elle dépendait fortement de l'afflux de capitaux américains. Lorsque cette source s'est tarie en 1929, ces économies ont été rapidement plongées dans la récession.

3.2 Les faiblesses de l'étalon de change-or

Le régime d'étalon de change-or, élaboré à la Conférence de Gênes et qui a fonctionné dès 1925, était certainement une construction hybride, car, à côté de l'or, étalon ultime, il admettait non pas une mais plusieurs monnaies de réserve, le dollar, la livre et le franc français. Cette pluralité a certainement nuï à la stabilité du système puisque, dès qu'une monnaie-clé tendait à faiblir, les autorités monétaires changeaient brutalement la composition de leurs réserves. Durant les années vingt, ce phénomène a particulièrement affecté la monnaie anglaise. Les banques centrales convertissaient leurs ba-

lances sterling en or ou en autres devises au moindre signe de faiblesse de la livre.

Cette difficulté inhérente à la multiplicité des monnaies de réserve n'a cependant joué qu'un rôle mineur face aux deux défauts fondamentaux qui affligeaient le système: d'une part, le mauvais choix des parités, d'autre part, le refus des banques centrales de laisser jouer les processus de rééquilibrage des balances de paiements.

En 1925, Winston Churchill, alors chancelier de l'Echiquier, avait stabilisé la livre en la ramenant à son ancienne parité-or, celle de 1817. Compte tenu des développements qui s'étaient produits entre-temps, la livre devenait une monnaie nettement surévaluée, ce qui, en défavorisant les exportations du Royaume-Uni, poussait l'économie anglaise vers le marasme ou la déflation. Rappelons que, dès ce rétablissement de la parité, Keynes lui-même mena la polémique contre la politique churchillienne qu'il jugeait inopportune et déflationniste. Les mesures autoritaires envisagées pour faire baisser le niveau des prix, en tentant de réduire les coûts unitaires de travail, rencontrèrent une vive résistance syndicale qui culmina dans la grève générale de 1926. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que, durant la seconde moitié des années vingt, alors que l'économie mondiale se portait relativement bien, la croissance économique du Royaume-Uni ait été modeste.

La surévaluation de la livre était encore aggravée par la sous-évaluation du franc français. Ce dernier en effet avait été de facto stabilisé en 1926 au cinquième de sa parité-or d'avant-guerre. En conséquence, la France voyait ses exportations se redresser, sa balance des comptes devenir excédentaire et ses avoirs en livres auprès de la Banque d'Angleterre s'accroître. En raison de ce choix des parités, les déséquilibres externes tendaient alors à se creuser. Cependant que les fortes sorties de capitaux finançaient le déficit structurel allemand, les Etats-Unis, comme la France, affichaient un surplus de balance externe alors que la Grande-Bretagne était déficitaire.

3.3 Politique monétaire, politique de change et coopération monétaire

Ces déséquilibres auraient pu être corrigés si les autorités monétaires des grands pays avaient observé la règle de l'étalon de change-or selon laquelle les pays excédentaires laissent leur masse de monnaie et, par conséquent, leurs prix intérieurs s'élever, les pays déficitaires acceptant la chute des prix domestiques. Durant les années vingt, au contraire, les banques centrales neutralisèrent systématiquement l'impact sur la quantité de monnaie nationale des variations de leurs réserves causées par des balances externes déséquilibrées.

Cette critique s'adresse en premier lieu au Système de Réserve Fédérale qui, en dépit d'un fort afflux d'or, n'a pas laissé croître la masse monétaire américaine mais a choisi, pour des raisons de politique économique intérieure, de stériliser les entrées de métal jaune par des opérations d'open market. En empêchant ainsi le relèvement du niveau des prix outre-Atlantique, il favorisait artificiellement le maintien du surplus externe des Etats-Unis et poussait les autres pays à suivre des politiques plus déflationnistes qu'il n'était nécessaire.

Il est aussi courant d'attribuer l'échec de l'étalon de change-or au manque de collaboration entre les banques centrales. L'opinion sur ce point doit être plus nuancée. La coopération entre autorités monétaires a bien joué entre 1919 et 1925 lorsqu'il s'est agi de stabiliser les monnaies européennes. Malheureusement, vers la fin des années vingt, quand les difficultés ont surgi et qu'il aurait fallu prendre des mesures communes pour assurer la stabilité des changes, ces mesures ont paru inconciliables avec les objectifs économiques intérieurs, car, en dépit de leur indépendance, consacrée par la Conférence de Gênes en 1922, les banques centrales n'avaient pu se soustraire aux pressions politiques.

C'est ainsi que l'Angleterre était alors aussi peu encline à resserrer une politique monétaire déjà restrictive que les Etats-Unis et la France ne l'étaient à assouplir la leur. Les gouvernements et les banques centrales redoutaient en fait de faire supporter à leurs économies les coûts inévi-

tables du rétablissement de l'équilibre externe, tout en exigeant que les autres prennent les mesures d'ajustement nécessaires. Dès lors, les déséquilibres s'accumulèrent; le premier grain de sable tombant dans la machine pouvait déclencher à tout moment une catastrophe.

4. La dépression des années trente

4.1 La crise américaine

La machine en fait commença à se gripper dès le premier semestre 1929 durant lequel l'expansion atteignit son apogée dans la plupart des pays. Aux Etats-Unis, la croissance de la production industrielle faiblit à ce moment-là: signe certain d'un ralentissement conjoncturel, signe avant-coureur peut-être d'une récession, qui s'est transformée en dépression à une vitesse que l'on est encore en mal d'expliquer. S'il n'a pas déclenché la crise, l'effondrement des cours à Wall Street a sans doute joué un rôle en la renforçant et en l'accéléralant.

D'après Friedman et Schwartz, la vraie raison de la grande dépression américaine tient à la politique monétaire beaucoup trop restrictive que le Système de Réserve Fédérale a menée entre 1929 et 1933. La passivité des autorités monétaires face aux faillites bancaires qui ont touché le pays en trois vagues successives – en octobre 1930, en mars 1931 et en mars 1933 – fut le facteur décisif. Près de 10 000 banques ont fait banqueroute à ce moment-là; elles représentaient environ un cinquième du total des dépôts bancaires. Les faillites ont non seulement engendré des pertes en capital; elles ont surtout provoqué une forte contraction de la masse monétaire. Selon ces économistes, l'absence de réaction de la Réserve Fédérale s'explique en partie par le conflit interne qui opposait les activistes de la Federal Bank de New York et les conservateurs du Board à Washington.

4.2 Extension de la crise

A la fin des années vingt, le boom boursier outre-Atlantique avait quasiment tari le flux des capitaux américains vers l'Europe, ce qui a obligé les

banques centrales européennes, la Reichsbank en particulier, à relever les taux d'intérêt. En conséquence à partir de 1929 la situation économique s'est rapidement dégradée en Europe, et notamment en Allemagne. La faillite du Creditanstalt autrichien en mai 1931 a marqué le début de la crise financière qui se propagea rapidement à d'autres pays, touchant tout d'abord les banques allemandes. Durant l'été, plusieurs instituts d'émission, dont le nôtre, suivirent l'exemple de la Banque de France et demandèrent la conversion en or de leurs avoirs en livres. La Banque d'Angleterre fut alors contrainte, le 21 septembre 1931, de suspendre la convertibilité de sa monnaie et de dévaluer celle-ci de 30%. Cette dévaluation sonna le glas de l'étalon de change-or qui n'avait duré que six ans. Lors de la Conférence économique mondiale tenue en juin 1933 à Londres, les efforts internationaux pour lutter contre la crise achoppèrent sur la question monétaire et, jusqu'en 1939, la coopération internationale et le libre-échange firent place à la course aux dévaluations, au protectionnisme et au bilatéralisme commercial.

5. L'histoire se répète-t-elle?

Les événements qui ont caractérisé la grande dépression – le chômage massif, la déflation, la chute du niveau de vie et les faillites bancaires – ont ébranlé la confiance dans les mécanismes d'ajustement automatique des économies. Les interventions de l'Etat pour stabiliser la conjoncture sont devenues populaires et, conséquence normale, les moyens d'intervention de la politique économique ont été renforcés un peu partout. Sur le plan international, en particulier, la Conférence de Bretton Woods en 1944 a mis en place un régime de changes fixes qui devait empêcher la course aux dévaluations des années 30 et la prise de mesures protectionnistes destinées à redresser les balances courantes. Pour ce faire, le Fonds monétaire international a été institué avec pour tâche essentielle de surveiller l'application des mécanismes de stabilisation des changes et d'octroyer des crédits aux pays confrontés à des difficultés de paiements extérieurs. Si, en 1947/48, la Conférence de la Havane n'a pas réussi à créer un système généralisé de libre-échange, elle a du moins permis la

naissance du GATT dans le cadre duquel plusieurs rounds de négociations douanières ont été menés à bonne fin.

Après la deuxième guerre mondiale, l'essor économique général et la foi dans le succès des politiques anticycliques ont peu à peu estompé le souvenir de la grande dépression. Etant donné les leçons des années vingt et trente, on estimait impossible, en effet, qu'une telle catastrophe économique puisse se reproduire. Si les deux chocs pétroliers avaient certes déjà remis en cause les possibilités d'une croissance continue des économies, ce n'est qu'en 1982, quand la crise de l'endettement a éclaté, que la vulnérabilité du système économique international tant réel que financier est redevenue perceptible. Nous sommes conduits aujourd'hui à prêter une attention croissante à une série de dangers comme, par exemple, l'accumulation des déficits américains, la résurgence des pressions protectionnistes et le risque d'une baisse exagérée du dollar, qui pourrait freiner la reprise économique en Europe et y accroître un chômage déjà élevé.

Les déséquilibres économiques actuels s'apparentent sur des points essentiels à ceux des années vingt. Est-ce une raison suffisante pour craindre une dépression mondiale et l'écroulement du système financier international? Je ne le pense pas et cela pour trois raisons. Premièrement, les enseignements du passé, ceux des années vingt en particulier, ne sont pas totalement oubliés comme on l'a vu lorsque le problème de l'endettement – véritable épée de Damoclès – a surgi. Deuxièmement, aux solutions dogmatiques, on préfère aujourd'hui des voies plus pragmatiques comme l'ont montré les discussions qui ont suivi l'effondrement du régime de Bretton Woods. Troisièmement, enfin, la politique monétaire actuelle des pays industrialisés est plus éclairée, plus prudente et plus rationnelle qu'elle ne l'était alors.

Le problème de l'endettement international actuel est sans doute plus périlleux que celui des années vingt. A vrai dire, les deux situations ne sont guère comparables puisque, de nos jours, il n'est question ni de dette de guerre, ni de réparations. Les dettes d'alors étaient avant tout inter-étatiques, de sorte que les pertes dues aux

cessations de paiement grevaient le budget des Etats sans affecter directement le système bancaire. Quant aux dettes internationales privées, celles des Allemands en particulier, elles résultaient surtout d'emprunts obligataires en devises, placés principalement sur le marché américain. L'investisseur était donc seul à supporter les éventuelles difficultés de paiement du débiteur, les banques n'étant pas directement impliquées. Aujourd'hui, en revanche, l'endettement est dangereux parce que les crédits bancaires prédominent. En conséquence, si des suspensions de paiement devaient se produire, elles pourraient potentiellement ébranler la confiance en la solvabilité des banques et menacer par là la solidité du système financier mondial lui-même.

Quelle que soit la nature des dettes internationales, nous devons toujours garder à l'esprit deux des leçons que nous ont enseignées les années vingt. La première, c'est que l'arrêt brutal des entrées de capitaux – comme l'Allemagne l'a subi à la fin de cette décennie-là – peut plonger un pays endetté dans de sérieuses difficultés et engendrer une réaction en chaîne mettant en péril le système bancaire tout entier. Dans la situation actuelle, ce danger a pu être écarté grâce à l'action des institutions internationales, comme le Fonds monétaire et la Banque des Règlements Internationaux, qui ont coordonné la consolidation et l'octroi de crédits aux pays en difficulté. La deuxième leçon, c'est qu'une solution à long terme au problème de l'endettement est subordonnée à la réalisation d'excédents commerciaux par les pays endettés, ce qui présume que ceux-ci connaissent une croissance économique suffisante. Il semble, hélas, que ce lien n'est pas suffisamment reconnu vu que la tendance au protectionnisme se renforce. Ce phénomène constitue non seulement une sérieuse menace pour le libre-échange mondial, mais il ne fait que rendre plus compliquées encore les solutions au problème de l'endettement.

L'histoire de l'après Bretton Woods illustre l'attitude actuelle plus souple et plus pragmatique des gouvernements et des banques centrales. Le régime des changes fixes instauré en 1944 a officiellement duré vingt-sept ans. C'est en 1971 en effet que les Etats-Unis ont suspendu la con-

vertibilité-or du dollar, marquant de manière formelle la fin du système de Bretton Woods. Ce dernier a capoté pour la même raison que l'éta- lon de change-or des années vingt, à savoir le refus ou l'incapacité des pays, des pays à monnaie de réserve en particulier, de respecter les règles afférentes au régime des changes fixes, qui gênaient leurs objectifs de politique intérieure. Mais, contrairement à ce qui s'est produit après la première guerre mondiale, on n'a pas essayé durant les quinze dernières années de restaurer l'ancien système monétaire international bien que les espoirs mis dans le flottement des monnaies ne se soient pas, et de loin, tous réalisés. Les changes sont restés extrêmement variables, non seulement en termes nominaux, mais aussi en termes réels – c'est-à-dire en valeurs corrigées des différences d'inflation –, forçant par là de nombreuses industries à de profondes et coûteuses restructurations.

Le maintien des changes flexibles s'explique principalement par la volonté de ne pas répéter les expériences décevantes faites sous le régime précédent. Pour qu'un système de changes fixes fonctionne correctement et sans révisions trop fréquentes des parités, certaines conditions préalables doivent être remplies qui ne le sont pas à l'heure actuelle. Tout d'abord et principalement, tous les grands pays doivent suivre des politiques économiques axées sur la stabilité, sur celle des prix en particulier. De plus, il manque un chef de file pour conduire la réforme comme l'Angleterre l'a fait après 1918 et les Etats-Unis après 1945. Au lieu de recourir à de grandes conférences monétaires internationales, dont l'utilité paraît faible, on met de nos jours beaucoup plus l'accent sur une meilleure coordination des politiques économiques. Sans doute, une zone monétaire régionale peut-elle contribuer à la stabilité des changes. Le Système monétaire européen a fonctionné jusqu'à maintenant de manière satisfaisante, lors même que les événements les plus récents ont mis en lumière les difficultés que ne manquerait pas de connaître la mise en œuvre d'un tel système sur le plan mondial. Une grande partie des problèmes monétaires internationaux actuels disparaîtrait si les Etats-Unis, en tant qu'économie dominante, menaient avec succès et continuité une politique économique visant à la stabilité des prix et à

l'équilibre tant externe que budgétaire. Les autres pays seraient alors plus susceptibles et mieux en mesure de rétablir une parité stable sinon fixe entre le dollar et leur monnaie.

Mais une telle évolution nécessitera des politiques monétaires cohérentes. Depuis le passage aux changes flexibles, mais surtout depuis le deuxième choc pétrolier, stabiliser les prix est devenu dans la plupart des pays l'objectif primordial des autorités monétaires. Ce n'est donc pas par hasard que le renchérissement a fortement diminué ces dernières années dans les pays de l'OCDE et que les écarts d'inflation importants qui séparaient les principales économies occidentales tout récemment encore se sont resserrés.

Comparée à celle des années vingt, la nature de la politique monétaire a très nettement changé. D'une part, les relations qui lient la monnaie, les prix et l'activité réelle sont mieux comprises aujourd'hui qu'elles ne l'étaient alors. D'autre part, ces meilleures connaissances théoriques ont été partiellement incorporées dans la conduite pratique des politiques monétaires actuelles. Aujourd'hui, il serait par exemple impensable qu'une banque centrale déclenche ou tolère une contraction monétaire aussi importante que celle qui s'est produite outre-Atlantique au début des années trente. Dans ces conditions, les craintes parfois exprimées ces derniers temps de voir le monde tomber dans une nouvelle déflation ne sont manifestement pas fondées. A cela s'ajoute l'habitude prise par les banques centrales de publier leurs objectifs monétaires, ce qui rend leur politique plus transparente et permet aux médias et à l'opinion publique de scruter, de commenter et, à l'occasion, de critiquer l'action des autorités monétaires.

Cette observation s'applique également à la Banque nationale. La prospérité de la Suisse dépendant fortement de la capacité concurrentielle de son économie, et notamment de ses secteurs d'exportation, il est essentiel que notre politique monétaire soit compréhensible et comprise au regard à la fois de l'objectif de stabilité des prix et de son effet probable sur le cours du franc. Reconnaissons cependant que les critiques n'ont pas toujours la tâche facile. En 1984

et 1985, face à une inflation qui restait élevée, la crainte de nous voir suivre une politique trop expansive a été souvent exprimée. La faiblesse relative du franc sur le marché des changes semblait donner quelque substance à cette opinion. En 1986, au contraire, notre action était jugée trop restrictive et susceptible de pousser à une appréciation généralisée de notre monnaie, et cela d'autant plus que, l'an dernier, plusieurs pays industrialisés, dont la République fédérale d'Allemagne, ont dépassé parfois largement leurs objectifs monétaires. Dans l'ensemble, ces jugements ont été démentis par les faits puisque les taux d'inflation ont baissé et le franc est resté stable sauf, pour des raisons évidentes, vis-à-vis du dollar.

Qu'en sera-t-il à l'avenir? Poursuivant sur sa lancée, la Banque nationale s'est fixé pour objectif en 1987 une croissance de la monnaie centrale ajustée de 2%, ce qui devrait garantir la stabilité à long terme des prix en Suisse, tout en laissant à notre économie une marge de manœuvre suffisante à son expansion. En soi, la politique monétaire ne devrait pas être une source d'altération du cours de notre monnaie ni dans un sens ni dans l'autre.

De nouvelles perturbations ne sont cependant pas exclues sur le marché des changes. Comme on a pu l'observer une nouvelle fois au début de cette année, la dépréciation du dollar se répercute d'une manière différenciée suivant les devises. Et bien que cette dépréciation ait des effets négatifs sur une partie substantielle de nos exportations, il est encourageant de constater que, contrairement à ce qui s'était passé en 1978, le franc suisse ne s'est pas apprécié vis-à-vis des autres monnaies fortes telles que le mark allemand, le florin ou le yen. Les chances sont bonnes qu'il en soit ainsi à l'avenir et les risques demeurent limités que la Banque nationale soit contrainte, comme en 1978, d'abandonner temporairement son objectif monétaire intérieur. A mon avis, rien ne permet actuellement de croire que l'un quelconque des grands pays industrialisés ait renoncé à sa lutte contre l'inflation. Néanmoins, au moment où elle a publié son objectif de croissance monétaire pour 1987, la Banque nationale s'est de nouveau déclarée prête à en dévier en cas d'événements impré-

vus. Toutefois, nous ne sommes pas prêts à relâcher notre politique au moindre orage sur le marché des changes ou à intervenir à la moindre appréciation du franc.

Il a été dit récemment que les catastrophes économiques tendent à se reproduire tous les 60 ans. Après ce laps de temps en effet, la génération qui a connu la dernière crise est éteinte et la société tout entière moins sensible aux signes avant-coureurs de crise. Si c'était le cas, le monde économique aborderait maintenant des terres dangereuses. Cependant, toutes les leçons du passé n'ont pas été oubliées, comme le montre le comportement actuel des autorités monétaires face à la crise de l'endettement. Elles se souviennent de l'entre-deux-guerres et elles savent qu'elles doivent veiller avant tout à la stabilité du système bancaire et financier tant national qu'international. D'un autre côté, leur attitude plus pragmatique face aux problèmes posés par le système monétaire international semble être aussi un héritage de ce temps-là. La priorité donnée à la lutte contre l'inflation, condition essentielle de la stabilité des changes, constitue un grand progrès. Nous savons cependant que la victoire définitive n'est pas encore ac-

quise, qu'elle ne le sera jamais et que la situation actuelle recèle des périls certains.

Dans le domaine du commerce extérieur en particulier, on paraît malheureusement avoir oublié les leçons du passé. J'en veux pour preuve le retour menaçant et grandissant du protectionnisme. Le développement fulgurant des mouvements de capitaux et des transactions financières n'est sans doute que partiellement justifié par les nécessités de l'économie réelle et il comporte des dangers dont nous ne pouvons totalement mesurer ni l'ampleur ni la portée.

Le rappel des développements historiques ne répond pas seulement à la curiosité de l'esprit. Il correspond à un besoin fondamental. Il doit permettre à la mémoire longue de l'emporter sur les considérations à court terme. Si comparaison n'est pas raison, si le rapprochement de la situation actuelle de celle des années vingt n'est pas pleinement pertinent, il nous rend au moins attentifs aux problèmes et aux périls de l'heure. Il peut même nous aider à éviter de répéter les erreurs si funestes du passé. Quant à la possibilité d'en commettre de nouvelles, notre liberté d'action reste entière.

Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz

Hans-Jürg Büttler, Franz Ettlín und Eveline Ruoss*

1. Einleitung

Das gesamtwirtschaftliche Produktionspotential entspricht der Menge von Gütern und Dienstleistungen eines Landes, die bei normaler Vollaustlastung der verfügbaren Produktionsfaktoren erzeugt werden kann. Aufgrund von Veränderungen im Nutzungsgrad der Produktionsfaktoren weicht der tatsächliche Verlauf der gesamtwirtschaftlichen Leistung zeitweise von ihrer relativ stetigen potentiellen Entwicklung ab. Es handelt sich dabei hauptsächlich um kurz- und mittelfristige Differenzen im Konjunkturverlauf. Über einen längeren, mehrere Konjunkturzyklen umfassenden Zeitraum ergibt sich normalerweise eine enge Übereinstimmung zwischen dem effektiven und dem potentiellen Produktionstrend.

Prognosen über das Wachstum der potentiellen Produktion von Gütern und Dienstleistungen stellen für eine Zentralbank, die mittelfristig ein stabiles Preisniveau anstrebt, eine wichtige Entscheidungsgrösse dar. Das Preisniveau bleibt nur dann stabil, wenn die Geldmenge im Ausmass der Liquiditätsbedürfnisse der Wirtschaft ausgedehnt wird. Steigt das Geldangebot stärker als die Geldnachfrage, so erhöht sich entsprechend das Preisniveau, ist die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft ungenügend, so entsteht ein deflationärer Druck. Die Höhe der Geldnachfrage hängt einerseits von der Entwicklung der potentiellen Produktion und andererseits von der mittelfristigen Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ab, die ihrerseits von Faktoren wie Innovationen im Zahlungsverkehr beeinflusst wird. Unter der Annahme, dass sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nicht verändert, sollte die Geldmenge im Ausmass des Wachstums der potentiellen Produktion ausgedehnt werden, um ein stabiles Preisniveau zu

erreichen. Schätzungen über das potentielle Wachstum der schweizerischen Wirtschaft kommen deshalb – neben regelmässigen Untersuchungen der Geldnachfrage – bei der Festlegung des mittelfristigen geldpolitischen Kurses der Nationalbank grosse Bedeutung zu. Die Nationalbank geht davon aus, dass das mittelfristige Potentialwachstum knapp 2% beträgt. Im vorliegenden Beitrag sollen die Grundlagen dieser Annahme dargestellt werden.

Es gibt verschiedene Schätzverfahren zur empirischen Bestimmung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials. (Für eine Übersicht verschiedener Methoden siehe z. B. Christiano [1981]). Die teilweise dazu benötigten, desaggregierten Daten sind für die Schweiz jedoch nicht verfügbar. Die folgenden Schätzungen des Wachstums der potentiellen Produktion für die Jahre 1986 bis 1990 basieren deshalb einerseits auf relativ einfachen Methoden der Trendextrapolation, nämlich der spitzenbasierten und der auslastungsgradbereinigten Trendextrapolation, sowie der Produktionsfunktionsschätzung andererseits. Als Mass für die gesamtschweizerische Produktion dient das reale Bruttoinlandprodukt. Die Ergebnisse der Schätzungen sind in Tabelle 1 zusammengestellt.

Tabelle 1: Wachstumsprognosen des potentiellen Bruttoinlandprodukts für 1986–1990¹

Spitzenbasierte Trendextrapolation (trend through peak)	1,6
Auslastungsgradbereinigte Trendextrapolation	1,8 – 2,0
Produktionsfunktion	1,7 – 1,8

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahr

Im Abschnitt 2 werden die beiden Extrapolationsverfahren, im Abschnitt 3 die Schätzung des Potentialwachstums mittels einer Produktionsfunktion näher erläutert und die detaillierten Ergebnisse präsentiert.

* Volkswirtschaftliche Abteilung der Schweizerischen Nationalbank

2. Trendextrapolation

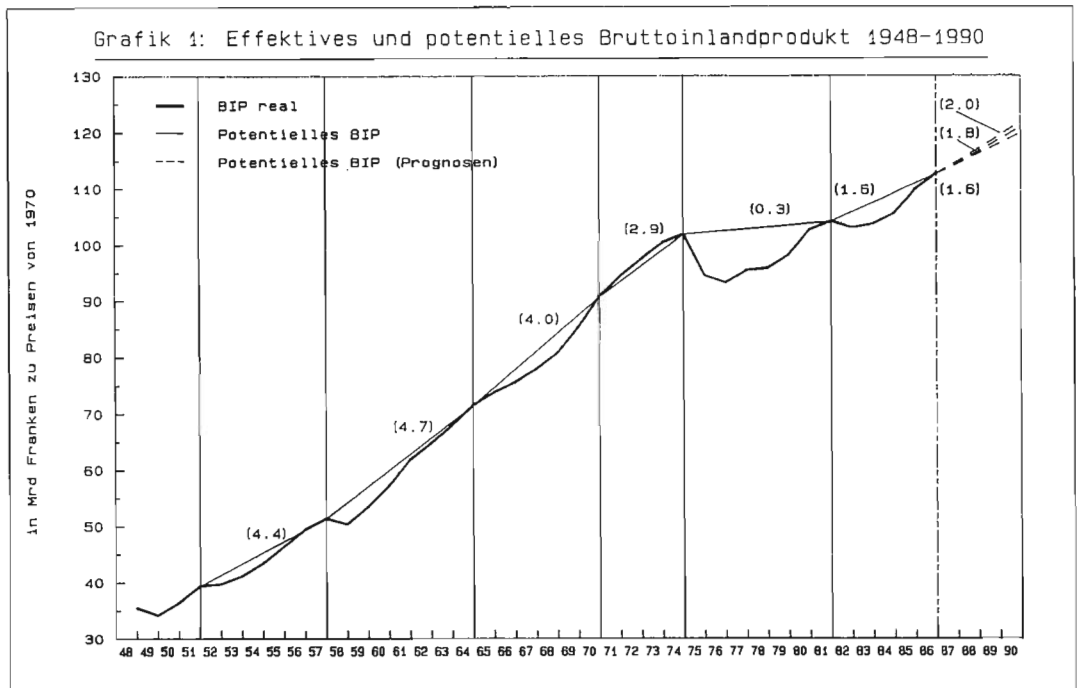
2.1 Spitzenbasierte Trendextrapolation

Einen ersten Anhaltspunkt über das zukünftige Potentialwachstum erhält man aus der Extrapolation der Trendlinie, die das effektive Produktionsvolumen in den beiden letzten konjunkturellen Höhepunkten miteinander verbindet. Diese spitzenbasierte Trendextrapolation («trend through peak») gründet auf der Idee, dass das Produktionspotential in den konjunkturellen Höhepunkten voll und damit gleich stark ausgelastet ist. Unter dieser Annahme entspricht die Wachstumsrate der Produktion zwischen zwei konjunkturellen Höhepunkten dem Zuwachs des Produktionspotentials, und die Abweichungen zwischen dem effektiven und potentiellen Verlauf der Produktion widerspiegeln die Schwankungen der Potentialauslastung in den unterschiedlichen Konjunkturphasen. Für die Prognose des Potentialwachstums wird die entsprechende Wachstumsrate zwischen den beiden jüngsten konjunkturellen Höhepunkten unter der Annah-

me, dass die zugrundeliegenden Wachstumsfaktoren unverändert bleiben, extrapoliert.

Grafik 1 zeigt die Entwicklung des realen Bruttoinlandprodukts seit 1948 sowie die Entwicklung des potentiellen Bruttoinlandprodukts gemäss dem spitzenbasierten Trendverfahren¹. Die Zahlen in Klammern entsprechen dem durchschnittlichen Jahreswachstum des Produktionspotentials in den entsprechenden Zeitabschnitten, die durch vertikale Linien abgegrenzt sind. Die durchgezogenen vertikalen Linien bezeichnen die konjunkturellen Höhepunkte², während die gebrochene vertikale Linie den vorläufig dem Jahre 1986 zugeordneten, letzten konjunkturellen Höhepunkt wiedergibt. Für die Jahre 1986 bis 1990 sind die Prognosewerte des potentiellen Bruttoinlandprodukts gemäss den drei erwähnten Berechnungsverfahren eingezeichnet (vgl. Tabelle 1).

Auffallend ist in Grafik 1 die markante Verlangsamung des aufgrund des spitzenbasierten Trendverfahrens gemessenen Potentialwachstums



nach der Rezession von 1975/76. Während das potentielle Bruttoinlandprodukt zwischen 1948 und 1974 mit einer jährlichen Rate von 2,9%–4,7% zunahm, stieg es zwischen 1974 und 1981 lediglich um 0,3%. Eine Verlangsamung des Potentialwachstums nach 1974 erscheint plausibel, da dem Arbeitsangebot infolge der restriktiveren Fremdarbeiterpolitik engere Grenzen gesetzt wurden. Die Verwendung des spitzenbasierten Trendverfahrens führt indessen dazu, dass das Potentialwachstum zwischen 1974 und 1981 unterschätzt wird. Der Hauptgrund liegt darin, dass dem Strukturbruch infolge des starken Rückgangs der Zahl ausländischer Arbeitskräfte und der Umstrukturierung im Anschluss an den ersten Ölpreisschock nicht angemessen Rechnung getragen wird. Für die zweite Hälfte der siebziger Jahre wird infolgedessen das Niveau des Produktionspotentials zu hoch und das Potentialwachstum dementsprechend zu klein ausgewiesen.

Für die Prognose der potentiellen Produktion bis zum Jahr 1990 wurde der potentielle Wachstumspfad zwischen 1981 und 1986 extrapoliert. Die entsprechende Wachstumsrate des Produktionspotentials beträgt 1,6%. Da der Auslastungsgrad des Faktors Arbeit im Jahre 1986 jedoch tiefer war als im Jahre 1981 – die Arbeitslosenquote betrug 0,8% gegenüber 0,2% im Jahre 1981 –, wird das Wachstum des Produktionspotentials zwischen diesen beiden konjunkturellen Höhepunkten und damit auch das Wachstum bis zum Jahre 1990 unterschätzt.

2.2 Auslastungsgradbereinigte Trendextrapolation

Angesichts der Probleme, die mit der Verwendung des spitzenbasierten Trendverfahrens nach 1974 verbunden sind, empfiehlt sich als Alternative zur Bestimmung des Potentialwachstums ein modifiziertes Trendverfahren. Diese Methode – ebenfalls eine Form der Trendextrapolation aufgrund der effektiven Produktionsentwicklung – soll vor allem die Verzerrung der Ergebnisse durch den Strukturbruch in der Mitte der siebziger Jahre sowie den unterschiedlichen Auslastungsgrad des Produktionspotentials in den Trendverankerungspunkten vermeiden.

Der Strukturbruch, der sich hauptsächlich zwischen 1974 und 1976 vollzog, führte zu einer markanten Niveausenkung des Beschäftigungs- und Produktionstrends. Wegen dieses Trendbruchs werden die Produktions- und Beschäftigungsdaten frühestens ab 1976 herangezogen.

Durch die Wahl der Jahre 1976 und 1985 als Trendstützpunkte ergibt sich für die potentielle Produktion eine durchschnittliche Wachstumsrate von 1,8% (vgl. Grafik 2).

Da der Anteil der Arbeitslosen an der Zahl der Erwerbstätigen³ in beiden Jahren 1,0% betrug, ist dieses Ergebnis kaum durch einen generellen Unterschied im Auslastungsgrad des Faktors Arbeit verzerrt. Die beiden Jahre unterscheiden sich hingegen wesentlich in bezug auf den Mangel an gelernten Arbeitskräften in der Industrie⁴. Aus diesem Grund wurde wahlweise anstelle des Jahres 1976 das Jahr 1979 als Trendverankerungspunkt verwendet, in dem der Auslastungsgrad bezüglich der gelernten Arbeitskräfte gleich hoch war wie im Jahre 1985. Bei Verwendung dieser Trendverankerungspunkte ergibt sich jedoch kein wesentlicher Unterschied in der Zuwachsrate.

Für die Prognose der potentiellen Produktion bis 1990 wird die zwischen 1976 und 1985 gemessene Wachstumsrate von 1,8% extrapoliert. Diese Wachstumsrate lässt sich in einen jährlichen Beschäftigungszuwachs von 0,5% und einen Anstieg der Produktivität von 1,3% (Produktionszuwachs pro beschäftigte Person) aufspalten. Eine etwas höhere Prognose von 2,0% für das Potentialwachstum erhält man, wenn nur die Produktivitätskomponente extrapoliert, die Beschäftigungskomponente dagegen auf 0,7% erhöht

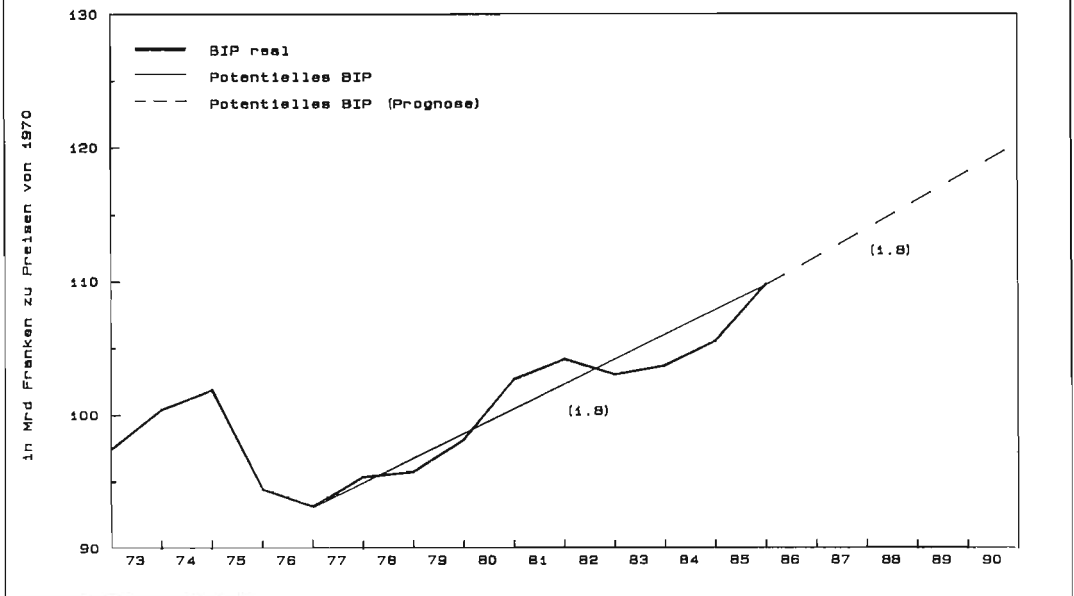
¹ Reales Bruttoinlandprodukt 1948–1985: Nationale Buchhaltung; reales Bruttoinlandprodukt 1986: Schätzung der Subkommission Wirtschaftsprognosen der Kommission für Konjunkturfragen vom Dezember 1986.

² Zur Bestimmung der konjunkturellen Höhepunkte zwischen 1948 und 1981 vgl. Béguelin (1983).

³ Arbeitslose = Ganzarbeitslose plus Tellarbeitslose und Kurzarbeiter, umgerechnet auf Ganzarbeitslose, vgl. OECD (1985).

⁴ Vgl. Biga-Umfrage bezüglich Mangel und Überfluss an Arbeitskräften, vierteljährliche Beschäftigungsstatistik in: «Die Volkswirtschaft».

Grafik 2: Effektives und potentielles Bruttoinlandprodukt 1973–1990



wird. Dieser alternative Wert lässt sich aus einer vom Bundesamt für Statistik erstellten Projektion der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ableiten, falls angenommen wird, dass die potentielle Erwerbsquote unverändert bleibt.⁵

Bildet sich die Arbeitslosenquote, die im Jahre 1985 mit 1,0% relativ hoch war, in den nächsten Jahren zurück, kann das effektive Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes über der potentiellen Zunahme von 1,8–2% liegen. Aufgrund der Erfahrungen in den letzten zehn Jahren bewirkt eine Reduktion der Arbeitslosenquote um einen Zehntel Prozentpunkt einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion um etwa 0,3%. Diese überproportionale Reaktion der Produktion auf Veränderungen der Arbeitslosenquote beruht hauptsächlich auf der zur Entwicklung der Arbeitslosigkeit gegenläufigen Bewegung der Erwerbsquote, die in der Schweiz besonders ausgeprägt ist. So würde beispielsweise ein Rückgang der Arbeitslosenquote auf 0,5% bis zum Jahre 1990 die Produktion um insgesamt 1,5% anheben. Damit ergäbe sich eine Erhöhung des effektiven Produktionstrends um jährlich 0,3% auf 2,1% bzw. 2,3%.

3. Gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion

Die dritte Methode zur Berechnung des potentiellen Sozialproduktes gründet auf der empirischen Schätzung einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion. Die gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion beschreibt den durch den Produktionsprozess gegebenen Zusammenhang zwischen dem Bruttoinlandprodukt (output) und den Produktionsfaktoren (input). Im allgemeinen werden zwei Produktionsfaktoren, nämlich der Kapitalstock und die vorhandenen Arbeitskräfte, ausdrücklich berücksichtigt, während der Beitrag des technischen Fortschritts nur implizit in Abhängigkeit der Zeit ausgedrückt wird.

⁵ Als Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird die mittlere wirtschaftlich relevante Bevölkerung – einschliesslich der ausländischen Saisonarbeiter und Grenzgänger – in der Altersgruppe 20–64 Jahre bezeichnet, vgl. Bundesamt für Statistik, Szenarien zur Entwicklung der Bevölkerung in der Schweiz 1984–2025, Nebenvariante 1B, Bern 1985. Bei dieser Projektion wurde der Anteil der ausländischen Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung auf dem Niveau des Jahres 1984 konstant gehalten.

Der Zusammenhang zwischen den Produktionsfaktoren und der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird durch die gewählte Form und die Koeffizienten der Funktion bestimmt.

Es gibt eine Mehrzahl an möglichen Produktionsfunktionen, die bestimmten theoretischen Anforderungen genügen. In den nächsten beiden Abschnitten werden zwei der bekanntesten, die Cobb-Douglas-Produktionsfunktion und die CES-Produktionsfunktion, geschätzt. Die in den Tabellen 2 und 3 dargestellten Ergebnisse zeigen, dass beide Produktionsfunktionen für die Schweiz im untersuchten Zeitraum identisch sind. Für die Schätzung des Wachstums des potentiellen Bruttoinlandprodukts wird deshalb die einfachere Cobb-Douglas-Funktion verwendet.

In einem ersten Schritt werden die Koeffizienten der Produktionsfunktion geschätzt, indem das effektive reale Bruttoinlandprodukt auf die Faktoren Arbeit und Kapital regressiert wird. Als Mass für den Faktor Arbeit werden die jährlich in der Schweiz geleisteten Arbeitsstunden und als Mass für den Kapitaleinsatz der um den Auslastungsgrad bereinigte Kapitalstock verwendet. Die Beschreibung der Reihen befindet sich im Anhang.

Zur Bestimmung des Wachstums der potentiellen Produktion werden in die empirisch geschätzte Produktionsfunktion jene Werte für die Produktionsfaktoren eingesetzt, die sich bei Vollbeschäftigung ergäben. Die Festlegung der Vollbeschäftigungsbedingungen wird in Abschnitt 3.3 erläutert.

Um einen Eindruck über den möglichen Streubereich der Wachstumsrate des potentiellen Bruttoinlandprodukts zu gewinnen, wurden drei Werte berechnet, nämlich eine untere Grenze, ein «wahrscheinlichster» Wert und eine obere Grenze. Dieser «wahrscheinlichste» Wert dürfte zwischen 1,7 und 1,8% pro Jahr liegen (vgl. Tabelle 1). Die untere und obere Schranke von 1,2% bzw. 2,1% ergibt sich aus der Verwendung der schlechtest- bzw. bestmöglichen Entwicklung der Arbeitsstunden in der geschätzten Produktionsfunktion (vgl. Tabelle 5).

3.1 Cobb-Douglas-Produktionsfunktion

Ausgangspunkt für die empirische Schätzung der Cobb-Douglas-Produktionsfunktion ist die allgemeine Form

$$(1) \quad y = \varepsilon \cdot e^{\alpha \cdot t} (k_i \cdot k \cdot e^{\beta \cdot a})^{(1-\nu)} (n_i \cdot n \cdot e^{\gamma \cdot t})^{\nu} \cdot e^u$$

Es bedeuten:

- y Reales Bruttoinlandprodukt (beobachtet).
- ε Effizienzparameter, $\varepsilon \geq 0$.
- α Hicks-neutrale technische Fortschrittsrate, falls $\beta = \gamma = 0$; $\alpha \geq 0$.
- β Solow-neutrale technische Fortschrittsrate, falls $\alpha = \gamma = 0$; $\beta \geq 0$.
- γ Harrod-neutrale technische Fortschrittsrate, falls $\alpha = \beta = 0$; $\gamma \geq 0$.
- t Zeit.
- k Kapitalstock der Volkswirtschaft.
- k_i Kapitalauslastungsgrad.
- a Mittleres Alter des Kapitalstocks.
- n Jährlich geleistete Arbeitsstunden in der Volkswirtschaft.
- n_i Arbeitsauslastungsgrad.
- ν Produktionselastizität in bezug auf den Faktor Arbeit.
- u Zufallsvariable mit Erwartungswert Null und unkorrelierter Varianz.

Die Beziehung von Gleichung (1) besagt zum Beispiel, dass sich die Produktion verdoppelt, wenn die Einsätze von Arbeit und Kapital unter sonst gleichen Bedingungen verdoppelt werden. Wenn bei konstantem Kapital-zu-Arbeits-Verhältnis die Produktion je Kapitaleinheit proportional gleich stark steigt wie die Produktion je Arbeitseinheit, dann liegt ein Hicks-neutraler technischer Fortschritt vor, der durch die Rate α in Gleichung (1) dargestellt wird. Beim Harrod-neutralen technischen Fortschritt steigt die Effektivität des Arbeitseinsatzes (γ) im Zeitablauf bei konstantem Kapital-zu-Produktions-Verhältnis. Umgekehrt steigt im Falle des Solow-neutralen technischen Fortschritts die Effektivität des Kapitaleinsatzes (β) im Zeitablauf bei konstantem Arbeit-zu-Produktions-Verhältnis.

Die folgende Schätzung der potentiellen Produktion fusst auf einer vereinfachten Form von Gleichung (1), weil folgende zwei Variablen empirisch nicht zur Verfügung stehen. Erstens konnte

Tabelle 2: Lineare Schätzungen der Cobb-Douglas-Produktionsfunktion

Koeffizienten	Gl. (5)	Gl. (5)	Gl. (6)	Gl. (6)'	Gl. (6)''
$\ln(\varepsilon_1)$	9,27 (96,35)	9,28 (118,37)	-	-	-
$\ln(\varepsilon_2) - \ln(\varepsilon_1)$	-0,14 (-1,11)	0,13E-01 (0,14)	0,18E-01 (0,20)	-0,14E-01 (-1,32)	-
α_1	0,24E-01 (12,20)	0,22E-01 (8,33)	0,24E-01 (10,10)	0,24E-01 (10,35)	0,24E-01 (10,38)
$\alpha_2 - \alpha_1$	-0,17E-01 (-3,37)	-0,18E-01 (-3,40)	-0,20E-01 (-3,67)	-0,19E-01 (-4,86)	-0,19E-01 (-5,15)
ν_1	0,68 (11,79)	0,71 (19,66)	0,71 (20,03)	0,71 (21,47)	0,71 (21,42)
$\nu_2 - \nu_1$	0,91E-01 (0,59)	-0,34E-01 (-0,32)	-0,38E-01 (-0,36)	-	-0,16E-01 (-1,36)
Periode	50-84	51-84	51-84	51-84	51-84
R ²	0,9770	0,9856	0,9344	0,9363	0,9364
D.W.	1,3234	2,0590	2,0524	2,0811	2,0748
S	0,119E-01	0,954E-02	0,995E-02	0,981E-02	0,979E-02
Methode	OLS	CORC	OLS	OLS	OLS

Werte in Klammern sind t-Werte

R²: Korrigiertes Bestimmtheitsmass

D.W.: Durbin-Watson-Statistik

S: Standardfehler der Regression

OLS: Kleinst-Quadrat-Schätzung

CORC: Cochran-Orcutt-Schätzung (rho = 0,8796)

mangels Daten das mittlere Alter des Kapitalstocks (a) nicht berechnet werden. Zweitens steht keine Reihe für den Auslastungsgrad (n) der geleisteten Arbeitsstunden zur Verfügung. Aus diesen Gründen wurden die beiden Variablen a und n₁ weggelassen. Weiter ergaben die Schätzungen, dass die Harrod-neutrale technische Fortschrittsrate in der vereinfachten Form nicht identifiziert werden konnte. In der folgenden Darstellung wurde deshalb γ gleich Null gesetzt.

Definiert man die Variable x

$$(2) \quad x = k_1 k$$

als das algebraische Produkt aus Kapitalstock und Kapitalauslastungsgrad, dann können die Koeffizienten der vereinfachten Cobb-Douglas-Funktion in linearer Form geschätzt werden, wenn Gleichung (1) logarithmiert wird:

$$(3) \quad \ln(y/x) = \ln(\varepsilon) + \alpha t + \nu \ln(n/x).$$

Erste Schätzungen der Gleichung (3) ergaben recht gute Resultate für die beiden Teilperioden von 1950-1974 und 1975-1984. Die Erklärung dafür liegt auf der Hand: Die Rezession der

Jahre 1975 und 1976 führte zu einem starken Abbau der ausländischen Arbeitskräfte, zu einem schlagartig geänderten Kapital-zu-Arbeits-Verhältnis und deshalb zu einer gewandelten Produktionsbeziehung für die Zeit nach 1975. Deshalb wurden bei den weiteren Schätzungen der gesamten Zeitperiode von 1950 bis 1984 zwei verschiedene Produktionsfunktionen zugrunde gelegt, nämlich

$$(4) \quad \ln(y/x) = [\ln(\varepsilon_1) + \alpha_1 t + \nu_1 \ln(n/x)]d_1 + [\ln(\varepsilon_2) + \alpha_2 t + \nu_2 \ln(n/x)]d_2$$

wobei d₁ und d₂ zwei Dummy-Variablen bezeichnen mit

$$(4a) \quad d_1 = 1, \text{ für } 1950-1974 \\ = 0, \text{ für } 1975-1984$$

$$(4b) \quad d_2 = 0, \text{ für } 1950-1974 \\ = 1, \text{ für } 1975-1984$$

Gleichung (4) wurde schliesslich in der folgenden Form geschätzt, die sich aus der üblichen Umwandlung ergibt:

$$(5) \quad \ln(y/x) = \ln(\varepsilon_1) + [\ln(\varepsilon_2) - \ln(\varepsilon_1)]d_2 + \alpha_1 t + (\alpha_2 - \alpha_1)t d_2 + \nu_1 \ln(n/x) + (\nu_2 - \nu_1) \ln(n/x) d_2.$$

Die Ergebnisse von Gleichung (5) sind in Tabelle 2 zusammengestellt. Alle bis auf zwei Koeffizienten sind statistisch gesichert. Obwohl Gleichung (5) recht zufriedenstellende Ergebnisse bringt, deutet die schlechte Durbin-Watson-Statistik auf eine unvollständige Spezifikation hin. Dies mag daran liegen, dass zwei potentiell wichtige Variablen, nämlich der Arbeitsauslastungsgrad und das mittlere Alter des Kapitalstocks, nicht berücksichtigt werden konnten. Die Schätzung von Gleichung (5) mit dem Cochrane-Orcutt-Verfahren, die ebenfalls in Tabelle 2 wiedergegeben ist, zeigt, dass die Zufallskomponente der Gleichung nicht richtig spezifiziert war. Um Probleme mit autokorrelierten Residuen bei der Prognose möglichst zu vermeiden, wurden die ersten Differenzen der Variablen eingeführt. Bezeichnet man mit $\Delta x = x(t) - x(t-1)$ die erste Differenz einer Variablen x , so lässt sich Gleichung (5)

$$(6) \quad \Delta \ln(y/x) = [\ln(\varepsilon_2) - \ln(\varepsilon_1)] \Delta d_2 + \alpha_1 + (\alpha_2 - \alpha_1) \Delta(td_2) + \nu_1 \Delta \ln(n/x) + (\nu_2 - \nu_1) \Delta(\ln(n/x)d_2)$$

schreiben.

Die Schätzergebnisse von Gleichung (6) sind ebenfalls in Tabelle 2 wiedergegeben. Die Autokorrelation ist behoben, und die geschätzten Koeffizienten unterscheiden sich kaum von Gleichung (5). Allerdings bleiben die beiden Koeffizienten für die Veränderung des Effizienzparameters und die Veränderung der Produktionselastizität in bezug auf die Arbeit in der zweiten Teilperiode statistisch nicht signifikant. Deshalb wurde wahlweise einer dieser Koeffizienten gleich Null gesetzt, nämlich in der Gleichung

$$(6)' \quad \nu_2 - \nu_1 = 0$$

und in der Gleichung

$$(6)'' \quad \ln(\varepsilon_2) - \ln(\varepsilon_1) = 0.$$

Die Ergebnisse finden sich in der Tabelle 2. Leider ist in diesen beiden Schätzungen weiterhin je ein Koeffizient statistisch nicht signifikant, wengleich weniger ausgeprägt als in Gleichung (6). Die Ergebnisse für die drei Varianten von Gleichung (6) deuten darauf hin, dass die Hypothese, die Produktionselastizität in bezug auf die Arbeit habe sich in der zweiten Teilperiode verändert, nicht verworfen werden kann.

Schliesslich kann festgehalten werden, dass für die Teilperiode von 1950–1974 betrachtet die Hicks-neutrale Fortschrittsrate (α_1) bei rund 2,4% pro Jahr und die Produktionselastizität in bezug auf den Faktor Arbeit (ν_1) bei rund 71% liegen.⁶

3.2 Die CES-Produktionsfunktion

Die CES-Produktionsfunktion (CES = constant elasticity of substitution) ist eine allgemeinere Form der Produktionsfunktion, welche die Cobb-Douglas-Funktion als Spezialfall einschliesst. Mit den im Abschnitt 3.1 verwendeten Bezeichnungen lautet die CES-Produktionsfunktion

$$(7) \quad y = \varepsilon \cdot e^{\alpha \cdot t} [(1-\nu) \cdot x^{-\rho} + \nu \cdot n^{-\rho}]^{-\frac{1}{\rho}}$$

Tabelle 3: Nichtlineare Schätzung der CES-Produktionsfunktion

Koeffizienten	Gl. (9)
α_1	0,24E-01 (8,23)
α_2	0,27E-02 (0,59)
ν_1	0,75 (12,84)
ν_2	0,67 (6,42)
ϱ_1	0,23E-04 (4,85)
ϱ_2	0,86E-04 (6,48)
Periode	51–84
R ²	0,8970
D.W.	1,8509
S	0,101E-01
Methode	NL

Werte in Klammern sind t-Werte

R²: Korrigiertes Bestimmtheitsmass

D.W.: Durbin-Watson-Statistik

S: Standardfehler der Regression

NL: Nichtlineare Schätzung

⁶ Im Falle der Cobb-Douglas-Funktion und unter vollkommener Konkurrenz ist bekanntlich die Produktionselastizität in bezug auf die Arbeit gleich dem Anteil des Arbeitseinkommens am Gesamteinkommen. Der durchschnittliche Wert dieses Anteils gemäss Nationaler Buchhaltung ist ungefähr 71%.

wobei ρ ($-1 \leq \rho \leq \infty$) als Substitutionsparameter und ν als Verteilungsparameter bezeichnet werden. In der vorliegenden CES-Funktion verdoppelt sich die Produktion ebenfalls, wenn die beiden Faktoren Arbeit und Kapital verdoppelt werden. Der wichtigste Unterschied zur Cobb-Douglas-Funktion liegt in den Werten, die die Substitutionselastizität (σ) annehmen kann. Die Substitutionselastizität gibt an, um wieviel sich bei gegebener Produktionshöhe das Arbeit-zu-Kapital-Verhältnis ändert, wenn das Verhältnis von Arbeitskosten zu Kapitalkosten ändert. Im Falle der Cobb-Douglas-Funktion ist die Substitutionselastizität gleich Eins, im Falle der CES-Funktion gleich

$$(8) \quad \sigma = 1/(1+\rho).$$

Falls die Schätzung für ρ den Wert Null ergibt, reduziert sich die CES-Funktion zur Cobb-Douglas-Funktion. Wie in Abschnitt 3.1 wurde die Periode 1950–1984 in zwei Teilperioden unter-

teilt und für jede eine eigene CES-Funktion unterstellt. Logarithmiert man (7) und bildet die ersten Differenzen, dann folgt mit den oben erwähnten Dummy-Variablen d_1 und d_2 Gleichung (9):

$$(9) \quad \Delta \ln(y) = [\alpha_1 - \ln(z_1)/\rho_1]d_1 + [\alpha_2 - \ln(z_2)/\rho_2]d_2$$

$$\text{mit } z_i = \frac{(1-\nu_i) \cdot x^{-\rho_i} + \nu_i \cdot n^{-\rho_i}}{(1-\nu_i) \cdot x(-1)^{-\rho_i} + \nu_i \cdot n(-1)^{-\rho_i}}, \quad i=1,2.$$

Die nicht-lineare Schätzung von Gleichung (9) findet sich in Tabelle 3. Alle Koeffizienten bis auf die zweite technische Fortschrittsrate (α_2) sind statistisch signifikant. Ein Vergleich der technischen Fortschrittsraten (α_1, α_2) und der Verteilungsparameter in bezug auf den Faktor Arbeit (ν_1, ν_2) mit jenen in Tabelle 2 zeigt, dass die geschätzten Koeffizienten konsistent sind. Zudem sind die Substitutionsparameter (ρ_1, ρ_2) für die beiden Teilperioden 1951–1974 und 1975–1984 hinreichend nahe bei Null, so dass in der Tat die Cobb-Douglas-Produktionsfunktion als Näherung für die volkswirtschaftliche Produktionsfunktion angesehen werden kann.

Tabelle 4: Schätzung der jährlichen Arbeitsstunden in Abhängigkeit eines Zeittrends und der Arbeitslosenquote

Koeffizienten	Varianten von Gl. (10)		
	1	2	3
a_0	1,92 (198,00)	1,92 (286,13)	1,93 (150,26)
a_1	-0,13E-01 (-4,00)	-0,27E-01 (-5,08)	-0,33E-01 (-1,64)
a_2	0,15E-02 (4,83)	0,51E-02 (4,05)	0,73E-02 (1,03)
a_3	-	-0,25E-03 (-2,85)	-0,53E-03 (-0,58)
a_4	-	-	(0,11E-04 (0,31)
a_5	-0,79 (-8,86)	-6,70 (-6,75)	-6,38 (-4,26)
Periode	75–84	75–84	75–84
R ²	0,90	0,96	0,94
D.W.	2,5	3,3	3,2
S	0,48E-02	0,32E-02	0,35E-02
Methode	OLS	OLS	OLS

Werte in Klammern sind t-Werte

R²: Korrigiertes Bestimmtheitsmass

D.W.: Durbin-Watson-Statistik

S: Standardfehler der Regression

OLS: Kleinst-Quadrat-Schätzung

CORC: Cochrane-Orcutt-Schätzung
(rho = 0,8796)

3.3 Prognosen

Da die Cobb-Douglas-Form der Produktionsfunktion durch die Schätzung der allgemeineren CES-Funktion bestätigt wurde, liegen der Prognose der potentiellen Produktion die Gleichungen (6)–(6)“ zugrunde, wobei der tatsächliche durch den potentiellen Faktoreinsatz ersetzt wurde. Die Berechnung der potentiellen Faktoreinsätze wurde folgendermassen durchgeführt. Erstens entspricht die gewählte potentielle Wachstumsrate des Kapitals der durchschnittlichen Veränderungsrate des Kapitalstocks in den Jahre 1980–1984. Andere mögliche Verfahren (z.B. ein ARIMA-Prozess) würden das Ergebnis kaum beeinflussen, weil der Kapitalstock eine stark trendbehaftete Zeitreihe ist. Der Kapitalauslastungsgrad wird für diese Berechnung konstant gehalten. Da hier nur die Wachstumsraten der Produktionsfaktoren für die Prognose verwendet werden, spielt es keine Rolle, ob er gleich Eins gesetzt wird. Zweitens wurden zur Bestimmung

des Trendwachstums der Arbeitsstunden drei verschiedene Methoden angewendet, die eine untere Grenze, einen «wahrscheinlichsten» Wert und eine obere Grenze des Wachstums des potentiellen Bruttoinlandproduktes bestimmen.

Gemäss der ersten Methode wurde die Entwicklung der potentiellen Arbeitsstunden für die nächsten Jahre – wie für den Kapitalstock – als Fünf-Jahres-Mittel der Veränderungsraten 1980–1984 der geleisteten Arbeitsstunden berechnet. Dieser Trend, der für die erste Hälfte der achtziger Jahre leicht negativ ist (–0,2%), wurde mit der durchschnittlichen jährlichen Veränderung der Arbeitslosenquote korrigiert. Daraus ergibt sich eine *untere Grenze* für das potentielle Produktionswachstum.

Die zweite angewandte Methode bezieht sich auf die Arbeitsstunden bei Vollbeschäftigung. Dabei wird implizit berücksichtigt, dass die Erwerbsquote und die jährlichen Arbeitsstunden pro Beschäftigten bei tieferer Arbeitslosenquote höher sind. Zuerst wurden in Gleichung (10) die geleisteten Arbeitsstunden in Abhängigkeit eines nicht-linearen Zeittrends und der Arbeitslosenquote (u) geschätzt.

$$(10) \ln(n) = a_0 + a_1 t + a_2 t^2 + a_3 t^3 + a_4 t^4 + a_5 u.$$

Die Ergebnisse von drei Varianten für die Form des Zeittrends in Gleichung (10) sind in Tabelle 4 dargestellt. Das beste Ergebnis gemäss dem korrigierten Bestimmtheitsmass (R^2) ergibt Variante 2, in der die Zeitvariable t in den ersten drei Potenzen auftritt. Ein dementsprechendes Ergebnis erhält Artus (1977) für acht industrialisierte Länder. Um die Vollbeschäftigungs-Arbeitsstunden berechnen zu können, muss die strukturelle und friktionelle Komponente der Arbeitslosenquote bekannt sein. In erster Näherung wurde die entsprechende Quote (\bar{u}) gleich der Arbeitslosenquote der Jahre 1980 und 1981 gesetzt, da für diese Jahre angenommen werden kann, dass die Volkswirtschaft vollbeschäftigt war, d.h. $\bar{u} = 0,2\%$. Setzt man diesen Wert in Gleichung (10) ein, so erhält man eine Schätzung für die Arbeitsstunden bei Vollbeschäftigung (n_t)⁷. Subtrahiert man von der so erhaltenen Gleichung für n_t die Gleichung (10), so ergeben sich die Arbeitsstunden bei Vollbeschäftigung wie folgt:

$$(11) \ln(n_t) = \ln(n) + a_5(\bar{u} - u).$$

Schliesslich wird die Wachstumsrate der Vollbeschäftigungs-Arbeitsstunden als Fünf-Jahres-Mittel der durch Gleichung (11) bestimmten Werte berechnet. Das Ergebnis dieser zweiten Methode wird in Tabelle 5 als die «wahrscheinlichste» Schätzung für die Wachstumsrate des potentiellen Bruttoinlandproduktes bezeichnet.

Die dritte Methode gründet auf einer Regression der Arbeitsstunden je erwerbsfähige Person in bezug auf Zeittrend und Arbeitslosenquote. Die Arbeitslosenquote wurde hier als Verhältnis von Arbeitslosen je erwerbsfähige Person definiert. Als Mass für die Zahl der Erwerbsfähigen wurde die wirtschaftlich relevante Bevölkerung der Schweiz im Alter zwischen 20 und 64 Jahren gewählt. Der Trend der erwerbsfähigen Bevölkerung ist in der ersten Hälfte der achtziger Jahre im Gegensatz zu den beobachteten Arbeitsstunden positiv und beträgt rund 1,0% pro Jahr. Verwendet man wie in Gleichung (11) die entsprechende strukturelle und friktionelle Arbeitslosenquote, so können die Vollbeschäftigungs-Arbeitsstunden als festes Verhältnis der Erwerbsfähigen bestimmt werden, da der Einfluss des geschätzten Zeittrends praktisch Null ist. Die

Tabelle 5: Prognosen der jährlichen Wachstumsraten des potentiellen Bruttoinlandproduktes in Prozent

Gleichung	Untere Grenze	«Wahrscheinlichste» Wachstumsrate	Obere Grenze
(6)	1,23	1,74	2,04
(6)'	1,25	1,80	2,11
(6)''	1,25	1,78	2,08

Die untere Grenze des Potentialwachstums wurde aufgrund des Trendwachstums der beobachteten Arbeitsstunden sowie der durchschnittlichen Veränderung der Arbeitslosenquote ermittelt. Die «wahrscheinlichste» Wachstumsrate ergibt sich aufgrund des Trendwachstums der geschätzten Vollbeschäftigungs-Arbeitsstunden, die obere Grenze aufgrund des Trendwachstums der erwerbsfähigen Bevölkerung.

⁷ Da schliesslich nur die Prognosen aufgrund von Gleichung (6) und nicht von Gleichung (5) verwendet werden, spielt es keine Rolle, welchen Wert man für die strukturelle Arbeitslosenquote unterstellt, weil durch die Differenzenbildung diese konstante Grösse wegfällt.

Wachstumsrate der Vollbeschäftigungs-Arbeitsstunden ist damit gleich jener der Erwerbsfähigen. Das Ergebnis der Regression für die Jahre 1977–1984 deutet darauf hin, dass der rückläufige Trend der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbsfähiger ungefähr durch den positiven Trend der Erwerbsquote bei Vollbeschäftigung ausgeglichen wurde. Das Resultat der dritten Methode wird in Tabelle 5 als die *obere Grenze* für die Wachstumsrate des potentiellen Bruttoinlandproduktes bezeichnet. Dabei wird implizit unterstellt, dass die ausländische Erwerbsbevölkerung ungefähr im gleichen Ausmass zunehmen wird wie in den späten siebziger Jahren und der ersten Hälfte der achtziger Jahre.

Zusammenfassung

Einen ersten Anhaltspunkt über das Potentialwachstum erhält man aus der Steigung der Trendlinie, die das beobachtete Produktionsvolumen in den beiden letzten konjunkturellen Höhepunkten miteinander verbindet. Aufgrund dieses sogenannten «trend through peak»-Verfahrens beträgt das jährliche Potentialwachstum in der Schweiz für die nächsten Jahre 1,6%.

Beim zweiten Trendverfahren wurden als Stützpunkte für die Trendlinie die Werte des realen Bruttoinlandproduktes in den Jahren 1976 und 1985 gewählt. Die Wahl der Stützpunkte nimmt Rücksicht auf den in der Mitte der siebziger Jahre erfolgten Strukturbruch und den Auslastungsgrad des Faktors Arbeit. Die auf diese Weise ermittelte jährliche Wachstumsrate der potentiellen Produktion beläuft sich auf 1,8%.

Die dritte Methode zur Ermittlung des Potentialwachstums gründet auf der Schätzung einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion. Dem Strukturbruch in der Rezession von 1975/76 wurde dadurch Rechnung getragen, dass die Parameter der Produktionsfunktion für die Jahre 1950–1974 und 1975–1984 getrennt geschätzt wurden. Für die Prognose des Potentialwachstums dient einerseits das Fünf-Jahres-Mittel der Wachstumsrate des Kapitalstocks und andererseits drei verschiedene Methoden zur Bestimmung der potentiellen Arbeitsstunden. Die «wahrscheinlichste» Zuwachsrate der poten-

tiellen Produktion in den nächsten Jahren liegt bei 1,7%–1,8%.

Anhang

1. Beschreibung der Daten

- k: Kapitalstock. Zusammengesetzt aus den realen Ausrüstungsinvestitionen (jährliche Abschreibungsrate 10%) und den realen Bauinvestitionen (jährliche Abschreibungsrate 2%). Daten aus Nationaler Buchhaltung. Als Startwerte für den Kapitalstock im Jahre 1948 wurden für die Ausrüstungsinvestitionen 21 000 Mio. Fr. und für die Bauinvestitionen 114 209 Mio. Fr. zu Preisen von 1970 eingesetzt (vgl. Zorinnejadan [1983]).
- k_t : Kapitalauslastungsgrad. Für die Jahre 1967–1984: Kapitalauslastungsgrad der Industrie gemäss Erhebungen der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF). Für die Jahre 1948–1967: Beschäftigungsgrad in der Industrie gemäss BIGA (k^*), verkettet mit obiger Reihe ($k_t = k^* 0,6725$).
- n: Jährlich geleistete Arbeitsstunden. Für die Jahre 1960–1984: Berechnet aus Anzahl Erwerbstätigen, Wochenarbeitszeit und bewilligten Überzeitstunden nach Büttler, Frei und Schips (1986). Für die Jahre 1950–1959: Anzahl Beschäftigte als festes Verhältnis (0,9005) der Wohnbevölkerung; wöchentliche Arbeitszeit und Überzeit gemäss BIGA. Beide Reihen sind verkettet.
- u: Arbeitslosenquote. Quotient aus der Zahl der Ganzarbeitslosen und der Zahl der Erwerbstätigen. Quelle: BIGA.
- y: Reales Bruttoinlandprodukt. Quelle: Nationale Buchhaltung.

2. Daten

Tabelle 6: Entwicklung der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit sowie des realen Bruttoinlandprodukts in der Schweiz, 1950–1984

Jahr	Kapitalstock k In Mio. Fr.	Kapitalauslastungsgrad k_1 in %	Jährlich geleistete Arbeitsstunden n in Mrd.	Arbeitslosenquote u, in %	Reales Bruttoinlandprodukt in Mio. Fr.
1950	138 379	79,5289	5,68800		36 410
1951	140 285	91,6348	5,76980		39 360
1952	143 532	81,8828	5,82330		39 685
1953	146 846	83,7324	5,89890		41 090
1954	150 670	86,5907	5,96430		43 390
1955	155 274	88,9446	6,03110		46 320
1956	160 570	92,1392	6,09440		49 390
1957	166 967	92,6436	6,11290		51 355
1958	173 675	78,6882	6,08330		50 255
1959	178 916	84,7412	6,10730		53 430
1960	185 707	94,6613	6,09540		57 165
1961	193 980	96,0064	6,30940		61 800
1962	204 232	95,1657	6,52260		64 760
1963	215 790	94,1569	6,59820		67 920
1964	228 206	93,8206	6,68400		71 490
1965	241 724	89,6172	6,60530		73 765
1966	254 168	88,1039	6,57180		75 580
1967	265 958	85,7500	6,57470		77 890
1968	277 335	86,2500	6,62160		80 685
1969	288 934	87,7500	6,74540		85 230
1970	301 394	89,0000	6,85880		90 665
1971	315 448	86,1525	6,96320		94 360
1972	331 409	86,3075	7,02640		97 380
1973	348 106	83,0400	7,05380		10 035
1974	365 007	86,2275	7,01710		10 181
1975	380 047	76,9325	6,57930	0,326	94 395
1976	390 700	78,2075	6,36060	0,684	93 070
1977	398 503	79,6775	6,40000	0,395	95 335
1978	406 544	79,6100	6,46440	0,341	95 725
1979	415 794	82,6000	6,45770	0,333	98 110
1980	425 991	86,9000	6,58110	0,197	102 625
1981	438 347	84,6775	6,65290	0,183	104 115
1982	450 935	79,7025	6,58190	0,414	102 940
1983	462 372	80,1250	6,43000	0,834	103 635
1984	474 639	83,0575	6,39040	1,020	105 760

Literatur

- Artus, J.R., (1977). Measures of Potential Output in Manufacturing for Eight Industrial Countries. *IMF Staff Papers*, Bd. 24, S. 1–35.
- Béguellin, J.-P., (1983). Indicateurs globaux de la conjoncture suisse. *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft der SNB, No. 1, S. 40–52.
- Büttler, H.J., G. Frei und B. Schips (1986). *Estimation of Dis-*

equilibrium Models, Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems 279.

- Christiano, L.J., (1981). A Survey of Measures of Capacity Utilization. *IMF Staff Papers*, Bd. 28, S. 144–198.
- OECD, (1985). *Etudes économiques 1985/86. Suisse*. Dezember 1985.
- Zorinnejadan M., (1983). Construction d'une série de stock de capital pour la Suisse (1948–1981), mimeo, Département d'Economie politique, Université de Genève.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Senkung des Diskont- und Lombardsatzes

Mit Wirkung ab 23. Januar 1987 senkte die Nationalbank den offiziellen Diskont- und Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 3½ bzw. 5%.

Rückzahlung des Überbrückungskredits an Mexiko

Am 13. Februar 1987 zahlte die mexikanische Zentralbank den letzten Teil des internationalen Überbrückungskredits vom August 1986 zurück (vgl. Quartalsheft No. 3, September 1986). Das Engagement der SNB, die eine Substitutionszusage (mit Bundesgarantie) über 30 Mio Dollar für einen Kredit der BIZ geleistet hatte, ist damit beendet.

Überbrückungskredit an Argentinien

Im März 1987 gewährten die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten und eine Reihe von Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe sowie Spaniens und Österreichs Argentinien einen Überbrückungskredit in Höhe von 500 Mio Dollar. Der Kredit dient zur Deckung des unmittelbaren Liquiditätsbedarfs, bis die zwischen Argentinien und dem IWF vereinbarten Kreditfazilitäten verfügbar werden. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage über 20 Mio Dollar an jenen Teil des Überbrückungskredits, der über die BIZ geleistet wurde. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert. Die Rückzahlung des Überbrückungskredits ist für Mitte Juli 1987 vorgesehen.

Réduction des taux officiels

A compter du 23 janvier 1987, la Banque nationale a ramené de 4% à 3½% le taux de l'escompte et de 5½% à 5% celui des avances sur nantissement.

Remboursement du crédit relais accordé au Mexique

Le 13 février 1987, la banque centrale du Mexique a remboursé la dernière tranche du crédit mis sur pied, sur le plan international, au mois d'août 1986 (voir bulletin trimestriel no 3, septembre 1986). L'engagement de la Banque nationale – celle-ci avait donné une promesse de substitution (avec garantie de la Confédération) pour une part de 30 millions de dollars du crédit fourni par la BRI – a ainsi pris fin.

Crédits relais en faveur de l'Argentine

Au mois de mars 1987, les autorités monétaires des Etats-Unis ainsi qu'un certain nombre de banques centrales des autres pays membres du Groupe des Dix, de l'Espagne et de l'Autriche ont accordé un crédit relais de 500 millions de dollars à l'Argentine. Cette avance est destinée à couvrir les besoins immédiats de liquidités jusqu'au versement des crédits convenus entre l'Argentine et le Fonds monétaire international. La Banque nationale a fourni une promesse de substitution de 20 millions de dollars pour la part du crédit qui a été accordée par la Banque des Règlements Internationaux. La participation de la Banque nationale est garantie par la Confédération. Le remboursement du crédit est prévu pour la mi-juillet 1987.